

Santiago, 6 de octubre de 2014

Señor  
Pablo Yrarrázaval Valdés,  
Presidente del Directorio de Enersis S.A.  
PRESENTE

Ref.: Pronunciamiento sobre la potencial compra de créditos a Endesa Latinoamérica contra Central Dock Sud y condonación de intereses, posterior capitalización de los principales de las deudas y eventuales reducciones de capital

De nuestra consideración:

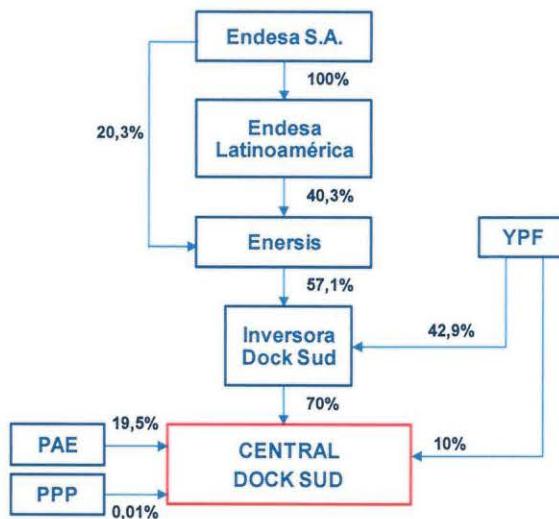
De conformidad con lo dispuesto en el artículo 50 bis de la Ley N°. 18.046, Ley Sobre Sociedades Anónimas ("LSA"), por medio del presente documento y en nombre del Comité de Directores ("Comité") de Enersis S.A. ("Enersis"), los señores Hernán Somerville Senn, Leonidas Vial Echeverría y Rafael Fernández Morandé, cumplimos con informar respecto de la operación de la referencia.

#### I. Introducción.

- Central Dock Sud S.A. ("CDS") es una compañía eléctrica argentina que tiene como actividad principal la generación y comercialización de energía eléctrica. Su planta está ubicada en Dock Sud, Provincia de Buenos Aires. CDS posee y opera un ciclo combinado de 798 MW y dos turbinas a gas de 36 MW cada una, con lo que su potencia instalada total es de 870 MW.
- Con cifras a Diciembre 2013, CDS participa de 2,8% de la capacidad instalada del país, y de 4,5% de la capacidad instalada térmica. Por el lado de la generación de energía eléctrica argentina, su participación de mercado alcanza al 3,8%.
- Los propietarios de CDS de manera directa e indirecta son Enersis S.A.(40%), YPF (40%) y Pan American Energy (20%). Enersis participa en CDS de forma indirecta a través de la sociedad Inversora Dock Sud, en la cual posee el 57%, con el 43% restante en manos de YPF.
- Enersis posee esta participación desde marzo 2013 como consecuencia del traspaso de acciones, que realizó Endesa, S.A. como aporte en especies con ocasión del aumento de capital de Enersis aprobado en Junta Extraordinaria de Accionistas el 20 de diciembre de 2012.
- Los otros propietarios de CDS son importantes empresas en la industria de gas y petróleo en Argentina, siendo la estatal YPF la que lidera el mercado seguida por PAE, que es la empresa privada más grande en dicha industria.
- A continuación se presenta la estructura accionaria:



**FIG. 1: ESTRUCTURA SOCIETARIA ACTUAL**



- Desde el año 2006, CDS ha presentado problemas patrimoniales al no cumplir con el artículo 206 de la Ley de Sociedades Comerciales de Argentina (Nº 19.550), que establece que las pérdidas no deben ser superiores al 50% del capital y reservas. En caso de no cumplir con esta condición, se deben hacer reducciones de capital que absorban las pérdidas acumuladas.
- Por lo anterior, en 2007 y en 2009 se realizaron sendas reducciones de capital
- Según estados financieros 2013, CDS podría estar en situación de patrimonio neto negativo, por lo que de acuerdo a la regulación argentina, artículo 94 de la Ley Nº 19.550, CDS estaría obligada a la disolución o a la reconstitución del capital.

## II. Características de la operación.

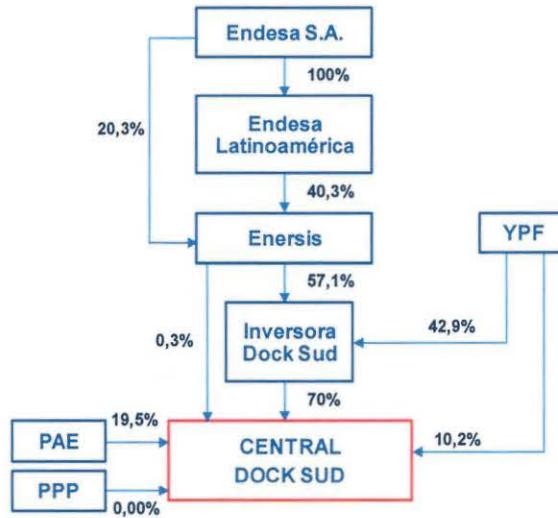
- Ante la posibilidad que CDS cerrara el año 2013 con patrimonio negativo, Enersis ha estado en conversaciones con los otros socios a fin de resolver la situación.
- El acuerdo propuesto establece la capitalización de las deudas que los socios mantienen con la sociedad, la condonación de todos los intereses devengados, comisiones e intereses punitorios, con la condición de dejar a los socios con participaciones similares a las actuales (aproximadamente 40% Enersis, 40% YPF y 20% PAE). Lo anterior permite resolver la situación patrimonial de CDS y, adicionalmente, dejarla sin deuda, la que actualmente es el origen de las pérdidas de la compañía por el registro de diferencias de cambio asociadas a la devaluación del peso argentino. El detalle de las deudas de CDS y los respectivos acreedores al 31 de diciembre de 2013 se muestra en el siguiente cuadro:

**TABLA 1: DETALLE DE ACREENCIAS DE CENTRAL DOCK SUD**

(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>

- Como se aprecia en la Tabla 1, parte importante de las acreencias están en poder de Endesa Latinoamérica ("ELA"), sociedad domiciliada en España y matriz de Enersis. Por lo anterior, a fin de evitar la disolución de CDS se hace necesario que ELA ceda estas acreencias a Enersis, a través de una venta de éstas en condiciones de mercado.
- 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.
- El acuerdo de capitalización propuesto considera los siguientes pasos:
  - ✓ ELA cede, mediante una compraventa, a Enersis en condiciones de mercado las acreencias que tiene contra CDS.
  - ✓ Todas las acreencias de CDS son pesificadas al tipo de cambio del 31 de diciembre de 2013, AR\$/USD 6,521.
  - ✓ Todos los acreedores proceden a condonar a CDS intereses devengados, comisiones e intereses punitarios. Lo anterior incluye el diferencial de rescate acumulado por las acciones preferidas. A partir de esta fecha el diferencial de rescate dejará de devengarse.
  - ✓ Luego YPF y Enersis capitalizarán el principal de sus acreencias en IDS y en CDS a su valor nominal de forma de mantener la estructura accionaria en IDS (Enersis 57% e YPF 43%) y mantener la participación accionaria de IDS en CDS (70%).
  - ✓ PAE e IDS capitalizarán en CDS el principal de todas las acreencias que tengan en este momento contra esa sociedad, a valor nominal.
  - ✓ Adicionalmente, a fin de mantener las participaciones directas e indirectas de Enersis (40%), YPF (40%) y PAE (20%) en CDS, se requiere que:
    - PAE deberá capitalizar en efectivo en CDS AR\$ 125 millones, a fin de compensar el déficit de acreencias que tiene en comparación a los otros socios para mantener su participación, y,
    - CDS deberá pagar a Enersis una amortización de deuda de AR\$ 88 millones, a fin de equilibrar las acreencias a capitalizar entre ENERSIS e YPF.
- Una vez realizados todos los pasos descritos en el acuerdo de capitalización propuesto, la estructura organizacional resultante será la siguiente (porcentajes estimados):

**FIG. 2: ESTRUCTURA SOCIETARIA POTENCIAL FUTURA<sup>1</sup>**



- En caso de realizarse la operación el capital de CDS se incrementará según se muestra a continuación:

**TABLA 2: VARIACIÓN CAPITAL DE CDS CON OPERACIÓN PROPUESTA**

Sodo	Capital Ordinario Pre Capitalización	Capital Ordinario Post Capitalización	Capital Ordinario Final (%)
Inversora Dock Sud	197.938.593,42	810.595.704,59	69,99%
YPF	84.833.132,63	347.407.606,21	42,86%
Enersis	113.105.460,79	463.188.098,98	57,14%
YPF	28.276.943,07	28.276.943,07	2,44%
YPF Bolivia	0,00	90.413.519,05	7,81%
PAE	56.553.886,16	225.896.686,16	19,51%
PPP	30.476,33	30.476,33	0,00%
Enersis	0,00	2.905.355,04	0,25%
Total	282.799.899	1.158.118.684,24	100%

- El 19 de septiembre de 2014 Enersis, ELA, IDS e YPF recibieron de PAE oferta irrevocable de acuerdo de capitalización, con una validez de 70 días (hasta el 28 de noviembre de 2014).
- El 22 de septiembre de 2014 YPF aceptó de forma irrevocable la oferta de PAE.

### III. Antecedentes Revisados por el Comité de Directores.

El Comité de Directores tuvo en consideración los siguientes informes:

<sup>1</sup> Es probable que Endesa, S.A. sea reemplazada por Enel Energy Europe, de acuerdo a la operación en curso anunciada por Enel SpA.

1. Informe de Evaluador Independiente de fecha 30 de septiembre de 2014 emitido por IM Trust Asesorías Financieras S.A. (en adelante “IM Trust”).
2. Informe de Evaluador Independiente de fecha 02 de octubre de 2014 emitido por Itaú BBA de Banco Itaú Chile (en adelante “IBBA”).

En opinión de este Comité de Directores, ambos 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.

El trabajo de IM Trust e IBBA como “evaluadores independientes” se enmarca en los términos del artículo 147 de la LSA, norma que establece que en su informe, los evaluadores independientes deben informar a los accionistas respecto de las condiciones de la operación, específicamente si tiene por objeto contribuir al interés social, y si ésta se ajusta en precio, términos y condiciones a aquéllas que prevalezcan en el mercado al momento de su aprobación, sus efectos y su potencial impacto para la sociedad, así como pronunciarse acerca de los puntos que el Comité de Directores o el Directorio, en su caso, hayan solicitado expresamente que sean evaluados.

**a. Informe de Evaluador Independiente IM Trust.**

Con fecha 30 de septiembre de 2014, el evaluador independiente IM Trust, designado por el Comité de Directores del Directorio de Enersis, emitió un informe en virtud del cual estima el valor de mercado de los créditos que Endesa Latinoamérica tiene contra Central Dock Sud, debiera encontrarse en el rango de USD 21,1 millones y USD 23,6 millones. Lo anterior se explica porque dichos créditos permitirían a Enersis participar del 29,24% de la propiedad de CDS post capitalización (alcanzando una participación total de 40,25% en CDS) y además recibir AR\$ 88 millones de amortización de capital debiendo, por otro lado, enfrentar ciertas cargas tributarias asociadas a la compra y capitalización que deben descontarse del precio a pagar. Con todo lo anterior, el rango sugerido por IM Trust para la compra de los créditos en cuestión es entre USD 21,1 millones y USD 23,6 millones.

La metodología utilizada consistió en realizar un flujo de caja descontado de CDS, ponderarlo con 3 escenarios conservadores, a fin de obtener el valor del patrimonio de esa compañía sin deuda, y así poder calcular el valor del 29,24% de la compañía capitalizada.

Adicionalmente, se analizaron otros escenarios optimistas, valorizaciones referenciales utilizando múltiplos y la valoración implícita derivada del aporte de activos de PAE, los cuales no fueron utilizadas para la obtención del rango de valor de IM Trust, pero que se encontraban muy por encima del valor base.

**b. Informe de Evaluador Independiente Itaú BBA de Banco Itaú Chile (IBBA).**

Con fecha 2 de octubre de 2014, el evaluador independiente IBBA, designado por el Directorio de Enersis, emitió un informe en virtud del cual estima que el valor de mercado de las deudas que Endesa Latinoamérica tiene contra CDS están en el rango de USD 20,1 millones y USD 50,7 millones. IBBA sostiene que en las condiciones actuales CDS ya está liquidada y por tanto Enersis y el resto de los accionistas han perdido todo el valor económico de esa compañía, por lo que la operación de compra de los créditos que posee ELA permitirían a Enersis participar del 40,25% de



CDS post capitalización y además recibir AR\$ 88 millones de amortización de capital desde CDS, debiendo por otro lado pagar ciertos impuestos en Argentina y Chile asociados directamente a la compra y capitalización de estos créditos, montos que deben descontarse del precio a pagar a ELA. Considerando todo lo anteriormente mencionado, IBBA indica que la compra de los créditos genera valor para Enersis si se realiza por un valor menor a USD 33,8 millones.

La metodología utilizada consistió en realizar un flujo de caja descontado de CDS a fin de obtener el valor de la firma, y así poder calcular el valor del 40,25% de la compañía post-capitalización.

Adicionalmente, se analizaron otros escenarios de flujo de caja descontados optimistas, múltiples de mercado de compañías comparables, transacciones anteriores similares y valorizaciones independientes de CDS (valor del aumento de capital de Enersis y valor del aporte en activos de PAE). Cabe destacar que tampoco estos valores no fueron utilizados en la obtención del rango de valor propuesto por IBBA, con valores muy superiores al rango.

#### **IV. Pronunciamiento.**

Como se señaló anteriormente, el artículo 147 de la LSA establece que el criterio para aprobar una operación con parte relacionada es que la operación contribuya al interés social y se ajuste en precio, términos y condiciones a aquéllas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación. A continuación nos referiremos a ambos puntos.

##### **a. Contribución al interés social.**

En opinión de este Comité de Directores, para Enersis sería positivo desde un punto de vista estratégico y de negocios, adquirir los créditos que ELA tiene contra CDS y posterior capitalización en esta última compañía, sujeto a que la compra se haga a un precio de transferencia, términos y condiciones adecuados, punto respecto del cual nos referiremos en la siguiente sección. Sujeto a lo anterior, creemos que la operación propuesta sí contribuye al interés social.

El Comité hace presente que, para que la operación propuesta contribuya al interés social se requiere que, además del calce estratégico y de negocios antes referido, haya creación de valor y que las condiciones y términos sean convenientes para Enersis.

A continuación se mencionan las principales razones por las cuales creemos que la operación propuesta contribuye al interés social de Enersis, desde una perspectiva estratégica y de negocios:

- i. CDS es un relevante activo de generación en el mercado eléctrico argentino, siendo una pieza clave en el abastecimiento eléctrico de Buenos Aires.
- ii. La operación permitirá a CDS quedar sin deuda, lo que eliminará la pérdida por diferencia en cambio que le genera el pasivo en USD que hoy tiene.
- iii. La operación permitirá revertir la situación de patrimonio negativo en CDS, gracias a la reconstitución de capital y a las utilidades que generan las condonaciones de intereses. Adicionalmente, recibirá dinero en caja en el contexto de la capitalización.



- iv. En el último tiempo, la regulación eléctrica argentina ha mostrado algunos cambios positivos, migrando desde un sistema marginalista intervenido a un sistema de costo medio, como por ejemplo la Resolución SE 529, publicada en mayo 2014, la que ha permitido mejorar la remuneración de CDS y por tanto la mejora de sus resultados.
- v. Enersis recibirá el pago de AR\$ 88 millones como consecuencia de la operación, como parte del acuerdo de capitalización cuyo destino se definirá por el directorio.
- vi. La operación permite reforzar el posicionamiento del Grupo Enersis en Argentina en el sector eléctrico, donde participa a través de Endesa Costanera, El Chocón, Edesur, Cemsa, Yacylec, Compañía de Transmisión del Mercosur (CTM) y Transportadora de Energía S.A. (TESA). Durante el 2013, el conjunto de las operaciones en Argentina le reportaron a Enersis el 9,1% de su EBITDA consolidado.
- vii. La operación es atractiva para otros terceros no relacionados con Enersis que asignan valor a CDS. Este es el caso de PAE al capitalizar en efectivo y de un banco de inversión en valoraciones de Enersis por suma de partes.
- viii. La forma en que se realiza la operación ratifica el compromiso hecho por los controladores de Enersis de convertir a esta compañía en vehículo único de inversión en Sudamérica en energía convencional.
- ix. Solidifica la relación con los socios en CDS (YPF y PAE), siendo ambos importantes actores en el sector de hidrocarburos en Argentina.

**b. Precio de mercado y demás términos y condiciones.**

i. Precio de mercado

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

	Fecha	Valor créditos	Metodología
IM Trust	30/09/2014	21,1 a 23,6 MMUSD	Rango de valores derivados de metodología de flujo de caja descontado de CDS, ponderado al 50%, promediado con otros 3 escenarios más conservadores (en conjunto promedian 50%), considerando que una vez terminada la capitalización los créditos le permitirán a Enersis acceder al 29,24% de los flujos de CDS, más el repago de AR\$ 88 millones desde Argentina a tipo de cambio oficial, menos el pago de impuestos en Chile por la plusvalía del crédito respecto de la capitalización (una vez) y menos el pago anual de impuestos a los bienes personales en Argentina de 0,5% del capital.
IBBA	02/10/2014	Menos de 33,8	Rango de valores derivados de metodología de flujo

		MMUSD	de caja descontado de CDS, considerando que una vez terminada la capitalización los créditos le permitirán a Enersis acceder al 40,25% de los flujos de CDS, más el repago de AR\$ 88 millones desde Argentina a tipo de cambio oficial, menos el pago de impuestos en Chile por la plusvalía del crédito (una vez) y menos el pago anual de impuestos a los bienes personales en Argentina de 0,5% del capital.
--	--	-------	--

Los miembros del comité comparten la metodología planteada por ambos evaluadores para llegar al cálculo del valor de los créditos en los siguientes conceptos:

- Flujo de caja descontado es la mejor metodología para obtener el valor de una compañía
- Se debe adicionar el monto que recibe Enersis por repago de deuda adquirida (AR\$ 88 millones).
- Se deben deducir los impuestos a pagar en Chile y Argentina directamente asociados a la operación.
- Se asume canal cambiario abierto a tipo de cambio oficial a la fecha de los informes de los evaluadores independientes.

Las diferencias entre las opiniones de los miembros de este comité se basan principalmente en los siguientes conceptos:

- Porcentaje a adquirir por Enersis de CDS post-capitalización,
- Flujo de caja descontado caso base o caso base ponderado con escenarios conservadores.

#### c. Conclusiones

Con todo lo anterior los rangos de valor de mercado para la compra de los créditos que ELA tiene contra CDS recomendados por cada uno de los miembros de este comité son los siguientes:

	Valor mínimo (MMUSD)	Valor máximo (MMUSD)
Hernán Somerville S.		27,8
Leonidas Vial E.	22,4	27,0
Rafael Fernández M.		23,8

Considerando todo lo anterior, la operación propuesta conducente a capitalizar Central Dock Sud sí contribuye al interés social de Enersis.



Hernán Somerville Senn  
 Rut: 4.132.185-7  
 Presidente del Comité de  
 Directores y Experto  
 Financiero

Leonidas Vial Echeverría  
 Rut: 5.719.922-9  
 Director

Rafael Fernández Morandé  
 Rut: 6.429.250-1  
 Director