

Santiago, 8 de octubre de 2014

Señores  
Accionistas de Enersis S.A.  
Presente

Ref.: Pronunciamento individual como Director Independiente no involucrado sobre Operación de recomposición patrimonial de Central Dock Sud

De mi consideración:

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 50 bis de la Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas ("LSA"), y, por medio del presente documento, cumpla con informar respecto de la operación de recomposición patrimonial de la generadora de electricidad argentina Central Dock Sud ("CDS") propuesta por la gerencia de Enersis a fin de evitar su disolución, de acuerdo a lo establecido en la legislación en Argentina. Esta empresa es filial de Enersis S.A. ("Enersis" o "la Sociedad").

La operación propuesta consiste en comprar deuda con un importante descuento a los acreedores y capitalizar el principal de estos créditos dentro de CDS a valor facial. Con esto se logra recapitalizar a CDS, evitando su disolución, eliminando de paso toda su deuda, y colocándola en una situación sustentable. Entre los acreedores se encuentra Endesa Latinoamérica, accionista controlador de Enersis, por lo que estamos frente a una operación entre partes relacionadas.

**I. DECLARACIONES SOBRE LA CALIDAD DE DIRECTOR DE ENERSIS S.A. Y DE SU INDEPENDENCIA DEL CONTROLADOR.**

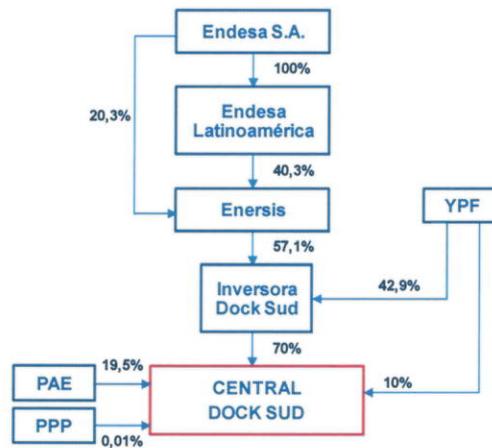
1. Declaro que soy director de Enersis S.A. desde el 22 de abril de 2010 y que en la última junta ordinaria de accionistas de esta sociedad, celebrada el 16 de abril de 2013 y en la cual se renovó la totalidad del Directorio, fui elegido Director Independiente. También declaro que fui electo sin ningún voto del accionista controlador y que no tengo relación alguna con este último.
2. Declaro que en sesión del Directorio de Enersis de 16 de abril de 2013, fui designado integrante del Comité de Directores de la Sociedad.
3. Declaro que en mi condición de Director Independiente no tengo conflicto de interés alguno en la operación propuesta.
4. Declaro que a la fecha no soy propietario, directa o indirectamente, de acciones o valores emitidos por Enersis.



## II. ANTECEDENTES DE LA OPERACIÓN PROPUESTA

### a) Descripción de Central Docksud:

- Central Dock Sud (“CDS”) es un agente generador de energía eléctrica de Argentina, en Avellaneda, Buenos Aires. Su central térmica está equipada con un ciclo combinado Alstom (inicio de operaciones en el año 2001), con una potencia instalada de 797,5 MW y además, 2 turbinas de gas con una potencia instalada total de 72 MW. El valor de reposición de esta planta es de al menos 1.000 millones de dólares. A junio de 2014, CDS tiene un 2,8% del total de la capacidad instalada en el país y un 4,5% del total térmico.
- La participación accionaria la tiene Enersis (40%), YPF (40%) y Pan American Energy (“PAE”) (20%). Enersis e YPF tienen participación indirecta a través de Inversora Dock Sud (“IDS”, sociedad *holding* de inversiones).
- Enersis pasó a ser accionista de IDS en el traspaso de acciones que realizó Endesa, S.A. como aporte en especies con ocasión del aumento de capital aprobado por la Junta Extraordinaria de Accionistas de Enersis del pasado 20 de diciembre de 2012.
- La estructura de propiedad es la siguiente<sup>1</sup>:



- Los socios de Enersis en CDS, son importantes agentes del mercado energético. YPF es controlada por el estado argentino y es la principal productora de hidrocarburos de Argentina, con más del 35% del mercado de petróleo y gas. Por su parte, PAE, es una empresa de exploración y producción de hidrocarburos, con actividades en Argentina, Bolivia, Chile y Uruguay y es la segunda productora de petróleo y gas de Argentina. Sus socios son British Petroleum (50%) y Bidas (50%).

### b) Descripción de la Operación Propuesta (Entre Partes Relacionadas)

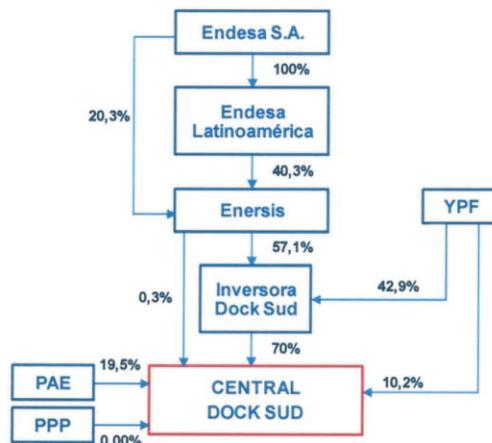
- CDS ha presentado pérdidas acumuladas en los últimos ejercicios, debido a que su reducido EBITDA, no ha sido suficiente para enfrentar las pérdidas ocasionadas por las diferencias de cambio asociadas a su deuda en dólares americanos.
- Al cierre de 2013, se estima que presentará patrimonio neto negativo, y la Ley de Sociedades Comerciales en Argentina, obliga a sus socios a reconstituir su patrimonio como alternativa a su disolución y liquidación obligatorias. El efecto de tales pérdidas en CDS, también se extiende a IDS, obligando a su disolución o, alternativamente, la reconstitución de su patrimonio.
- La gerencia de Enersis, junto a los otros accionistas, ha considerado que una solución muy eficiente es realizar un aumento de capital para su recapitalización, en el que diversos acreedores (todos sociedades de los grupos económicos de accionistas) aporten y capitalicen los préstamos en moneda extranjera que tienen otorgados a favor de CDS.

<sup>1</sup> PPP: Programa de Propiedad Participada.

- Enersis no tiene préstamos directos por cobrar a IDS ni a CDS, pero sí los tiene su sociedad matriz domiciliada en España (Endesa Latinoamérica, S.A. ("ELA"), que no es accionista directo de ninguna de estas últimas sociedades). A continuación se muestran las acreencias y detalle de acciones preferidas al 31.12.2013:

(MMUSD)	YPF	PAE	ELA	ENI	TOTAL
<b>Préstamo de Accionistas</b>	<b>18,2</b>	<b>9,1</b>	<b>18,2</b>	<b>0,0</b>	<b>45,5</b>
Capital	13,6	6,8	13,6		34,0
Intereses	4,6	2,3	4,6		11,5
<b>Deuda Estructurada</b>	<b>64,1</b>	<b>0,0</b>	<b>83,8</b>	<b>0,0</b>	<b>147,9</b>
Capital	38,9		51,8		90,7
Intereses	25,2		32,0		57,2
<b>Deuda Subordinada (IDS)</b>	<b>1,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,2</b>	<b>4,0</b>
Capital	1,7			2,2	3,9
Intereses	0,0			0,0	0,1
<b>Acciones Preferidas (IDS)</b>	<b>16,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>21,6</b>	<b>37,9</b>
Capital	4,8			6,4	11,2
Intereses	11,5			15,2	26,7
<b>TOTAL</b>	<b>100,3</b>	<b>9,1</b>	<b>102,0</b>	<b>23,9</b>	<b>235,3</b>

- Con el fin de evitar la disolución de CDS se propone realizar la Operación Propuesta, entre Partes Relacionadas, que se describe a continuación:
  - ELA vende y cede los préstamos que posee a favor de CDS a Enersis para que sea ésta, junto al resto de los socios de IDS y CDS, quienes aporten sus préstamos con el objeto de reintegrar el capital de IDS, y posteriormente el de CDS.
  - Los préstamos, en ambas instancias, serían pesificados con el tipo de cambio del 31.12.2013 (6,521 AR\$/US\$), y posteriormente aportados a su valor nominal por todos los acreedores en igualdad de condiciones, condonando previamente a CDS los intereses y otros conceptos (diferenciales de rescate y comisiones) que deberían haberse devengado, o que se hayan devengado, y que se devenguen en el futuro. A cambio de los préstamos, los aportantes recibirán acciones emitidas por IDS y CDS, respectivamente, en proporción a su aportación realizada.
  - Dado que los socios PAE e YPF poseen una menor proporción de deudas a capitalizar que las que poseerá Enersis luego de comprar los préstamos a ELA, y con el fin de mantener relativamente iguales las participaciones de los grupos empresariales previo a la operación, se ha acordado con los socios lo siguiente:
    - PAE (Pan American Energy o alguna de sus filiales) aporta en efectivo 125 MMAR\$ los cuales serán capitalizados y que,
    - CDS amortice 88 MMAR\$ de los préstamos que adquirirá Enersis, cuyo valor no será objeto de capitalización.
  - Una vez concretada esta operación, las participaciones accionarias en IDS y en CDS quedarían como sigue<sup>2</sup>:



<sup>2</sup> Es probable que Endesa, S.A. sea reemplazada por Enel Energy Europe, de acuerdo a la operación en curso anunciada por Enel SpA.

- Con fecha 19 de septiembre de 2014, Enersis, ELA, IDS e YPF han recibido una oferta irrevocable ("Oferta de Capitalización") por parte de PAE, con una duración de 70 días, que presenta la Operación Propuesta anteriormente descrita y que compromete a PAE a aportar los 125 MMAR\$ y que, una vez aceptada por el resto de los socios, los compromete a ejecutar las acciones que les corresponden como accionistas y acreedores.
- Con fecha 22 de septiembre, YPF envió comunicación al resto de los accionistas, sobre su aceptación sin condiciones de la oferta.

### III. DECLARACIONES SOBRE LOS INFORMES RECEPCIONADOS

Para la emisión de mi opinión, he tenido en consideración los siguientes informes:

1. Informe de Evaluador Independiente de fecha 2 de octubre de 2014 emitido por Banco Itaú BBA de Banco Itaú Chile (en adelante "IBBA"), por encargo del Directorio de Enersis
2. Informe de Evaluador Independiente de fecha 30 de septiembre de 2014 emitido por IM Trust Asesorías Financieras S.A. (en adelante "IM Trust"), por encargo del Comité de Directores.
3. Informe del Comité de Directores de fecha 6 de octubre de 2014.

Considero que los Evaluadores Independientes IM Trust e IBBA cuentan con la debida independencia y han podido contar con la información y tiempos razonables para realizar su cometido, encontrándose sus informes a disposición de todos los accionistas.

#### III.1. Informe de Evaluador Independiente designado por el Directorio: IBBA

Con fecha 2 de octubre de 2014, el evaluador independiente IBBA, designado por el Directorio de Enersis, emitió un informe en el que indica que el valor de mercado de la deuda que ELA tiene contra CDS, a ser adquirida por Enersis se estima en un rango de 20,1 a 50,7 millones de dólares, estableciendo que genera valor para Enersis si se compra a un valor inferior a los 33,8 millones de dólares (página 4 de su informe).

Dicha firma utilizó las siguientes metodologías:

- a. Valoración por flujos de caja descontados
- b. Múltiplos de transacción de compañías comparables
- c. Transacciones precedentes
- d. Valoraciones independientes (incluye una realizada en el marco del aumento de capital de Enersis y la valoración implícita del aporte de PAE en la capitalización de CDS).

#### III.2. Informe Evaluador Independiente designado por Comité de Directores: IM Trust

Con fecha 30 de septiembre de 2014, el evaluador independiente IM Trust, designado por el Comité de Directores de Enersis, emitió informe en el cual valoriza la deuda a ser adquirida por Enersis en un rango de 21,1 a 23,6 millones de dólares (página 50 de su informe).

Dicha firma utilizó las siguientes metodologías:

- a. Valoración por flujos de caja descontados: se simularon distintos escenarios, considerando un caso base que asume la aplicación de la Res. 529 hasta el año 2027, y casos conservadores, donde se sensibilizan variables (tasa de descuento, tipo de cambio y esquemas regulatorios).

La valoración fue sensibilizada adicionalmente por:

- Escenarios de flujos de caja descontados optimistas
- Aportación de activos por parte de PAE
- Múltiplos de mercado de compañías comparables

#### **IV. OPINION DEL DIRECTOR INDEPENDIENTE**

El artículo 147 de la LSA establece que el criterio para aprobar una operación con parte relacionada es: (i) que la operación contribuya al interés social y de todos los accionistas y (ii) se ajuste en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación.

##### IV.1. Contribución al interés social.

El Comité de Directores, en el ejercicio de sus facultades, estudió y verificó que efectivamente estas acreencias eran propiedad de un tercero al no formar parte del aumento de capital de Enersis de 2013 y, por tanto, hacen posible su compraventa.

Adicionalmente, revisé el Contrato de Suscripción de Acciones de Enersis S.A. de marzo 2013, en el contexto del aumento de capital, y se solicitó en sesión de Comité de Directores la opinión de los abogados externos y del fiscal de la compañía en relación a las representaciones y garantías establecidas en él. También pregunté a los evaluadores independientes si habían revisado este contrato para realizar su evaluación, quienes responden mis consultas en sus respectivos informes.

Con toda la información y antecedentes disponibles en relación a la operación propuesta, considero que para Enersis sería positivo desde un punto de vista estratégico y de negocios, llevar a cabo la operación propuesta, adquiriendo con descuento los créditos en poder de ELA y realizando las capitalizaciones planteadas para CDS e IDS, en la medida que la adquisición se realice a un precio y términos adecuados.

Desde mi punto de vista, los principales argumentos de valor para esta transacción son:

- Las plantas de generación de CDS destacan por ser un activo de alta calidad, dado su alto nivel de disponibilidad, su buen estado de mantención, su ubicación estratégica en Buenos Aires, centro de la demanda eléctrica de Argentina. Lo cual es ratificado por su alto valor de reposición.
- La operación tiene como objetivo evitar la disolución de CDS, revirtiendo su situación de patrimonio negativo, al reconstituir directamente su capital en condiciones convenientes. Adicionalmente, Enersis recibirá dinero en caja en el contexto de la capitalización. CDS generará utilidades vía condonación de intereses, y post capitalización la empresa queda sin deuda y asumiendo que se mantiene su remuneración actual presentará EBITDA positivo.

**Por lo tanto, en mi opinión la operación propuesta sí contribuye al interés social de Enersis, considerando que se realice a un precio y términos adecuados.**

#### IV.2. Precio de mercado y términos y condiciones que prevalezcan en el mercado

A continuación se presenta de forma resumida la estimación de valor para Enersis que hicieron los evaluadores independientes:

	Valor créditos	Metodología y supuestos
IM Trust	21,1 a 23,6 MMUSD	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Metodología de flujo de caja descontado de CDS</li><li>▪ escenario medio ponderado al 50%, promediado con otros 3 escenarios más conservadores, con iguales pesos entre ellos</li><li>▪ considerando que los créditos de ELA permitirán a Enersis acceder al 29,24% del valor de CDS</li><li>▪ Enersis recibe repago de deuda de AR\$ 88 millones desde Argentina a tipo de cambio oficial</li><li>▪ se descuenta el pago de impuestos en Chile por la plusvalía del crédito respecto de la capitalización (una vez) y el pago anual de impuestos a los bienes personales en Argentina de 0,5% del capital.</li></ul>
IBBA	Menos de 33,8 MMUSD	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Metodología de flujo de caja descontado de CDS</li><li>▪ escenario medio</li><li>▪ considerando que los créditos de ELA le permitirán a Enersis acceder al 40,25% del valor de CDS</li><li>▪ Enersis recibe repago de AR\$ 88 millones desde Argentina a tipo de cambio oficial</li><li>▪ se descuenta pago de impuestos en Chile por la plusvalía del crédito (una vez) y el pago anual de impuestos a los bienes personales en Argentina de 0,5% del capital.</li></ul>

IBBA establece al presentar su informe que de no llegar a acuerdo con Enersis, ELA podría vender los créditos que tiene contra CDS a un *stress fund*. Esto es parte del fundamento de porqué de acuerdo a IBBA la compra de los créditos permite a Enersis acceder a un 40,25%. En mi opinión esto no es válido porque:

- Le generaría un grave problema político a Endesa, S.A./Enel en Argentina y Chile.
- Sería altamente probable que Endesa S.A. debiera enfrentar demandas de los otros socios en CDS (PAE e YPF)
- Daría señal al mercado de que Endesa S.A./Enel no tendría la capacidad de administrar el activo de CDS
- Un *stress fund* no compra a valor de mercado, más bien siempre lo hace con valores bajo mercado.
- No conozco precedente en el mercado de que un Grupo empresarial haya vendido deuda de una subsidiaria a un *stress fund*.

La posibilidad de la venta de los créditos a un *stress fund* por parte de ELA corresponde a un escenario teórico, improbable e impresentable. Sería imposible defender una operación así frente a sus socios en Enersis.

Considerando lo anterior, en mi opinión es correcto asumir que la compra de los créditos permitirá a Enersis valorizar (acceder) a un 29,24% de CDS post-capitalización.

En relación al supuesto que hace tanto IM Trust como IBBA de que los AR\$ 88 millones se pueden repatriar a Chile a tipo de cambio oficial, indicando que hay un canal cambiario abierto a este tipo de cambio, es posible que este canal eventualmente se cierre dada la inestabilidad político-económico de Argentina. Si llega a cerrarse el canal cambiario, el tipo de cambio real al cual se puede sacar esta amortización de principal de la deuda es al contado con liquidación, en la medida que este mercado no se cierre.

Adicionalmente, he considerado los escenarios de flujos descontados recomendados en cada una de las valorizaciones, incluyendo como factor dominante que la aplicación de la Resolución 529 se mantendrá en el horizonte de la valorización. Este supuesto ya es optimista, considerando la fragilidad regulatoria que caracteriza a Argentina.

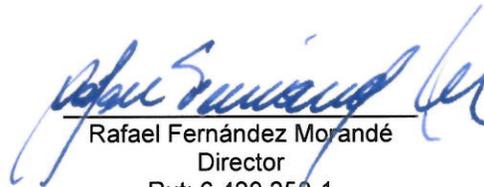
Considerando todo lo previamente mencionado, en mi opinión para definir el valor de mercado que Enersis debiera pagar a ELA por los créditos se debe considerar:

- Enersis valorizará el 29,24% del valor de CDS post-capitalización a través de estos créditos, completando un total de 40,25% del capital accionario de CDS,
- Debe utilizarse flujos de caja descontados considerando la aplicación de la Resolución 529 como factor dominante para todo el horizonte de años de proyección
- La eventual repatriación a Chile de los AR\$ 88 millones podrá a tipo de cambio oficial en la medida que no se cierre el canal cambiario.

Con los supuestos anteriores se obtiene que el valor máximo que Enersis debe pagar a ELA por los créditos es de USD 23,8 millones, asumiendo canal cambiario abierto a tipo de cambio oficial de la fecha de los informes de los evaluadores independientes.

## V. CONVENIENCIA DE LA OPERACION

En opinión de este director la Operación Propuesta entre partes relacionadas sería conveniente para el interés social y de todos los accionistas en la medida que se materialice pagando a ELA por los créditos un monto de USD 23,8 millones o menos, asumiendo canal cambiario abierto a tipo de cambio oficial de la fecha de los informes de los evaluadores independientes..



Rafael Fernández Morandé  
Director  
Rut: 6.429.250-1