



UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN

¿ES ESPERABLE LA APROBACIÓN DEL AUMENTO DE CAPITAL?

AUMENTO DE CAPITAL ENERSIS S.A.

SEMINARIO PARA OPTAR AL TÍTULO DE
INGENIERO COMERCIAL,
MENCION ADMINISTRACIÓN

PARTICIPANTE:
JAVIER FERNÁNDEZ LOZIER

DIRECTOR:
SR. JOSÉ LUIS RUIZ V.

SANTIAGO DE CHILE - DICIEMBRE 2012

SEMINARIO DE TÍTULO

AUMENTO DE CAPITAL ENERSIS S.A.

RESUMEN EJECUTIVO

El presente estudio aborda los temas relacionados con la operación de Aumento de Capital propuesta en la Junta de Directorio de Enersis S.A. el 25 de Julio de 2012, por parte del socio controlador de la compañía, Endesa España S.A., cuyo valor inicial fue estimado en MMUS\$ 8.020 según el peritaje que encargó dicha entidad al Sr. Eduardo Walker.

Tras el anuncio, los títulos de Enersis reflejaron una caída de 12,49% en el precio de la acción, arrastrando consigo al IPSA e IGPA, índices que cayeron 1,39% y 1,05% respectivamente - dado el peso relativo de la compañía en la Bolsa de Valores de Santiago, que a la fecha se encontraba en torno a 6,2%. La polémica generada en torno al anuncio, convino en la reacción de los accionistas minoritarios de la empresa, entre los que se encuentran los Fondos de Administración de Pensiones (AFP) Chilenos con el 12,99% de la propiedad, señalando que habrían diferencias en relación a la valorización de los activos por MMUS\$ 4.862, que el controlador propuso suscribir para el aumento de Capital, y el destino del *efectivo* que debían aportar los minoritarios cuyo valor ascendía a MMUS\$ 3.158.

A partir de los hechos mencionados, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) indicó que la operación debía ser revisada por el Comité de Directores y el Directorio de Enersis, cumpliendo de manera estricta las normas establecidas en los artículos 15, 67 y Título VXI de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA). En consecuencia, cada organismo encargó nuevos estudios a Claro y Asociados e IM Trust, respectivamente; a modo de determinar los montos que cada parte debía suscribir a la operación. Los resultados contemplaron distintos enfoques en cada caso, el estudio de IM Trust determinó un rango del porcentaje que representaría Cono Sur de la capitalización de mercado de Enersis, donde el Flujo de Caja Descontado (DCF por sus siglas en inglés) de dicha sociedad vehículo se ajustaría al *premio/descuento* implícito en el precio de realización del aumento de capital, respecto del valor por DCF de Enersis – señalando que éste se ajustaría a 13,5% si se calcula un DCF de Enersis por MMUS\$ 14.836, mientras que al considerar el valor bursátil de la compañía al 23 de Octubre de 2012 el descuento sería de 25%. Dicha ecuación se aplicó al DCF de las participaciones MMUS\$ 4.709 para así obtener un valor de mercado implícito que oscilaría entre MMUS\$ 3.445 y MMUS\$ 3.621 – dado esto, las participaciones de Cono Sur como porcentaje del valor bursátil de Enersis se encontraría entre 30,9% y 32,5%. Por su parte, el estudio de Claro y Asociados valorizó Enersis por suma de partes, determinando un descuento de 19,65% que fue aplicado al DCF de las participaciones de Cono Sur para la obtención del valor de mercado el que se determinó en MMUS\$ 3.870 y con ello el porcentaje de las participaciones ascendería a 34,97% de la capitalización bursátil

de Enersis. Adicionalmente, utilizó el múltiplo EV/EBITDA para Enersis y lo ponderó por la suma del EBITDA de las participaciones sobre la capitalización bursátil de Enersis, en dicho caso el valor sería de MMUS\$ 3.912 que establecería un porcentaje de 35,35%.

A raíz de las valorizaciones encargadas por los distintos organismos involucrados en la compañía, las AFP y Endesa llegaron a un acuerdo el día 7 de Diciembre de 2012; en el cual el accionista controlador se acogería al compromiso de mantener indemne a Enersis respecto de los daños derivados de contingencias tributarias, y de materializarse la operación: Endesa Latinoamérica se convertiría en el único vehículo de inversión en la región a excepción de los proyectos de Energía Renovables No Convencionales (ERNC), para así eliminar el conflicto de interés que subyace producto de la existencia de 2 entes que cumplen con la misma finalidad, actualmente.

En el estudio, se observó que el aporte de los activos que suscribiría el controlador de Enersis, mejoraría la diversificación de la cartera actual, aumentando su exposición en mercados con mayor potencial como el caso de Brasil y Colombia, generando un mayor equilibrio del EBITDA. En el mismo sentido, Enersis aumentaría su interés económico en 12 empresas, reduciendo la diferencia entre el EBITDA consolidado actual (100%) y el resultado neto atribuible (43%). Luego, es esperable que se incrementen las utilidades netas de la empresa en MMUS\$ 356, aumentando de 43% a 63% el resultado neto. Con ello, se esperaría un incremento de 52% de los dividendos recibidos por Enersis, en comparación al año 2011, por un monto de MMUS\$ 237.

De materializarse la operación, mejoraría la liquidez de la acción aumentando el capital flotante en torno al 50% dependiendo del porcentaje de suscripción de activos, esto podría derivar en un incremento en el volumen negociado tanto en la Bolsa de Valores de Santiago como en el caso de los ADR en Nueva York. Adicionalmente, la compañía aumentaría su peso relativo en el IPSA al posicionarse como la segunda compañía más grande en términos de capitalización bursátil y la de mayor ponderación en el índice.

En síntesis, es esperable la aprobación del Aumento de Capital de Enersis en la junta programada para el día 20 de Diciembre de 2012, a partir de los antecedentes estudiados y las condiciones establecidas entre las partes involucradas según el acuerdo del 7 de Diciembre de 2012. Adicionalmente, se espera que tras su materialización, la operación convenga en convertir a Enersis como el principal agente energético – en generación y distribución - de Latinoamérica.

TABLA DE CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	3
TABLA DE CONTENIDOS	5
1. ANTECEDENTES	7
ENERSIS EN LA ACTUALIDAD	7
FACTORES DE RIESGO - ENERSIS	9
PRECIO DE ACCIÓN DE ENERSIS S.A.	11
DIRECTORIO DE ENERSIS CONVOCA A JUNTA EXTRAORDINARIA DE ACCIONISTAS PARA APROBAR AUMENTO DE CAPITAL	13
SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS CALIFICA LA TRANSACCIÓN COMO “OPERACIÓN ENTRE PARTES RELACIONADAS”	14
SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS TRASPASA RESPONSABILIDAD AL DIRECTORIO DE ENERSIS S.A. SOBRE CÓMO PROCEDER CON LA OPERACIÓN	16
NUEVOS INFORMES DE VALORACIÓN DE ACTIVOS	19
SE CONVOCA A JUNTA EXTRAORDINARIA DE ACCIONISTAS EL 20 DE DICIEMBRE DE 2012 PARA APROBAR EL AUMENTO DE CAPITAL	20
ENDESA Y LAS AFP LLEGAN A UN ACUERDO	22
2. AUMENTO DE CAPITAL	24
ORIGEN	24
LA TRANSACCIÓN	25
USO DE LOS FONDOS PROVENIENTES DEL AUMENTO DE CAPITAL SEGÚN PROPUESTA INICIAL	27
PROCESO DE APROBACIÓN	28
PARTICIPACIONES EN FILIALES LATINOAMERICANAS A SER CONTRIBUÍDAS	30
ESTRUCTURA DE ENERSIS S.A. POST-TRANSACCIÓN	31
IMPLICANCIAS ESTRATÉGICAS DEL AUMENTO DE CAPITAL	32
IMPLICANCIAS FINANCIERAS ESPERADAS DEL AUMENTO DE CAPITAL	35
3. PARTES INVOLUCRADAS	37
ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE ENERSIS S.A. PRE-TRANSACCIÓN	37
ACCIONISTAS MINORITARIOS	37
<i>Administradoras de Fondos de Pensiones Chilenas (AFP)</i>	37
AFP Capital S.A.	37
AFP Cuprum S.A.	39
AFP Hábitat S.A.	39
AFP Modelo S.A.	40
AFP Planvital S.A.	42
AFP Provida S.A.	42
ADR	43
4. INFORMES DE VALORIZACIÓN DE ACTIVOS	44
RESULTADOS	45
INFORME PERICIAL EDUARDO WALKER HITSCHFELD	46
INFORME PERICIAL CLARO Y ASOCIADOS	48
INFORME PERICIAL IM TRUST	50
CONCLUSIONES	52
BIBLIOGRAFÍA	54

ANEXOS	57
1. TABLAS	57
2. GRÁFICOS	67
3. DIAGRAMAS	74
4. GLOSARIO	75
5. PERITAJE EDUARDO WALKER HITSCHFELD	77
<i>Valorización por Sociedades</i>	77
<i>Metodología General</i>	77
<i>Fuentes Utilizadas en el Informe</i>	79

1. ANTECEDENTES

Con fecha 18 de Junio de 2012, el controlador de Enersis, Endesa S.A. a través de su filial Endesa Latinoamérica, envió una carta al Presidente del Directorio de Enersis donde propuso un aumento de capital de la Sociedad.

ENERSIS EN LA ACTUALIDAD

Enersis S.A. es una empresa multinacional de energía eléctrica, con un portfolio de activos que tiene presencia en cinco países Latinoamericanos. Es el principal operador eléctrico privado en Generación con 14.832MW de potencia instalada a Diciembre de 2011, de la cual 58% corresponde a generación hidráulica, 37% a Ciclos Combinados de Generación Térmica (CCGT) a fuel/gas, 4% carbón y 1% eólica. Durante 2011 produjo 56,9 TWh de energía. A su vez, es el principal operador en distribución eléctrica con 13,7 millones de clientes y 69,6 TWh de energía distribuida. Participa también en actividades de interconexión como es el caso de Argentina y Brasil (CIEN), donde posee una línea de transmisión que se extiende por 1.000 kilómetros con una capacidad de transporte de 2.100 MW.¹

En Chile, Enersis es además un importante agente de gas natural, dada su participación en el terminal de regasificación de Gas Natural Licuado (GNL) de Quintero, y también en los Gasoductos de Atacama y Tal Tal, entre otros. Al cierre de 2011, Enersis empleó a 10.884 personas de manera directa, y contabilizó un promedio mensual de 8.000 trabajadores contratistas.²

Desde 1992, la empresa ha desarrollado un proceso de expansión internacional a través de sucesivas operaciones de crecimiento tanto orgánico como inorgánico. Por medio de éstas, se adquirieron activos por sobre 11.000 MW y agregando por ende a su cartera 6,7 millones de clientes. Lo anterior convino en que Enersis aumentara su EBITDA de MMUS\$ 94 (1991) a MMUS\$ 4.399 (2011), capturando una cartera de clientes que se aproxima a 14 millones. Adicionalmente, las ventas en distribución se incrementaron desde 5 TWh a 70 TWh en el período señalado, y en términos de generación consolidó una potencia instalada de 13,8 GWh.

¹ Fuente: Enersis

² Fuente: (Enersis S.A., 2011)

Durante el proceso de expansión y creación de valor, Endesa pasó a ser controlador de Enersis, lo que explicaría que en la actualidad existan numerosas sociedades del holding en las que Endesa tiene participación directa. Por ello, actualmente existen dos vehículos de gestión y desarrollo para la región – esto podría incorporar incertidumbre en las perspectivas futuras de Enersis, tal como se ha visto reflejado en los factores de riesgo de los informes 20-F de la Sociedad.³

³ Ver Factores de Riesgo - Enersis

FACTORES DE RIESGO - ENERSIS

Las empresas que forman parte de Enersis se encuentran expuestas a determinados riesgos que son gestionados a través del uso de sistemas de identificación, medición, acotamiento de concentración y supervisión. En su política de riesgo, se puede destacar que los principios básicos que define el holding para estas materias pretenden ceñirse a las normas de buen gobierno corporativo y cumplir de manera estricta con el sistema normativo de la empresa. A su vez, el comité de Riesgos de la sociedad, es el ente encargado de definir, aprobar y actualizar los principios básicos en lo que se deben basar las operaciones relacionadas a ésta materia. Dado lo anterior, el Gobierno de los Riesgos funciona a través del control y gestión de riesgos de forma independiente. Es por esto que cada unidad de la compañía define los mercados y productos en los que puede operar de acuerdo a sus capacidades para asegurar una gestión eficaz del riesgo, así como los criterios sobre contrapartes y los operadores autorizados. En tanto, los límites de los negocios son ratificados por el Comité de riesgos de Enersis.⁴

En relación al **riesgo de tasa de interés**, se entiende que las variaciones de éstas modifican el valor razonable de los activos y pasivos que devengan una tasa de interés fija, así como los flujos futuros que están influenciados por tasas de interés variables. En tales materias, el objetivo de la gestión de riesgo es alcanzar un equilibrio estructural de la deuda, minimizando su costo con una volatilidad reducida en el estado de resultados – por ello, la política de cobertura de tasa de interés establece que el porcentaje de deuda fija sobre la deuda neta total se situaría en 62% al 31 de Diciembre de 2011.

En relación al **riesgo de tipo de cambio**, corresponde fundamentalmente a las transacciones de deuda denominada en moneda extranjera, pagos a realizar en mercados internacionales producto de la adquisición de insumos asociados a los proyectos, ingresos vinculados a la evolución del dólar, flujos de filiales extranjeras a la matriz en Chile que se encuentren expuestos a la variación del tipo de cambio. Dado lo anterior, la política de cobertura de tipo de cambio es en base a flujos de caja y persigue minimizar la exposición de los flujos al riesgo de variaciones en el tipo de cambio, por medio de swaps de moneda y forward de tipo de cambio.

En relación al **riesgo de commodities**, Enersis se encuentra expuesto al riesgo de variación en la compra de combustibles para los procesos de Generación, y operaciones de compra/venta de energía que realiza en mercados locales. Sobre las condiciones operativas del mercado de Generación Eléctrica en Chile, sequía y precio volátil del petróleo, Enersis manifiesta que se encuentra en

⁴ Fuente: Enersis

permanente revisión de la conveniencia de tomar coberturas al precio del *Brent*. Sin embargo, al 31 de Diciembre de 2011 no existen instrumentos de cobertura vigentes, y las que existieron anteriormente fueron por montos poco significativos.

En relación al riesgo de liquidez, el grupo mantiene una política que consiste en la contratación de facilidades de crédito a largo plazo comprometidas, e inversiones financieras temporales – éstos por montos que permitan soportar las necesidades proyectadas en una situación determinada, acorde a las expectativas de los mercados de capitales y deuda. En base a lo anterior, Enersis al 31 de Diciembre de 2011 presenta una liquidez de MMCL\$ 1.219.921,268 en efectivo y MMCL\$ 238.832 en líneas de crédito de largo plazo disponibles incondicionalmente. Al 31 de Diciembre de 2010, la liquidez de la empresa era correspondía al monto de MMCL\$ 961.355,037 en efectivo y MMCL\$ 242.750 en líneas de crédito.

En relación a los **activos de carácter financiero**, las inversiones de excedentes de caja se realizan en entidades financieras locales e internacionales con calificación de riesgo equivalente a grado de inversión. La selección de Bancos para las inversiones, considera aquellos que tengan al menos 2 calificaciones Investment Grade según Moody's, S&P y Fitch. Asimismo, las colocaciones se encuentran respaldadas con bonos del tesoro de los países en que opera. La contratación de derivados se realiza con entidades con alto nivel de solvencia, de manera que cerca del 80% de las operaciones son con entidades cuyo rating es no menor a A-.

La medición del **Valor en Riesgo de las posiciones de deuda y derivados financieros de Enersis** son representadas mediante la posible pérdida de valor de la cartera de posiciones en el plazo de un día con 95% de confianza. Para tales fines, el estudio de la volatilidad de las variables de riesgo que afectan la cartera incorpora: la tasa de interés Libor del Dólar Estadounidense, índices locales relativos a las prácticas bancarias, y tipos de cambio. En el mismo sentido, se destaca el hecho que la generación de posibles escenarios futuro de los valores de mercado –tanto spot como a plazo– se realiza mediante *Bootstrapping*. Dado lo anterior, el Valor en Riesgo de las posiciones señaladas a Diciembre 31 de 2011, en el desglose es: MMCL\$ 41.560,004 en tipo de interés, MMCL\$ 3.602,591 en tipo de cambio, totalizando MMCL\$ 44.852,545.⁵

⁵ Ver Tabla 1.25 Value at Risk - Enersis en Anexos

PRECIO DE ACCIÓN DE ENERSIS S.A.

Tras el anuncio de aumento de capital de Enersis, el día 26 de Julio de 2012, el precio de la acción de la empresa muestra un rendimiento negativo, inmediatamente luego de comenzar las operaciones en la Bolsa de Santiago, el que corresponde a una reducción de 12,98% a CL\$ 162,72; Endesa por su parte perdió un 4,23% a CL\$ 814. El descenso del holding arrastró al IPSA⁶ provocando un desacoplamiento de la tendencia mundial, en que las bolsas internacionales escalaban sobre 6% en la jornada tras los anuncios en los mercados europeos. Dicha baja tuvo una magnitud de 1,39% mientras que el IGPA cayó 1,05%.⁷ En este aspecto, es importante señalar que el efecto se produjo dado el peso relativo de los papeles de la compañía en el índice.⁸

En el curso de los meses posteriores al anuncio, el precio de las acciones de Enersis no logró recuperarse de la caída de 12,98% - situándose en un promedio que bordeó CL\$ 161,19 entre 26 de Julio de 2012 y 10 de Diciembre de 2012.⁹ Cabe señalar que al cierre de éste último, la Bolsa de Comercio de Santiago registró un descenso de 0,03% en el indicador IPSA, quedando en 4.135,71 puntos, en una jornada caracterizada por la elevada demanda de los títulos de Enersis y Endesa. Dentro de las mayores alzas, destacó la de Endesa en 2,20%¹⁰, siendo a su vez la compañía con mayor volumen de acciones transadas en 6,9 millones, por un valor total de MMCL\$ 5.211 equivalentes a MMUS\$ 11,55. Por su parte, el Inter¹¹ cerró con un incremento de 0,25% anotando 5.218,57 puntos¹².

De los antecedentes a considerar: según los resultados que presentó Enersis al tercer trimestre de 2012, se observó una contracción de 10,2% en el EBITDA en comparación al mismo ejercicio de 2011; totalizando MMCL\$ 526.308¹³. En el negocio de distribución el EBITDA alcanzó MMCL\$ 232.983, mostrando un incremento de 1,3% respecto al tercer trimestre de 2011 – esto debido a las alzas de los resultados operacionales en Chile (3,4%), Colombia (14,6%), y Perú (16,3%). Sin

⁶ Ver Gráfico 1.13 Variación IPSA (25 de Julio 2012 a 27 de Julio 2012) en Anexos

⁷ Fuente: (Diario Financiero, 2012)

⁸ Ver Gráfico 1.4 Peso relativo de los principales actores del índice IPSA (estimaciones al 24 de Julio, 2012) en Anexos

⁹ Ver

Gráfico 1.6 Precio acción Enersis tras anuncio Aumento de Capital (25 de Julio 2012 a 10 de Diciembre 2012) en Anexos

¹⁰ Ver Tabla 1.22 Principales Variaciones al cierre - 11 de Diciembre de 2012 (%) en Anexos

¹¹ Indicador que mide el rendimiento local de títulos cotizados en ADR (American Depositary Receipts) en Nueva York, a su vez es un componente importante del IPSA.

¹² Fuente: (EFE, 2012)

¹³ Ver Tabla 1.20 Resumen Resultado de Enersis - Tercer trimestre 2012 (cifras en millones de pesos) en Anexos

embargo, se observaron bajas en el caso de sus operaciones en Argentina (-17,1%) y Brasil (-12,9%). En tanto, el negocio de generación mostró un EBITDA de MMCL\$ 295.424 – 18,5% menor respecto del mismo período en 2011, ésta baja podría estar explicada por la disminución del EBITDA de Endesa (-10,9%) y sus filiales en Brasil (42,9%)¹⁴.

¹⁴ Ver Tabla 1.21 Resultados Enersis Tercer trimestre 2012 – EBITDA por País en Anexos

**DIRECTORIO DE ENERSIS CONVOCA A JUNTA EXTRAORDINARIA DE ACCIONISTAS
PARA APROBAR AUMENTO DE CAPITAL**

El día 25 de Julio de 2012, el Directorio de Enersis acordó convocar a Junta Extraordinaria de Accionistas para el 13 de Septiembre de 2012, con el objeto de tratar las materias relevantes a la operación propuesta por el socio controlador, Endesa España, de incrementar el capital social de la empresa en MMUS\$ 8.020, mediante la emisión del número de acciones de pago que determinase la Junta, para ser pagadas en efectivo o con el aporte en activos no dinerarios. Dicha emisión sería nominativa, de una misma serie especial sin preferencia y sin valor nominal. Señaló que las estimaciones periciales fueron llevadas a cabo por el Sr. Eduardo Walker Hitschfeld, cuyo informe determinó que el valor total de los activos suscritos se encontraba en torno a MMUS\$ 4.862. De tal forma, en la Junta convocada se acordaría el valor o precio de colocación de las acciones correspondientes al aumento de capital, y que se modificarían los estatutos sociales conforme a los acuerdos adoptados en la misma ocasión.¹⁵

En respuesta al Oficio Ordinario N° 18.306 - que solicitó complementar la información provista en el Hecho Esencial del día 25 de Julio de 2012, se remitió a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) la información provista por el Gerente de Finanzas de Enersis en una conferencia telefónica con agentes del mercado, que tuvo lugar el 26 de Julio de 2012. En relación a lo anterior, se informó que las posibles transacciones que se discutieron y que se encontraban sujetas a aprobación del Directorio de Enersis, se agrupaban en: (1) compra de minoritarios en filiales de Enersis por una inversión de MMUS\$ 3.000/4.000, (2) desarrollo de proyectos por MMUS\$ 7.000/9.000, y (3) oportunidades de fusiones y adquisiciones (M&A) por el monto de MMUS\$ 6.000/7.000 aproximadamente. Señaló que la suma de MMUS\$ 16.000/20.000 que se revisó en la conferencia telefónica, resultaría de las potenciales oportunidades de crecimiento. Respecto del voto de Endesa, expresó que cualquier consulta debía ser dirigida a la sociedad controladora de Enersis, y que el precio al que serían valorizados los activos de la sociedad, y el precio de suscripción de las acciones serían determinados en la Junta de Accionistas a desarrollarse el 13 de Septiembre de 2012.¹⁶

¹⁵ Fuente: (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 80, 2012)

¹⁶ Fuente: (Antoñanzas Alvear, Responde Oficio Ordinario N° 18.306, 2012)

**SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS CALIFICA LA TRANSACCIÓN COMO
“OPERACIÓN ENTRE PARTES RELACIONADAS”¹⁷**

En el comunicado de prensa del día 3 de Agosto de 2012, la Superintendencia de Valores y Seguros señaló que, el aumento de capital propuesto por Endesa, corresponde a una operación entre partes relacionadas de acuerdo a las consideraciones de:

- 1) El artículo 146 de la Ley 18.046: “Son operaciones con partes relacionadas de una sociedad anónima abierta toda negociación, acto, contrato u operación en que deba intervenir la sociedad y, además, alguna de las siguientes personas:
 - a. Una o más personas relacionadas a la sociedad, conforme al artículo 100 de la Ley 18.045.

- 2) El artículo 100 de la Ley de Mercado de Valores señala: “Son relacionadas con una sociedad las siguientes personas:
 - a. Las entidades del grupo empresarial al que pertenece la sociedad.”

- 3) El artículo 96 de la Ley de Mercado de Valores señala en el inciso 2º: “Forman parte de un mismo grupo empresarial:
 - a. Una sociedad y su controlador...”

- 4) El incremento de capital propuesto corresponde a una operación en la que Endesa Latinoamérica S.A. es controladora de Enersis S.A. y con ello se dan los elementos jurídicos que exige el artículo 146 de la Ley de Sociedades Anónimas, para esta clase de operaciones. Esto es, que las personas que intervienen son relacionadas, y, por otra parte, estarían realizando una operación solicitada por el controlador, que consiste en el aumento de capital en Enersis S.A., en la cual posee un control superior a un 60% del capital, y que pagaría con acciones que posee en diversas sociedades en Latinoamérica.

- 5) La aprobación de la operación supone la celebración del o de los contratos de suscripción y pago de las acciones, los cuales se celebran entre la sociedad y el accionista controlador o con las sociedades del mismo grupo. En consecuencia, y dado que existiría un contrato entre la sociedad y su controlador, se refuerzan los criterios para que la operación sea considerada como entre partes relacionadas de acuerdo al artículo 146 de la Ley de Sociedades Anónimas.

¹⁷ Fuente: (Superintendencia de Valores y Seguros, 2012) Página N° 2

Con respecto a las condiciones señaladas por Endesa Latinoamérica S.A., de aportar sus participaciones en sociedades y que los socios minoritarios de Enersis S.A. sólo podrían suscribir un incremento del capital en términos monetarios; se pone en evidencia el conflicto de interés que suscita la operación, ya que sólo el controlador estaría en condiciones de aportar participaciones societarias, y afectaría la conveniencia para el interés social de Enersis S.A., de agregar dichos bienes a sus activos y a qué valor. Dado esto, la Superintendencia de Valores y Seguros señaló que la operación debía ser revisada por el Comité de Directores y el Directorio de Enersis, cumpliendo de manera estricta las normas establecidas en los artículos 15, 67 y Título VXI de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA).

El 9 de Agosto de 2012, en su sesión extraordinaria – el Directorio de Enersis manifestó su intención de continuar con la propuesta que planteó inicialmente Endesa, complementando con los procedimientos pertinentes para los efectos de cumplir con las disposiciones contempladas en la LSA. Como consecuencia de lo anterior, se **resolvió postergar la convocatoria a Junta Extraordinaria de Accionistas prevista para el 13 de Septiembre de 2012**, y se acordó citar a una sesión de Directorio el día 22 de Agosto de 2012 a modo de adoptar las decisiones que correspondieran para dar cumplimiento a los procedimientos referidos por la SVS.¹⁸

En relación a otros acontecimientos, el día 28 de Agosto de 2012 Enersis S.A. comunicó la renuncia voluntaria del Sr. Alfredo Ergas, quien a la fecha ejercía el cargo de Gerente Regional de Finanzas y se había incorporado a la organización en 1993. Según lo expuesto en el comunicado de prensa¹⁹, las razones de la renuncia fueron de carácter personal y se esperaba el nombramiento de un sustituto por parte del Directorio en el curso de los días posteriores.

¹⁸ Fuente: (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 105, 2012)

¹⁹ Fuente: (Enersis S.A., 2012)

SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS TRASPASA RESPONSABILIDAD AL DIRECTORIO DE ENERSIS S.A. SOBRE CÓMO PROCEDER CON LA OPERACIÓN²⁰

El 30 de Agosto de 2012, el Superintendente de Valores y Seguros Sr. Fernando Coloma, indicó a la compañía de qué manera debía proceder con la operación, cumpliendo con las exigencias mínimas que se establecen con respecto al caso. En su anuncio, fue enfático en señalar que la aplicación de las medidas es una responsabilidad indelegable que debería asumir el Directorio de Enersis S.A.

Acerca del criterio del oficio N° 9.914 de Abril de la Superintendencia - que trata sobre la Exclusión de Directores, correspondía citar a una Junta Extraordinaria de Accionistas para aprobar la operación. El regulador señaló que los directores involucrados, que hayan sido designados con el voto del controlador, debían hacer público su parecer con respecto al aumento de capital si esto fuese requerido por el Directorio. Sin embargo, al tratarse de un comité, éste debía examinar los antecedentes y emitir un informe correspondiente. En caso que debiese ser tratado en una Junta de Accionistas; se podrían establecer puntos adicionales al informe del perito encargado por el directorio y designar un evaluador independiente adicional si no existiese acuerdo en la nominación²¹.

Sobre la misma discusión, Enersis S.A. tenía la inquietud acerca de: (1) cuál sería el contenido de la propuesta que el Comité de Directores requería para informar, y (2) la designación de evaluadores independientes para determinar el valor de los activos a suscribir. La respuesta de parte de la Superintendencia señaló que la información requerida correspondía a los antecedentes que guardaban relación con la propuesta del Directorio e informes de evaluadores que designase el comité. En cuanto al informe que debía emitir, correspondía determinar si la operación tendría por objeto contribuir al interés social y de todos los accionistas, y si existe un ajuste adecuado al precio y las condiciones de mercado. La forma y contexto bajo los que los evaluadores independientes deberían realizar su informe - acerca del impacto de la operación, correspondía a la evaluación de las cláusulas del aporte que suscribiría Endesa Latinoamérica (ELA), determinando su magnitud, finalidad y uso, y los efectos que pudiese generar tanto a nivel de la organización como en la industria en que opera.

Luego, la Superintendencia indicó que es **el directorio** quien debía decidir acerca de llamar/citar a Junta antes que el Comité emitiera un informe – así, debía ceñirse a la decisión de designar evaluadores independientes tal como lo hiciera el Comité a partir de los peritajes encargados por el

²⁰ Fuente: (Coloma Correa, 2012)

²¹ La norma de exclusión del comité de directores rige en la medida que contribuya al principio de maximizar la información disponible para el directorio, accionistas e inversionistas en general.

directorio. En la misma dirección, la SVS señaló que el estudio realizado por Eduardo Walker sería válido y/o vigente sólo si el directorio así lo estimase.

Con respecto a los plazos de emisión de los informes, la autoridad explicó que el directorio y el comité debían actuar con prudencia y razonabilidad dentro de un plazo adecuado, tomando en consideración la envergadura y complejidad de la operación, y que en todo caso deberá considerar que el comité tenga tiempo suficiente para realizar un análisis acabado de los informes.

Finalmente, la SVS señaló que “la sociedad deberá adoptar todas las medidas necesarias para el resguardo patrimonial de la sociedad y de los accionistas concurrentes” en base a la factibilidad de ajustar los contratos de suscripción a la condición de **no sobrepasar el 65% de concentración de la propiedad**, según dictan los estatutos de la sociedad.

En la sesión de Directorio celebrada el 31 de Agosto de 2012, los directores señores Pablo Yrarrázabal (Presidente), Andrea Brentan (Vicepresidente), Rafael Miranda Robredo, Hernán Somerville Senn, Leonidas Vial Echeverría y Eugenio Tironi Barrios; declararon tener interés en la transacción propuesta por el controlador de Enersis – en vista que fueron designados con el voto de éste. Lo anterior se acogía a los términos del artículo 147 de la LSA, atendiendo a lo dispuesto en el Oficio Ordinario N° 21.001 que emitió la SVS el 29 de Agosto de 2012. Por su parte, se informó al Superintendente que el Gerente General de Enersis, Sr. Ignacio Antoñanzas Alvear, declaró también tener interés en la operación, y que en vista de aquello el Directorio definió los parámetros para que el Gerente General estuviera habilitado a actuar en relación con la transacción. Finalmente, se indica que el Directorio acordó continuar con el Aumento de Capital y que para tales efectos habría iniciado el proceso de selección de evaluadores independientes, sin perjuicio de lo que resolviera el Comité de Directores en su oportunidad.²²

Tras las indicaciones de la SVS, el 5 de Septiembre de 2012, el Directorio de Enersis – en su sesión extraordinaria; designó a la empresa IM Trust como evaluador independiente en razón de la calidad técnica y profesional de ésta.²³ Posteriormente, el día 7 del mismo mes; el Comité de Directores de Enersis decidió contratar a la empresa Claro y Asociados Ltda., como evaluador independiente del Aumento de Capital - aludiendo a su independencia de la compañía y la ausencia de conflictos de interés, en cumplimiento de las formalidades que establece el título XVI de la LSA.²⁴

²² Fuente: (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 109, 2012)

²³ Fuente: (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 114, 2012)

²⁴ Fuente: (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 115, 2012)

El 20 de Septiembre de 2012, el controlador de Enersis - Endesa España, puso a disposición de los accionistas las presentaciones referentes al *Roadshow* que trataba los puntos fundamentales del aumento de capital. En síntesis, sostuvo que Endesa Latinoamérica tiene un portafolio de activos único con operaciones en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú – totalizando una cartera de 13,8 millones de clientes y una capacidad instalada en torno a 15.835MW. Estableció que la región ofrece importantes oportunidades de crecimiento, tanto orgánicas como a través de eventuales transacciones. Indicó que las operaciones de Endesa en la región están condicionadas a 2 compañías holding, bajo una estructura sub-óptima, por cuanto la operación de Aumento de Capital reforzaría a Enersis como el único vehículo de Inversión de Endesa en Latinoamérica. Por su parte, el destino de los fondos monetarios obtenidos en la operación, serían destinados a la compra de participaciones minoritarias, oportunidades de *M&A*, y la eventual financiación de proyectos *Greenfield*.²⁵

²⁵ Fuente: (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 117, 2012)

NUEVOS INFORMES DE VALORACIÓN DE ACTIVOS

En la sesión extraordinaria de Directorio, celebrada el 24 de Octubre de 2012, el Comité de Directores de Enersis recibió formalmente el informe de la empresa Claro y Asociados, la que fue designada el 7 de Septiembre de 2012 para llevar a cabo un estudio de valoración de los activos a ser suscritos por el controlador. Por su parte, el Directorio recibió conforme el estudio encargado a IM Trust para los mismos fines, que posteriormente fueron puestos a disposición de los accionistas en las oficinas sociales y la web corporativa de la empresa.²⁶

En el comunicado del día 30 de Octubre de 2012, se dio a conocer el informe emitido por el Comité de Directores de Enersis, en el que se pronunció acerca de los términos en que la operación de aumento de capital fue planteada originalmente por el controlador de la compañía. En esa oportunidad, el comité determinó la conveniencia estratégica y financiera de adquirir los activos que Endesa suscribiría – sujeto a que se hiciese a un precio de transferencia, términos y condiciones adecuados. Se dejó constancia, a petición del miembro del comité señor Rafael Fernández Morandé, que respecto de que sea de beneficio para todos los accionistas, la controversia pública que generó el anuncio es una señal de que existe un grupo importante de accionistas minoritarios que no consideran beneficiosa la transacción. Respecto de esto último, los miembros del comité, Sr. Hernán Somerville y Sr. Leonidas Vial, señalaron que es erróneo afirmar que hubo un precio propuesto, ya que la evaluación realizada por el Sr. Walker contempla una valoración de activos y no un precio. En el mismo sentido, establecen que se dio cuenta de un rango implícito cuya cota superior fue el informe pericial. En tanto, se indicaron los valores referentes a los rangos en discusión que, en opinión del Sr. Hernán Somerville éstos deberían situarse entre MMUS\$ 3.538 y MMUS\$ 3.935. Por su parte, el Sr. Leonidas Vidal señala que en condiciones de mercado los valores oscilarían entre MMUS\$ 3.555 y MMUS\$ 3.700, y finalmente el Sr. Rafael Fernández establece una cota superior de MMUS\$ 3.452.²⁷

El día 31 de Octubre de 2012, Enersis comunicó al superintendente de Valores y Seguros que los directores de la empresa habrían emitido respectivamente las opiniones individuales establecidas por el número 5 y 6 del artículo 147 de LSA, relativas al aumento de capital.²⁸

²⁶ Fuente: (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 139, 2012)

²⁷ Fuente: (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 141, 2012)

²⁸ Fuente: (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 142, 2012)

**SE CONVOCA A JUNTA EXTRAORDINARIA DE ACCIONISTAS EL 20 DE DICIEMBRE DE
2012 PARA APROBAR EL AUMENTO DE CAPITAL**

En la sesión de directorio celebrada el 6 de Noviembre de 2012, se acordó convocar a Junta Extraordinaria de Accionistas para el 20 de Diciembre de 2012, a fin de que ésta se pronunciase sobre el aumento de capital, adicionalmente – señala, se tratarán materias no vinculadas a la operación. La finalidad de convocar a dicha junta es aprobar la operación conforme al título XVI de la Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas (LSA), ésta implicaría aumentar el capital social en un monto comprendido entre MMUS\$ 5.915 y MMUS\$ 6.555 al tipo de cambio establecido en CL\$ 482,29 por US\$ 1, mediante la emisión del número de acciones de pago que serían determinadas al efecto. Señala que la emisión de acciones sería nominativa y ordinaria de una misma serie especial, sin preferencia ni valor nominal, denominada **Serie B**, la cual gozaría de los mismos derechos que los títulos vigentes, a excepción de los derechos cambiarios. En el mismo comunicado (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 148, 2012), señaló que se esperaba aprobar todos los aportes no dinerarios susceptibles de ser capitalizados y su valor de aporte sometiéndose a los artículos 15 y 67 N°6 de la LSE. Indicó que se buscaba acordar un precio de colocación o bien establecer una fórmula para dicho efecto y, en caso de ser así, delegar en el Directorio la fijación final de éste. En la misma materia, se buscaría aprobar todos los contratos de suscripción de acciones sujetos al cumplimiento de los estatutos de gobierno corporativo de la empresa, referentes al límite legal y estatutario de concentración del 65% del capital con derecho a voto. En referencia a lo anterior, estableció que: “...en el evento que la suma total de acciones suscritas y entregadas sea mayor a la condición anterior – por parte de Endesa España, se entendería automáticamente fallida la condición y los contratos de suscripción quedarían sin efecto, devolviéndose los aportes dinerarios a los suscriptores.”²⁹

En la carta remitida al director de Enersis, Pablo Yrarrázabal el día 8 de Noviembre de 2012, de parte del presidente de Endesa España – Borja Prado, se hace mención de las garantías a las que se acogería la firma controladora para llevar a cabo el aumento de capital. En dicho aspecto, señaló que el pago de las acciones que Endesa suscribirá, será por medio de las participaciones sociales de “Cono Sur” la que a su vez agruparía las acciones de distintas sociedades latinoamericanas. La formalización del aporte sería a través de contratos de suscripción de acciones, que se encontrarían sujetos a: (1) declaración y garantías respecto de las sociedades en las que Enersis no participaba a la fecha, correspondiendo al caso de Yacilec, Inversora Dock Sud y Empresa Eléctrica de Piura, con obligación de indemnización en caso de producirse perjuicios para Enersis producto de la realización de declaraciones y garantías incorrectas, hasta el límite de valor de la aportación de la sociedad. (2)

²⁹ Fuente: (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 148, 2012)

compromiso por parte de Endesa de mantener indemne a Enersis respecto de los daños efectivamente producidos, en un plazo de 5 años, como consecuencia de contingencias tributarias derivadas de la estructura del aporte. Adicionalmente, menciona que de resultar exitosa la operación, el único vehículo de crecimiento del grupo Enel sería Enersis para sus operaciones en Latinoamérica, a excepción de los negocios que desarrolla a la fecha “Enel Green Power S.p.A”.

En cuanto a la política de dividendos, sostiene que la intención de Endesa es proponer a los órganos societarios de Enersis, si lo estiman conveniente; una política consistente con la que se ha aplicado en ejercicios anteriores. De acuerdo a lo anterior, reitera el compromiso manifestado el 30 de Julio de 2012, donde asegura que no existe pretensión en captar fondos para repartirlos como dividendos o devoluciones en otros formatos, sino que serían utilizados para potenciar a Enersis en el proceso de expansión, de forma que en un plazo de al menos 2 años no promoverá el pago de dividendos extraordinarios. Finalmente, sostuvo que Endesa mantenía su compromiso de permanencia en Enersis por cuanto observará que su participación actual de 60,62% no sobrepase el límite estatutario del 65% de las acciones con derecho a voto.³⁰

Finalmente, el día 9 de Noviembre de 2012, Enersis comunicó al regulador (SVS) que el controlador, Endesa, habría iniciado un *Roadshow* a inversionistas, en relación al aumento de capital propuesto³¹. Luego, el día 12 del mismo mes, Endesa informó al regulador Español acerca del inicio del *Roadshow* mencionado, adjuntando las presentaciones correspondientes que fueron difundidas.³²

³⁰ Fuente: (Prado, 2012)

³¹ Fuente: (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 156, 2012)

³² Fuente: (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 158, 2012)

ENDESA Y LAS AFP LLEGAN A UN ACUERDO

Tras recibir una nueva propuesta de Endesa España, el 7 de Diciembre de 2012, las administradoras de Fondos de Pensiones: AFP Capital, AFP Cuprum, AFP Habitat, AFP Planvital y AFP Provida; calificaron la operación de Aumento de Capital de Enersis como *beneficiosa*, a través de un documento que indicó que: el incremento se realizaría en la misma serie de acciones vigentes a la fecha, asegurando - en términos legales - que Enersis sería el único vehículo de inversión en Latinoamérica, a excepción de Enel Green Power en el caso de Energías Renovables No Convencionales (ERNC), para todas las empresas del grupo ENEL. Éste, sería ratificado a través de una declaración realizada por un representante del controlador de Enersis en la Junta de Accionistas programada para el 20 de Diciembre. A su vez, el aumento correspondería a 16.441.606.297³³ acciones a CL\$ 173 cada una - en el desglose: 9.967.630.058 acciones serían suscritas mediante el aporte del 100% del paquete de activos, libres de prendas y gravámenes, por el accionista mayoritario. Dicha cifra corresponde a la relación de canje de 30,53% entre el aporte de las participaciones de Endesa España y el valor total de Enersis, al precio de ejecución del aumento de capital³⁴.

Bajo las nuevas condiciones, la AFP señalaron que estarían en condiciones de concurrir a la operación con la finalidad de no diluirse. En el caso de los ADR, a la fecha no se tenía claridad sobre su concurrencia a la transacción - aunque se estableció que, en caso de acudir las AFP, éstos también adherirían en vista que los gestores de éstos ya habrían comunicado su posición a los tenedores de ADR junto a los representantes de las AFP. En particular, el gerente general de AFP Provida - Ricardo Rodríguez, comunica que tras el acuerdo se realizaron conversaciones con los gestores de ADR, inversionistas y accionistas minoritarios; y que, para su posición, la transacción tenía carácter *favorable*.³⁵ Por otra parte, Juan Pablo Coeymans, gerente general de AFP Modelo, explicó que las razones de no haber suscrito al acuerdo con el controlador de Enersis se debieron a diferencias en el valor estimado de los activos, señalando que el peritaje que más se adecuaba a las estimaciones de la identidad es el realizado por Econsult. Por ello, dijo que “...*prefirieron mantener la flexibilidad de tomar la decisión hasta justo antes de la junta de accionistas del día 20, porque si bien valoraron los aspectos que fueron resueltos en el acuerdo, creyeron necesario tener absoluto convencimiento de que sería la mejor decisión para sus afiliados.*”³⁶ En el mismo punto, se refirió a la inclinación por un *menor monto disponible en caja y una estructura de capital apalancada*.

³³ Fuente: (EFE, 2012)

³⁴ Fuente: (Diario Financiero Online, 2012)

³⁵ Fuente: (Rodríguez Marengo, 2012)

³⁶ Fuente: (Cristino, 2012)

Tras materializarse el acuerdo entre Endesa y las AFP, aún quedaba por resolver la manera en que el mercado recibiría el anuncio, dado que el aumento de capital implicaría un incremento de 50,3% en el número de acciones³⁷. El precio determinado de CL\$ 173 por acción representa una valorización promedio de 6,7% de los títulos desde Noviembre de 2012 a los primeros días de Diciembre 2012. En ese sentido, los accionistas minoritarios podrían observar un aumento de su inversión ya que estarían pagando un precio que se encuentra dentro del rango establecido por los peritajes realizados por IM Trust y Claro. Distintas fuentes establecieron que no se descartaría la presión sobre el precio de las acciones debido a la envergadura del aumento de capital, dado esto sería pertinente definir *cuál* es la justificación del premio.

Por su parte, Endesa España indicó en una presentación, remitida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de España, el día 11 de Diciembre de 2012; el destino de las contribuciones en caja cuyo valor alcanzaría MMUS\$ 2.348.³⁸ De éstos, alrededor de MMUS\$ 1.600 serían dirigidos a la adquisición de participaciones minoritarias y el resto a M&A. Con respecto a las intenciones de fusiones y adquisiciones, señaló que éstas podrían incluir la compra de empresas distribuidoras en Brasil y Colombia, y en caso de materializarse dichas operaciones al 1 de enero de 2012, la consolidación total sobre el beneficio podía producirse en el curso del mismo año, en dicho punto destaca que los montos estimados para dichos fines alcanzarían la suma de MMUS\$ 748. En la misma presentación, Endesa hizo referencia al acuerdo establecido con las AFPs Chilenas que, entre otros temas de discusión, contemplaría un incremento por el valor de MMUS\$ 5.963, cuyo desglose establece que MMUS\$ 3.615 serían suscritos mediante la incorporación del 100% de Cono Sur a Enersis, y MMUS\$ 2.348 serían aportados por los accionistas minoritarios.

Finalmente, la Junta Extraordinaria de Accionistas convocada para el 20 de Diciembre de 2012 tendría la finalidad de discutir los antecedentes expuestos y determinar si efectivamente se llevaría adelante la operación de Aumento de Capital sujeto al cumplimiento de las condiciones y cláusulas pertinentes al caso. Sin desmedro de lo anterior, los efectos tanto en la compañía como en el mercado sólo serán medibles tras la realización de la operación en el curso del año 2013.

³⁷ Fuente: (Diario Financiero, 2012)

³⁸ Fuente: (Expansion, 2012)

2. AUMENTO DE CAPITAL

ORIGEN

En la sesión de Directorio de Enersis S.A. celebrada el día 25 de Julio de 2012, se acordó convocar a Junta Extraordinaria de Accionistas para el día 13 de Septiembre de 2012 con el objeto de tratar las materias relevantes por la transacción de Aumento de Capital de la compañía. El anuncio fue comunicado por el Gerente General de Enersis S.A. señor Ignacio Antoñanzas Alvear a través de un comunicado de carácter *Hecho Esencial*³⁹ al Superintendente de Valores y Seguros señor Fernando Coloma Correa.

La transacción se origina en una propuesta realizada por el controlador de la compañía, Endesa España S.A., el día 25 de Julio de 2012 habiéndose celebrado la sesión de Directorio. En esa ocasión se determinó que la operación - sujeta a las aprobaciones pertinentes - contribuiría a Enersis S.A. las participaciones de propiedad de Endesa España S.A. de manera directa e indirecta en el negocio en Sudamérica, incluyendo tanto a filiales de Enersis S.A. como empresas donde ésta última no era un accionista a la fecha. Adicionalmente, los accionistas minoritarios⁴⁰ de Enersis S.A. serían *invitados* a aportar con efectivo en la ampliación del capital en una proporción correspondiente.

Para los propósitos de la transacción, el Directorio de Enersis S.A. determinó un perito independiente⁴¹ del sector energético para estimar el valor de las participaciones correspondientes a Endesa Latinoamérica S.A., cuya valorización fue provista al directorio el día 25 de Julio de 2012 en la sesión señalada, estableciéndose un valor por MMUS\$ 4.862⁴². En la misma oportunidad se definieron fechas tentativas para el curso del mes de Septiembre de 2012, con la finalidad de establecer la Fecha de Corte en base a la cual se definiría qué propietarios contarían con el derecho a participar en la Junta Extraordinaria de Accionistas y la posterior aprobación de la operación, el día 13 del mismo mes.

³⁹ (Antoñanzas Alvear, Comunica Hecho Esencial N° 80, 2012)

⁴⁰ Ver Tabla 1.2 Estructura de propiedad Enersis S.A. al 31 de Marzo de 2012 en Anexos

⁴¹ Según lo estipulado en la Legislación Chilena, cuando un Aumento de Capital contempla la posibilidad de recibir contribuciones en bienes la evaluación de los Activos No Líquidos debe ser realizada por un tasador experto independiente, y dicha valoración debe ser aprobada en la Junta Extraordinaria de Accionistas.

⁴² Ver Tabla 1.24 Estimación de valor de mercado según metodología (cifras en MMUSD) en Anexos

LA TRANSACCIÓN

Endesa España S.A. sostuvo que contribuiría por su parte prorrateada el 60,6% del monto total de la transacción. El controlador de Enersis S.A. suscribiría directa o indirectamente su proporción del aumento de capital contribuyendo con participaciones en 12 compañías⁴³ agrupadas en una nueva entidad bajo el nombre de “Cono sur”, éstas representarían el 100% del valor de la nueva sociedad. De tal manera, las participaciones se integrarían posteriormente en Enersis S.A. - cuyo valor fue estimado en MMUS\$ 4.862 según el peritaje encargado al señor Eduardo Walker Hitschfeld⁴⁴. Mediante la aprobación de la junta, los accionistas minoritarios podrían suscribir su proporción del aumento de capital en efectivo, cuyo valor se estableció en MMUS\$ 3.158 a modo de mantener la participación – *a la fecha*, en la compañía. Finalmente, el valor total del aumento de capital ascendería a MMUS\$ 8.020 al sumar el aporte de ambas partes.

El tamaño de la ampliación de capital sería determinado por la Junta General de Accionistas que participaren de la aprobación de ésta. La propuesta de Endesa España señala que el importe total de la transacción sería igual a **1 / 60,6%** del valor atribuido al patrimonio contable, donde pagaría por dicho porcentaje con las participaciones discutidas anteriormente. Por su parte, los minoritarios pagarían el 39,4% del valor en efectivo, y la caja aportada por estos se utilizaría para acelerar el crecimiento de la corporación y *consolidar su liderazgo* en la región⁴⁵.

Es importante resaltar que, al presentar la operación al directorio⁴⁶, Endesa España justificó la transacción en 5 puntos de interés, y que estos tendrían la finalidad de:

- i. Incrementar el interés económico de Enersis S.A. en las empresas que controla y opera, disminuyendo la brecha de indicadores financieros a nivel corporativo entre la consolidación del EBITDA⁴⁷ en su totalidad, y la consolidación de RNDI en 43%.
- ii. Proveer de recursos propios a Enersis S.A. para acelerar el plan de expansión de la empresa ante las oportunidades de crecimiento en la región. Señala que la caja generada por la

⁴³ Ver

Tabla 1.4 Participaciones directas en Endesa Latinoamérica a través de Conosur (cifras a Junio de 2012) en Anexos

⁴⁴ Ver Peritaje Eduardo Walker Hitschfeld en Anexos

⁴⁵ Ver Diagrama 1.1 Esquema de suscripción de activos en propuesta de Aumento de Capital (participaciones accionarias al 30 de Junio de 2012) en Anexos

⁴⁶ Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012)

⁴⁷ Ver Glosario en Anexos

- operación tendría uso exclusivo en impulsar la estrategia de crecimiento de forma que simultáneamente se realizaría la compra de minoritarios, M&A regional y proyectos *greenfield*.
- iii. Eliminar la duplicidad de vehículos de inversión de Endesa España, convirtiendo a Enersis en el único vehículo en Latinoamérica.
 - iv. Mantener el nivel actual de participación accionaria y compromiso con Enersis en el contexto de crecimiento acelerado.
 - v. Mantener la solidez financiera de Enersis a través del establecimiento de una estructura de *balance flexible* para un crecimiento estable.

Así también, el controlador puso de manifiesto “...*que la operación no supondría cambios en la política de dividendos de Enersis*”⁴⁸ y que los fondos provenientes de la expansión no se destinarían al pago de dividendos extraordinarios ni para realizar préstamos con empresas controlantes.

⁴⁸ Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012)

USO DE LOS FONDOS PROVENIENTES DEL AUMENTO DE CAPITAL SEGÚN PROPUESTA INICIAL

De acuerdo a lo señalado en la respuesta al Oficio Ordinario N° 18.306⁴⁹ de 27 de Julio de 2012 de parte de Ignacio Antoñanzas Alvear de Enersis S.A. al Superintendente de Valores y Seguros, el uso de los fondos se agruparían en tres categorías: (a) compra de minoritarios en filiales de Enersis S.A., (b) desarrollo de proyectos, y (c) oportunidades de fusiones y adquisiciones.

Respecto a la compra de minoritarios en filiales de Enersis S.A, la inversión total se elevaría entre un rango de MMUS\$ 3.000/4.000 aproximadamente. El desarrollo de nuevos proyectos implicarían un incremento de la capacidad instalada en 5.204MW, de los cuales 1.602MW corresponden a inversiones en Brasil, 3.070MW en Chile, 370MW en Perú y 702MW en Colombia.⁵⁰ Sin embargo, la cartera total de proyectos en estudio contemplaba aumentar la capacidad en 11.400MW y en ese caso el capital requerido sería de MMUS\$ 7.000/9.000 aproximadamente.

La referencia que se hace respecto a fusiones y adquisiciones (*M&A por sus siglas en inglés*) señala que existen oportunidades que superarían los MMUS\$ 6.000/7.000 – que, al momento de redactar el documento en cuestión, aún seguían en estudio.

De resultar exitosa la operación el incremento de caja podría alcanzar MMUS\$ 3.158 lo que representaría aproximadamente entre 16% y 20% del total de las oportunidades de inversión para Enersis S.A. en el mismo contexto. Por su parte, el controlador señaló que la operación permitiría reunir en Enersis S.A. todos los activos en Latinoamérica, convirtiéndola en el único vehículo de inversión como Endesa Latinoamérica S.A. y que por esta vía se dotaría a la compañía de recursos para el proceso de expansión en la región.

⁴⁹ Fuente: (Antoñanzas Alvear, Responde Oficio Ordinario N° 18.306, 2012)

⁵⁰ Fuente: (Enersis S.A., 2012) Diapositiva N° 10

PROCESO DE APROBACIÓN

Dado que la expansión de capital fue considerada como una *operación entre partes relacionadas* por el regulador Chileno⁵¹, la aprobación estaría sujeta a un proceso especial - siendo efectiva sólo si fuere reconocida por una mayoría de, al menos, dos tercios de los accionistas. Para tales fines el directorio debería realizar una evaluación de manera individual acerca de la operación, teniendo en consideración los peritajes encargados a valoradores independientes de la empresa, y con ello el Comité de Directores debería emitir un informe tratando los puntos en cuestión, cumpliendo un rol de facilitador a fin de que sean los accionistas quienes se manifiesten acerca de la transacción.

Posteriormente el Directorio convocaría a una nueva junta de accionistas, donde se haría uso de los criterios referentes a la necesidad de contar una aprobación mayor a la proporción de acciones en circulación, señalada anteriormente. Cabe destacar que todas las acciones tienen voto, es decir las acciones de Endesa Latinoamérica gozarían de tal derecho, y en ese aspecto el Directorio se planteó que sólo le correspondería actuar como facilitador y que se ocuparía de ratificar la conveniencia del aumento de capital para el interés social.

En razón de lo anterior, la Superintendencia de Valores y Seguros estimó que, dada la envergadura de la operación y el origen de la misma, ésta debería ser revisada por el Directorio y el Comité de Directores, acogiéndose a las normas contenidas en los artículos 15, 67 y el Título XVI de la Ley de Sociedades Anónimas que, entre otras medidas, señala lo siguiente:

- Artículo 147: “...una sociedad anónima abierta sólo podrá celebrar operaciones con partes relacionadas cuando tengan por objeto contribuir al interés social, se ajusten en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado al momento de su aprobación...”
- Artículo 147, inciso 2º: “Antes que la sociedad otorgue su consentimiento a una operación con parte relacionada, ésta deberá ser aprobada por la mayoría absoluta de los miembros del directorio, con exclusión de los directores o liquidadores involucrados...”
- Artículo 147, inciso 5º: “Si se convocase a junta extraordinaria de accionistas para aprobar la operación, el directorio designará al menos un evaluador independiente para informar a los accionistas respecto de las condiciones de la operación, sus efectos y su potencial impacto para la sociedad (...) El comité de directores de la sociedad o, si la sociedad no contare con

⁵¹ Fuente: (Superintendencia de Valores y Seguros, 2012)

éste, los directores no involucrados, podrán designar un evaluador independiente adicional, en caso que no estuvieren de acuerdo con la selección efectuada por el directorio: “Los informes de los evaluadores independientes serán puestos por el directorio a disposición de los accionistas al día hábil siguiente de recibidos por la sociedad, en las oficinas sociales y en el sitio en Internet de la sociedad, de contar la sociedad con tales medios, por un plazo mínimo de 15 días hábiles contado desde la fecha en que se recibió el último de esos informes, debiendo comunicar la sociedad tal situación a los accionistas mediante hecho esencial. Los directores deberán pronunciarse respecto de la conveniencia de la operación para el interés social, dentro de los 5 días hábiles siguientes desde la fecha en que se recibió el último de los informes de los evaluadores”.

- Artículo 50 bis, inciso 8º, N° 3: “El comité tendrá las siguientes facultades y deberes: Examinar los antecedentes relativos a las operaciones a que se refiere el título XVI y evacuar un informe respecto a esas operaciones. Una copia del informe será enviada al directorio, en el cual se deberá dar lectura a éste en la sesión citada para la aprobación o rechazo de la operación respectiva”.

Dado lo anterior, las directrices formales del regulador a través de la circular N° 1.698 de 2003 de la SVS: establecen la normativa sobre las valoraciones independientes, refiriéndose a la determinación del valor justo de activos y pasivos en sociedades, obligando a las compañías a efectuar declaraciones juradas de los profesionales externos que provean las valorizaciones. Se establece que la base para determinar los valores justos es la información obtenida por el propio comprador, y que al existir indicios de valores disímiles en el mercado para bienes similares, se deberá realizar un estudio de valorización por medio de profesionales externos a la empresa. Por ello, las implicancias son orientadas hacia determinar la convergencia del valor obtenido por medio de otras metodologías al valor referente del mercado.

PARTICIPACIONES EN FILIALES LATINOAMERICANAS A SER CONTRIBUÍDAS

En referencia a las **participaciones societarias a ser contribuidas**, al 25 de Julio de 2012 Enersis es propietaria del 54,3% de Endesa Brasil (Brasil), 70,2% de Ampla (Brasil), 70,2% de Ampla Inversiones (Brasil), 16,1% de Emgesa (Colombia), 21,7% de Codensa (Colombia), 57,5% de Edelnor (Perú), 37,5% de Edegel (Perú), 60% de EOC (Chile), 99,1% de Chilectra (Chile), 57,3% de San Isidro (Chile), 55,6% de Pehuenche (Chile), 65,4% de Edesur (Argentina), 27% de Cemsa (Argentina), 41,9% de Costanera (Argentina) y 39,2% de Chocón (Argentina)⁵². Por su parte, Ampla Inversiones es propietaria del 20,6% de Coelce.

En vista de lo anterior, el porcentaje de propiedad a ser contribuida corresponde al 28,5% de Endesa Brasil, 7,7% de Ampla, 7,7% de Ampla Inversiones. 21,6% de Emgesa, 26,7% de Codensa, 18% de Edelnor a través del 34,8% en Distilima (Perú). Adicionalmente se contribuiría con el 96,5% de Piura (Perú) por la vía del 80% de participación en Cabo Blanco y el 100% de Generalima, ambas compañías Peruanas. San Isidro en tanto, contribuiría con 4,4% de la propiedad. El 40% Dock Sud (Argentina) a través del 57,1% en Inversora Dock Sud, 6,2% de Edesur, 55% de Cemsa y finalmente el 22,2% de Yacylec (Argentina)⁵³. Los porcentajes indicados totalizan MMUS\$ 323 de RNDI en base a cifras de 2011⁵⁴.

⁵² Ver Tabla 1.5 Actuales participaciones de Enersis (cifras consolidadas a Junio de 2012) en Anexos

⁵³ Ver

Tabla 1.4 Participaciones directas en Endesa Latinoamérica a través de Conosur (cifras a Junio de 2012) en Anexos

⁵⁴ Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012)

ESTRUCTURA DE ENERSIS S.A. POST-TRANSACCIÓN

Al sumar las participaciones y la contribución de la propiedad, y asumiendo que se suscribe el 100% del aumento de capital, las principales participaciones⁵⁵ de Enersis S.A. serían tales que: la compañía aumentaría su posición en las participaciones que controlaba previo al anuncio de la operación, con ello Endesa Latinoamérica aportaría MMUS\$ 323 adicionales como resultado. En este sentido, 56% provendría de las operaciones en Brasil, 33% de Colombia y 10% de Perú. Con ello, los resultados consolidados de Enersis aumentarían desde 43% a 60%⁵⁶, y las participaciones se reestructurarían de forma que: Enersis ostentaría 82,8% de Endesa Brasil, 77,9% en Ampla E., 77,9% de Ampla Invermentos, 37,7% de Emgesa y 48,4% de Condensa. Asimismo, 75,5% de Edelnor, 96,5% de Piura, 37,5% de Edegel, 60% en EOC, 99,1% en Chilectra, 61,7% en San Isidro, 55,6% en Pehuenche, 40% de Docksud, 71,6% en Edesur, 82% de Cemsa, 22,2% en Yacylec, 41,9% en Costanera y 39,2% de Chocón⁵⁷. Cabe señalar que tras la eventual aprobación del aumento de capital, las participaciones de los minoritarios no se verían diluidas *si* éstos concurren con su aporte en efectivo.

⁵⁵ Fuente: (Enersis S.A., 2012) Diapositiva N° 7

⁵⁶ Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012)

⁵⁷ Ver Tabla 1.3 Participaciones de Enersis S.A. post-transacción en Anexos

IMPLICANCIAS ESTRATÉGICAS DEL AUMENTO DE CAPITAL

Enersis S.A. buscaría consolidar su posición industrial en Sudamérica como líder al convertirse en el mayor actor en términos de *generación* - de acuerdo a la capacidad instalada, y así también en el sostenedor de la mayor cartera de clientes para el negocio de *distribución*.

De acuerdo a la capacidad instalada - medida como la capacidad adicional recibida proporcionalmente en contribución (Megawatts⁵⁸), el incremento correspondería a 1.994MW aumentando desde los actuales 7.691MW⁵⁹ a 9,684MW post-contribución.

En términos comparativos, los competidores directos en esta materia corresponderían a AES cuya capacidad instalada es de 8.007MW, así también GDF Suez con 5.285MW, Duke Energy 4.277MW y finalmente Iberdrola con 4.103MW.⁶⁰ En vista de lo anterior, Enersis S.A. sería el mayor actor de la industria superando a AES⁶¹.

En cuanto a la cartera de clientes, Enersis S.A. en la actualidad⁶² provee a 7,8 millones de clientes, post-contribución la masa atendida aumentaría a 10,8 millones con el incremento de 3,0 millones de nuevos clientes por la vía de contribución de propiedad⁶³. Dado lo anterior, la empresa consolidaría la mayor cartera de la industria, seguido por Iberdrola con 6,0 millones de clientes y AES con 3,1 millones⁶⁴.

En un contexto de *aceleración del crecimiento de la industria* en que opera el holding, la propuesta aborda un menú de alternativas de inversión que contempla la adquisición de minoritarios⁶⁵ a valoraciones atractivas, esperándose de aquello un impacto financiero positivo para Enersis. También se proyecta un aumento de la actividad de M&A⁶⁶ en generación y distribución, y la realización de proyectos *greenfield* en el ámbito de la generación de energía.

En particular, la adquisición de minoritarios del grupo Enersis se encontraría sujeta a las condiciones de mercado y la propia voluntad de los inversionistas a ceder sus participaciones. Por ello, el

⁵⁸ Fuente: (Román L., 2011) Página 5

⁵⁹ Ver Gráfico 1.1 Capacidad Instalada (MW) pre-transacción en Anexos

⁶⁰ Fuente: (Enersis S.A., 2012) Diapositiva N° 9, Gráfico: Capacidad Instalada

⁶¹ Ver Gráfico 1.2 Capacidad Instalada (MW) post-transacción en Anexos

⁶² Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012) - Estimaciones realizadas a Julio de 2012.

⁶³ Ver Gráfico 1.3 Cartera de clientes de distribución (millones) en Anexos

⁶⁴ Fuente: (Enersis S.A., 2012) Diapositiva N° 8, Diagrama: Clientes

⁶⁵ Ver Tabla 1.6 Adquisición de minoritarios del grupo Enersis en Anexos

⁶⁶ *Fusiones y Adquisiciones*

controlador hace referencia a la adquisición de compañías con presencia en Brasil, Chile, Colombia y Perú - por un monto que superaría los MMUS\$ 4.000.

En relación a la inversión en proyectos *greenfield*, se comunicó al regulador que el valor de la cartera de éstos supera los MMUS\$ 16.000 – reflejados en la instalación de 11.400MW en la región. Éstos se distribuirían en distintas iniciativas que se muestran en la

Tabla 1.7 Inversión en proyectos Greenfield.

Adicionalmente, se detalla en la propuesta que el monto de la inversión en *Oportunidades de M&A* asciende a MMUS\$ 6.000. Luego, el *espectro* de inversiones totales para Enersis se elevaría sobre MMUS\$ 20.000, dicho monto superaría ampliamente las capacidades financieras de la compañía (en el momento en que se realizó la propuesta) aun recurriendo a apalancamiento.

IMPLICANCIAS FINANCIERAS ESPERADAS DEL AUMENTO DE CAPITAL

De los aspectos clave del aumento de capital, la propuesta sostuvo que – de aprobarse la transacción, mejoraría la liquidez de la acción de la compañía. El capital flotante⁶⁷ se incrementaría en c. 65% - esto correspondería a MMUS\$ 3,16 (en términos absolutos) sobre los MMUS\$ 4,9 que se registraban a la fecha de la presentación. Se esperaba que dicho aumento derivase en un mayor volumen de negociación diario de los papeles de la empresa, en particular:

- a. ADTV (6 meses) de la cotización en el mercado Chileno podría aumentar hasta 34 millones de acciones, representando un incremento de 65% con respecto a los 20 millones de acciones a la fecha de la presentación. La variación en términos monetarios sería de MMUS\$ 8 a MMUS\$ 13 – es decir un 0,2% del capital flotante.
- b. ADTV (6 meses) de los ADR's Norteamericanos, crecerían en 65% hasta c. 0,9 millones de ADR alcanzando MMUS\$ 17 desde los c. 0,5 millones que corresponden a MMUS\$ 10.

Según las estimaciones realizadas - al 24 de Julio de 2012 Enersis S.A. tenía un peso de 6,18% en el índice IPSA con una capitalización bursátil de MMCLP\$ 6.118, de aprobarse la expansión del capital; el peso de la compañía aumentaría a 9,79% posicionándose en el primer lugar del índice, con una capitalización bursátil de MMCLP\$ 10.088⁶⁸. Dado lo anterior, la empresa pasaría a ser la segunda compañía más grande por concepto de capitalización y la primera en ponderación del IPSA⁶⁹.

En vista de las implicancias de la operación, los efectos financieros serían revisados en base a los estados consolidados de la empresa. Al 31 de diciembre de 2011, la deuda financiera asciende a MMUS\$ 7.573, de los cuales MMUS\$ 1.287 corresponden a deuda de corto plazo y MMUS\$ 6.285 de largo plazo. La caja registra un monto total por MMUS\$ 2.351, con ello la deuda neta es de MMUS\$ 5.222. Al considerar el ratio **Deuda Neta / EBITDA** se observa que éste es de 1,2 veces. En términos individuales, Enersis S.A. posee una deuda neta de MMUS\$ 1.085 y un monto total en caja por MMUS\$ 633 a la fecha señalada. Con respecto a lo anterior, la caja disponible representaría el 27% de la caja total del holding – por ello se mencionó que el *cash pooling*⁷⁰ estaría siendo limitado por la presencia de *minoritarios downstream* y las barreras en ciertos países, por cuanto se esperaría que la

⁶⁷ *Free Float* – porcentaje del patrimonio bursátil que no corresponde a los accionistas controladores

⁶⁸ Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012) Diapositiva N° 10: Presencia en mercados de Capitales.

⁶⁹ Ver Gráfico 1.4 Peso relativo de los principales actores del índice IPSA (estimaciones al 24 de Julio, 2012) en Anexos

⁷⁰ Ver Glosario en Anexos

operación otorgase mayor solidez financiera a la empresa por medio de una mayor escala y liquidez del *capital flotante*. Lo anterior fundaría las bases para una estructura corporativa más simple que permitiría reducir la brecha de los indicadores financieros, reduciendo el *dividend leakage* por medio de la consolidación del EBITDA y RNDI.

Dado lo anterior, se esperaría que la simplificación de la estructura condujera a un potencial alza de la valoración en la empresa – profundizando en este aspecto, antes del anuncio el indicador **EV / EBITDA** para la compañía en 2012 se estimó en 5,8 *veces* y se esperaba un aumento de +1,7 *veces* en el potencial de revalorización fijándose en 7,5 *veces* tras la operación⁷¹. Así, se esperaría una mayor visibilidad de las participaciones de Enersis y de su estructura corporativa – por tanto la mayor *propiedad* del EBITDA podría beneficiar a la valorización de la empresa, acortando la brecha⁷² en relación a los competidores.⁷³

Hay que tener en consideración que el *Capex*⁷⁴ para el período contemplado entre los años 2012 y 2016 asciende a MMUS\$ 7.182, donde la cartera de proyectos de generación - tanto *greenfield* como de mantenimiento, corresponden a MMUS\$ 3.160, y los restantes MMUS\$ 4.022 serían por concepto de Distribución.

Finalmente, la operación proporcionaría una oportunidad para invertir en el *equity chileno* sin superar los límites de concentración de ningún inversionista relevante y adicionalmente se buscaría mejorar el perfil de riesgo⁷⁵ de la compañía.

⁷¹ En el detalle se determinó que cada punto de EBITDA implicaría MMUS\$ 5.000 de EV adicional.

⁷² Ver Gráfico 1.5 EV / EBITDA 2012 de Enersis: Brecha en relación a competidores (cifras a 24 de Julio de 2012) en Anexos

⁷³ Con respecto al indicador, se menciona en (Endesa Latinoamérica S.A., 2012) – Diapositiva N° 15, que cada punto “x EBITDA” implicaría US\$ 5 Bn de EV Adicional – según estimaciones al 24 de Julio de 2012.

⁷⁴ Ver Glosario en Anexos

⁷⁵ Ver Tabla 1.23 Perfil de Rating Enersis 2006-2011 en Anexos

3. PARTES INVOLUCRADAS

A continuación se discute acerca de los actores involucrados en el aumento de capital propuesto, y se proporciona una breve reseña que revisa las reacciones de las AFP tras el anuncio y los hechos consecutivos a éste.

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE ENERSIS S.A. PRE-TRANSACCIÓN

Al día 25 de Julio de 2012, Enel Energy Europe S.R.L. es propietaria del 92,063%⁷⁶ de Endesa España S.A., la que a su vez participa del 60,62% de Enersis S.A. a través de Endesa Latinoamérica S.A. La propiedad de Enersis S.A. se divide en 32.651.166.465 acciones⁷⁷ suscritas, pertenecientes a la misma serie única. La distribución de la propiedad es tal que las AFP poseen 4.241.159.739 acciones que corresponden al 12,99%, por su parte los ADR's poseen 4.122.810.400 acciones cuyo peso en la compañía es de 12,63%. Los Corredores de Bolsa, Compañías de Seguros y Fondos Mutuos participan conjuntamente de 1.878.891.052 acciones representando un 5,76%. Por su parte el Banco de Chile por cuenta de terceros tiene 1.003.023.860 acciones que equivalen al 3,07%, los fondos de inversión extranjeros suman 582.034.754 acciones que equivalen al 1,78% y Otros Accionistas representan 1,78% de la propiedad a través de 1.028.663.187 acciones de la empresa⁷⁸.

ACCIONISTAS MINORITARIOS

ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES CHILENAS (AFP)

La participación de las AFP en la propiedad de la compañía corresponde a 12,99%⁷⁹. Es importante señalar que, posterior al anuncio de la operación, la Superintendencia de Pensiones solicita a las AFP a comunicar públicamente los montos invertidos según el desglose en los distintos fondos de pensiones, éstos se discuten a continuación:

AFP Capital S.A.

A la fecha de 25 de Julio de 2012, la inversión de los Fondos de Pensiones de AFP Capital S.A. en acciones de Enersis totaliza un monto equivalente a CL\$ 170.602.610.719, por su parte la inversión en acciones de Endesa es de CL\$ 215.923.114.892 sumando un total de

⁷⁶ (Enersis S.A., 2012) Diapositiva N° 6, corroborado en (Endesa España S.A., 2011).

⁷⁷ (Enersis S.A., 2011) Página 28 – Estructura de Propiedad.

⁷⁸ Ver Tablas

Tabla 1.1 Estructura de propiedad Enersis S.A. al 31 de Diciembre de 201 en Anexos

⁷⁹ Ver Tablas

Tabla 1.1 Estructura de propiedad Enersis S.A. al 31 de Diciembre de 201 en Anexos

CL\$386.525.725.611.⁸⁰ El porcentaje representativo del valor de los fondos en Enersis suma 1,08%, y 1,36% en el caso de Endesa⁸¹ - y la suma de ambos corresponde a 2,44%.

A través del comunicado de Prensa que emitió AFP Capital S.A. en el curso del mes de Agosto de 2012; Eduardo Vildósola C. - Gerente General de la entidad, señala a sus afiliados que dada la diversificación de los *multifondos* administrados por la entidad, la transacción propuesta tendría un efecto acotado en su desempeño. Según lo descrito anteriormente, al 27 de Julio de 2012, la compañía mantiene un 2,8% de propiedad en los títulos de Enersis, la que se desglosa en 0.69% del fondo A, 0.58% del fondo B, 1.38% del fondo C y un 0.14% del fondo D⁸². Junto con lo anterior, la empresa manifiesta que “*se opone enérgicamente a la ejecución de la propuesta anunciada por Enersis*”⁸³ por cuanto ejercería acciones legales en defensa del patrimonio de sus afiliados. Las razones que subyacen tras el anuncio de AFP Capital S.A. son tales que: la operación tendría *justificación* únicamente por la situación de ENEL (matriz de Endesa España) que, dado el nivel de endeudamiento a la fecha, ha debido reducir las inversiones, planificar la venta de activos y limitar el pago de dividendos. Adicionalmente señala que no existe claridad sobre qué proyectos se financiarán con la transacción, o si eventualmente éstos se utilizarían como caja en los balances de Enersis a una menor tasa de interés, habilitando a la matriz a mostrar un menor nivel de endeudamiento ya que ésta consolida los estados financieros de Enersis. Por ello es enfático en recordar que Enersis tiene capacidad de endeudamiento suficiente para hacer frente a nuevas inversiones y que ésta no estaría siendo utilizada con motivo de no alterar el nivel de endeudamiento de ENEL.

AFP Capital S.A. señala que, en su calidad de accionista minoritario, debe concurrir a aportar sólo recursos frescos mientras que el controlador aportaría activos que fueron valorizados de manera *cuestionable*⁸⁴. En dicho aspecto hace alusión a la empresa Brasileña, de distribución eléctrica, COELCE; que dice estar sobrevalorada sobre un 50% de su valor de mercado, la misma situación aplicaría a la firma argentina EDESUR. Por esos motivos, en el comunicado *exige* realizar una valorización adecuada de los activos y ejecutada por un consultor externo.

⁸⁰ Ver Tabla 1.8 Total de Inversión en acciones AFP Capital (cifras al 25 de Julio de 2012, en Pesos Chilenos) en Anexos

⁸¹ Ver Tabla 1.14 Total de Inversión en acciones AFP Capital (cifras al 25 de Julio de 2012, en porcentaje del valor del Fondo de Pensiones) en Anexos

⁸² AFP Capital, a la fecha de la realización del estudio, no mantiene inversiones en acciones del fondo E de Enersis.

⁸³ Fuente: (AFP Capital S.A., 2012)

⁸⁴ Fuente: (AFP Capital S.A., 2012)

Finalmente, considera que la operación trata de una venta de activos - entre partes relacionadas - de Endesa a Enersis, y que ha sido estructurada a conveniencia como un incremento de capital sin la debida revisión del Comité de Directores y por sobre el *espíritu* de las prácticas adecuadas de gobierno corporativo.

AFP Cuprum S.A.

Al día 25 de Julio de 2012, la Administradora de Fondos de Pensiones posee un monto de inversión que asciende a CL\$ 386.173.968.077⁸⁵ - compuesto por CL\$ 180.591.315.979 invertidos en papeles de Enersis y CL\$ 205.582.652.098 en Endesa. El total señalado corresponde al 2,55%⁸⁶ del valor del fondo⁸⁷.

A través de un comunicado al término de la primera quincena de Agosto de 2012, AFP Cuprum S.A. sostiene que Endesa España debería retirar la operación propuesta de la forma en que se planteó inicialmente, y diseñar una nueva en base a supuestos *transparentes* - siendo ésta la forma en que se podría obtener un "*precio de mercado claro y nítido*"⁸⁸. En la misma discusión propone *abrir* un 49% de Endesa Latinoamérica a la bolsa y con ello avalar una fusión con precios de mercado, adicionalmente dice que, si el directorio de Enersis estima que la compañía tiene oportunidades de crecimiento que sean rentables; podría presentar un plan de inversiones por etapas donde los accionistas realicen sus aportes a medida que se vayan concretando los proyectos.

La Administradora hace hincapié en la necesidad de un pronunciamiento del directorio en su comunicado, refiriéndose también a que la *oposición* al incremento de capital es de parte de la mayoría de los accionistas minoritarios chilenos y de los inversionistas extranjeros.

AFP Hábitat S.A.

Al 25 de Julio de 2012, la inversión de AFP Hábitat S.A. en acciones de Enersis S.A. y Endesa S.A. asciende al monto de CL\$465.655.036.013⁸⁹, éste corresponde a la suma de CL\$ 210.058.332.636

⁸⁵ Ver Tabla 1.9 Total de Inversión en acciones AFP Cuprum (cifras al 25 de Julio de 2012, en Pesos Chilenos) en Anexos

⁸⁶ Ver Tabla 1.15 Total de Inversión en acciones AFP Cuprum (cifras al 25 de Julio de 2012, en porcentaje del valor del Fondo de Pensiones) en Anexos

⁸⁷ Fuente: (AFP Cuprum S.A., 2012)

⁸⁸ Fuente: (Diario Financiero Online, 2012)

⁸⁹ Ver Tabla 1.10 Total de Inversión en acciones AFP Habitat (cifras al 25 de Julio de 2012, en Pesos Chilenos) en Anexos

en papeles de Enersis que a su vez representa un 1,12%⁹⁰ de los fondos, y CL\$ 246.596.703.377 en acciones de Endesa, equivalentes a 1,31%. La suma de ambos corresponde a 2,43% del fondo de pensiones.

En el comunicado de prensa que emite AFP Hábitat S.A. en el curso de la primera quincena de Agosto de 2012, señala que “...*la operación propuesta por Enersis es inaceptable y que debe ser corregida a la brevedad.*”⁹¹. La Administradora de fondos considera que la operación perjudica significativamente a Enersis producto de la valorización imprecisa de los activos que Endesa pretende suscribir, encontrándose desalineados de los precios de mercado. Expresa que no se ha cumplido con las disposiciones legales que regulan esa clase de operaciones al considerarla como una transacción entre Partes Relacionadas. Señala que el aumento de capital no beneficia el interés social, en el efecto que no se ha justificado la necesidad de incrementar el capital social y tampoco se ha definido el destino de los aportes en efectivo, y tampoco la conveniencia para Enersis de recibir en pago los activos de Endesa Latinoamérica. En el mismo punto señala que la Ley de Sociedades Anónimas prohíbe al directorio proponer modificaciones de estatutos y acordar emisiones de valores o adoptar políticas que no sean coherentes con el interés social.

Finalmente, AFP Hábitat S.A. llama la atención de las autoridades competentes expresando sus dudas y aprehensiones en el proceso. En ello, señala que la pérdida de valor que experimentó Enersis desde el anuncio de la operación corresponde a la valorización que el mercado ha hecho *de* la transacción.

AFP Modelo S.A.

Al día 25 de Julio de 2012, la composición de las inversiones que tiene AFP Modelo S.A. totaliza un monto de CL\$ 8.231.499.418⁹² que equivale al 2,68% del fondo de pensiones⁹³. El valor anterior se desglosa de manera que la inversión en acciones de Enersis es de CL\$ 3.781.749.001 y CL\$ 4.449.750.417 en Endesa, dichos valores corresponden a 1,23% y 1,45% respectivamente.

En el curso de la primera semana de Agosto de 2012, AFP Modelo S.A. solicita a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) investigar las circunstancias del aumento de capital de Enersis, en lo relativo a documentos y antecedentes que el directorio consideró para estimar el valor

⁹⁰ Ver Tabla 1.16 Total de Inversión en acciones AFP Habitat (cifras al 25 de Julio de 2012, en porcentaje del valor del Fondo de Pensiones) en Anexos

⁹¹ (AFP Hábitat S.A., 2012)

⁹² Ver Tabla 1.11 Total de Inversión en acciones AFP Modelo (cifras al 25 de Julio de 2012, en Pesos Chilenos) en Anexos

⁹³ Ver Tabla 1.17 Total de Inversión en acciones AFP Modelo (cifras al 25 de Julio de 2012, en porcentaje del valor del Fondo de Pensiones) en Anexos

de la transacción en US\$8.020 millones⁹⁴. Esto luego de que la Administradora de Fondos enviara una carta al ente fiscalizador, en la que aclaró que se oponía categóricamente a la operación en los términos propuestos por el controlador de la compañía. Adicionalmente solicitó informar sobre el resultado de las fiscalizaciones para evaluar la ejecución de acciones administrativas y legales que sean “*pertinentes*”.

Entre los cuestionamientos que la AFP hace a la operación, se refiere al valor de los activos que Endesa aportaría al aumento – señalando que no hay una estimación certera por el método de descuento de caja, ya que estaría utilizando una serie de supuestos cuestionables para el peritaje que corresponde realizar – por ello solicita mayor revisión y atención a los argumentos de “*quienes se sienten perjudicados*”.⁹⁵

En el mismo comunicado, indica que es apropiado aplicar el criterio de operación entre partes relacionadas ya que de esta forma existe mayor protección a los accionistas minoritarios. En dicho punto señala que “*...desde un comienzo se debió buscar un acercamiento entre los accionistas, donde los que compran lo hacen voluntariamente y no por estar forzados a hacerlo*”.

El 24 de Agosto de 2012, AFP Modelo S.A. realiza una consulta a la SVS acerca de los requisitos para llamar a junta de accionistas en Enersis S.A. por medio de una carta. La administradora se refiere a las normas que se aplicarían al aumento de capital propuesto por la controladora Endesa España. En dicha ocasión solicita al ente regulador que aclare y se pronuncie sobre las consideraciones que realizó para “*...evitar que en la actualidad se provoque un menoscabo y perjuicio irreparable a los accionistas minoritarios*”⁹⁶.

La Administradora realizó tres interpretaciones respecto de las normas aplicadas: (1) consulta si, para aprobarse una operación entre partes relacionadas por junta de accionistas, ésta debe tener el consentimiento previo del Directorio para celebrar ese tipo de operaciones. (2) si la realización de una operación con parte relacionada, donde la mayoría del directorio se debe excluir de la votación, debe ser aprobada en una junta extraordinaria de accionistas sólo por medio de la autorización unánime de los directores no involucrados.⁹⁷ Y (3) solicita a la SVS que determine si es correcta la interpretación de que Enersis - para “*otorgar el consentimiento a una operación con parte relacionada por junta*

⁹⁴ Fuente: (AFP Modelo S.A., 2012)

⁹⁵ Fuente: (Economía y Negocios Online / ValorFuturo, 2012)

⁹⁶ Fuente: (Diario Financiero Online, 2012)

⁹⁷ En dicho aspecto, se refiere a: si la previa aprobación de la operación por parte del señor Rafael Fernández – en calidad de miembro independiente del directorio elegido con los votos de las AFP - es un requisito previo para convocar a la junta.

extraordinaria de accionistas”, deba ésta contar con la autorización de los dos tercios de los miembros del directorio no involucrados”⁹⁸

AFP Planvital S.A.

A la fecha del 25 de Julio de 2012, la inversión de AFP Planvital S.A., en Enersis y Endesa, asciende a CL\$ 51.209.628.471⁹⁹ representando el 2,46% del valor total del fondo de pensiones¹⁰⁰. En el desglose, los montos correspondientes son CL\$ 23.323.838.905 y CL\$ 27.885.789.566 respectivamente. A su vez, éstos representan 1,12% y 1,34% del fondo.

El día 31 de Julio de 2012, el directorio de AFP Planvital S.A. solicita al directorio de Enersis S.A. que cite a una junta extraordinaria de accionistas en el plazo de los siguientes 30 días, para discutir los detalles de la transacción propuesta. En el comunicado solicita que se den explicaciones sobre el pronunciamiento del Directorio y del Comité de Directores acerca de la conveniencia de aprobar el aumento de capital. Pide que se efectúe una evaluación independiente del primer informe emitido acerca de los activos a suscribir por el controlador, y que se pronuncie sobre: las condiciones, efectos y el potencial impacto para la Sociedad. En el mismo documento solicita el detalle de la cartera de proyectos de Enersis S.A. y la justificación y destino de los recursos que serían recaudados del aporte en efectivo. Finalmente señala que solicitará asesoría legal para analizar las acciones judiciales que realizará con el fin de “...*proteger el interés de los Fondos de Pensiones que administra*”.¹⁰¹

AFP Provida S.A.

La participación de AFP Provida S.A. en Enersis y Endesa suma CL\$ 519.431.678.608¹⁰², monto que representa un 2,48%¹⁰³ del fondo de pensiones. El desglose de las participaciones es tal que, la inversión en acciones de Enersis es de CL\$ 241.429.378.743, y CL\$ 278.002.299.865 en Endesa. Ambos, corresponden a 1,15% y 1,33% respectivamente.

⁹⁸ Fuente: (AFP Modelo S.A., 2012)

⁹⁹ Ver Tabla 1.12 Total de Inversión en acciones AFP Planvital (cifras al 25 de Julio de 2012, en Pesos Chilenos) en Anexos

¹⁰⁰ Ver Tabla 1.18 Total de Inversión en acciones AFP Planvital (cifras al 25 de Julio de 2012, en porcentaje del valor del Fondo de Pensiones) en Anexos

¹⁰¹ Fuente: (EMOL, 2012)

¹⁰² Ver Tabla 1.13 Total de Inversión en acciones AFP Provida (cifras al 25 de Julio de 2012, en Pesos Chilenos) en Anexos

¹⁰³ Ver Tabla 1.19 Total de Inversión en acciones AFP Provida (cifras al 25 de Julio de 2012, en porcentaje del valor del Fondo de Pensiones) en Anexos

ADR

En su conjunto, el porcentaje que tienen los inversionistas institucionales en calidad de ADR – a través de Citibank N.A. y Banco de Chile por cuenta de Terceros no Residentes; se eleva a 12,63%¹⁰⁴ acorde a la circular N° 1.375 de la Superintendencia de Valores y Seguros, representando 4.122.810.400 acciones.

Tras el anuncio de la operación, no se observaron declaraciones oficiales de parte de los tenedores de ADR ni los gestores de éstos, por su parte Endesa acudió a informar a dichos accionistas acerca del aumento de capital por medio de la realización de un *Roadshow* que discutía los antecedentes expuestos en la propuesta inicial.

¹⁰⁴ Ver Tablas

Tabla 1.1 Estructura de propiedad Enersis S.A. al 31 de Diciembre de 2011 en Anexos

4. INFORMES DE VALORIZACIÓN DE ACTIVOS

En la Sesión Extraordinaria de Directorio de Enersis, el 31 de Agosto de 2012, se inició la búsqueda de un evaluador independiente, según lo indicado en el Artículo 147 de la LSA. Por tal motivo la Sociedad contactó a las empresas IM Trust y Claro y Asociados, con el objeto de evaluar de manera independiente el aumento de capital propuesto por Endesa. Consecutivamente, el Directorio nombró a IM Trust como valorador de la operación. Por su parte, el Comité de Directores de Enersis designó a Claro y Asociados para el mismo propósito.

Durante los días 12 y 13 de Septiembre de 2012, tuvieron lugar las “Management Presentations”, instancias en las que se presentaron los “drivers” del negocio y sus proyecciones a los evaluadores, por parte de los Gerentes Generales locales. En particular, al día 12 se sostuvo una presentación referida a temas regulatorios en relación a los segmentos de Generación y Distribución. Posteriormente, se puso a disposición de los evaluadores un sistema electrónico de información donde se llevó registro de las preguntas planteadas por los evaluadores y sus correspondientes respuestas de parte de la empresa. Se señaló que ambos evaluadores tuvieron acceso a la misma base.

Luego, el día 20 del mismo mes, Enersis efectuó una presentación a los evaluadores acerca de la gestión en Energía que realiza la empresa, explicando al efecto la política comercial utilizada. Posteriormente, se realizó una reunión para dar a conocer la composición de los márgenes de cada una de las líneas de negocios, las indexaciones de los flujos, etc.

Al 24 de Octubre de 2012, se recibió por parte del Comité de Directores el informe de Claro y Asociados, y en la misma fecha IM Trust entregó sus estimaciones al Directorio de Enersis.

RESULTADOS

De los resultados obtenidos en los peritajes, (1) el estudio realizado por el Sr. Eduardo Walker estimó el valor de las participaciones aportadas por Endesa - al 30 de Junio de 2012 – en MMUS\$ 4.862, y por su parte el aumento de capital ascendería a un monto de MMUS\$ 8.020. (2) IM Trust determinó que la valorización de mercado de Cono Sur debía ser consistente en términos relativos con la valorización de Enersis, por ello estableció un rango del porcentaje que representa Cono Sur de la capitalización de mercado de Enersis, de tal forma que el DCF de Cono Sur se ajustaría al *premio/descuento* implícito **en el precio** al que se realice el aumento de capital en Enersis, respecto del valor por DCF de Enersis. Así, el descuento sería de 13,5% si se calcula un DCF de Enersis de MMUS\$ 14.836 y se considera el valor bursátil de Enersis el día que se anunció la operación, mientras que al considerar el valor bursátil al 23 de Octubre de 2012, el descuento sería de 25%. Los mismos descuentos se aplicaron al DCF de las participaciones de MMUS\$ 4.709 para obtener un valor de mercado implícito que oscilaría entre MMUS\$ 3.445 y MMUS\$ 3.621, basado en esto, las participaciones de Cono Sur como porcentaje del valor bursátil de Enersis se encontrarían en el rango de 30,9% y 32,5%. Finalmente, (3) el informe provisto por Claro y Asociados contempló dos enfoques distintos: (i) valorizó Enersis por suma de partes, comparando los DCF de cada componente de la empresa con el valor bursátil de ésta, se determinó un descuento de 19,65% que fue aplicado al DCF de las participaciones de Cono Sur para obtener el valor de mercado, el cual se estableció en MMUS\$ 3.870, dado lo anterior el porcentaje de las participaciones sobre la capitalización bursátil de Enersis ascendería a 34,97%. Y, (ii) utilizando el múltiplo EV/EBITDA para Enersis de 5,64x veces y ponderándolo por la suma del EBITDA de las participaciones, se obtuvo un valor de MMUS\$ 3.912, a partir de lo cual el porcentaje de las participaciones sobre la capitalización bursátil de Enersis ascendería a 35,35%.¹⁰⁵

¹⁰⁵ Ver Tabla 1.26 Resumen de estimaciones de Precio de Mercado en Anexos

INFORME PERICIAL EDUARDO WALKER HITSCHFELD

Enersis S.A. solicita al señor Walker, en calidad de Perito, realizar un informe con la valoración de un grupo de sociedades presentes en diversos países de Latinoamérica donde Endesa España S.A. posee directa y/o indirectamente participación. Dentro de las sociedades se encuentran: Ampla Energía e Serviços S.A, Ampla Investimentos e Serviços S.A., Empresa Eléctrica Cabo Blanco S.A.C. (ELECSA), Endesa Cemsa S.A., Codensa S.A. ESP, Inversiones Distilima S.A.C., Empresa Distribuidora Sure S.A. (EDESUR), Emgesa S.A. ESP, Endesa Brasil S.A., Generalima SAC S.A., Inversora Dock Sud S.A., Compañía Eléctrica San Isidro S.A. y Yacylec S.A.¹⁰⁶

Durante el peritaje, se puso de manifiesto por parte de Endesa que para efectos de una mejor implementación del aumento de capital, las participaciones podrían ser eventualmente aportadas constituyendo el único activo y pasivo de una “sociedad vehículo”, en cuyo caso los bienes aportados serían las acciones de dicha sociedad, según señaló el autor.

El peritaje determinó que el valor económico de la aportación - como *la suma de los valores económicos del patrimonio de las sociedades ponderados por la participación societaria en las empresas*¹⁰⁷ que sería transferida a Enersis directa y/o indirectamente; asciende a MMUS\$ 4.742, pero al actualizar la cifra a Julio 2012, el aumento del valor por *devengamiento* es de MMUS\$ 205 y la reducción de valor producto de los dividendos es de MMUS\$ 85, luego el aumento neto corresponde a MMUS\$ 120. Dado lo anterior el valor económico, según el señor Walker, de las participaciones que Endesa España S.A. aportaría a Enersis S.A. asciende a **MMUS\$ 4.862**.

Se realizó una valorización por suma de partes, contemplando cada unidad de negocios por separado, las sociedades que a su vez tienen inversiones en otras sociedades también se valorizaron por la suma de los valores estimados de sus participaciones societarias.

Según se detalló en el informe, la mayoría de las empresas valorizadas están relacionadas al sector eléctrico y por ello consideró necesario incorporar el marco regulatorio de cada país¹⁰⁸, así también se puso de manifiesto que para *distribución* la regulación de tarifas utiliza el enfoque de rentabilidad normal para compañías eficientes o bien, se establece una rentabilidad regulatoria sobre las inversiones realizadas, de igual manera para el caso de *transmisión*. En cuanto a *generación*, detalla que

¹⁰⁶ Cabe señalar que algunas de las sociedades señaladas son a su vez propietarias de participaciones sociales en otras sociedades, lo cual fue considerado en la valoración de las mismas para la ejecución del estudio.

¹⁰⁷ Fuente: (Walker Hitschfeld, 2012) Página 16 – “Valor económico de la aportación al 31 de Diciembre de 2011”

¹⁰⁸ Fuente: (Walker Hitschfeld, 2012) Cuadro 3: Características generales de la regulación en cada país

las tarifas dependen del costo marginal de producir energía en distintos horizontes de tiempo, y que en todos los países existe un pago por *potencia* a excepción de Brasil.

INFORME PERICIAL CLARO Y ASOCIADOS

El estudio realizado por Claro y Asociados Limitada¹⁰⁹, consideró la colaboración de sus asociados LatinFinance en Brasil y ValFinanzas en Colombia por expresa petición del Comité de Directores de Enersis S.A. Éste consistió en analizar el eventual aumento de capital centrándose en los efectos y el potencial impacto, en la perspectiva de la empresa y sus accionistas. Así también, puso especial consideración en la comparación del aporte de bienes o efectivo por parte de los accionistas, lo que implica un pronunciamiento sobre posibles riesgos de dilución.

En su desarrollo, se aplicaron distintas metodologías de valorización de las participaciones a suscribir y de la propia compañía. El estudio puso en evidencia que se observan valores disímiles en el mercado acerca de los activos en cuestión, dicha distorsión implica que el valor atribuido a las participaciones debe considerar, necesariamente, los mismos elementos que determinan el valor de Enersis - especialmente por tratarse de una operación entre partes relacionadas.

La metodología del informe presenta dos alternativas en la determinación del valor de las participaciones: (1) Valorar Enersis a través del método de Flujos de Caja Descontados (*DCF por sus siglas en Inglés*) y estimar el diferencial respecto de su capitalización bursátil, posteriormente valorar las participaciones por DCF mediante el uso de parámetros comparables y aplicar el diferencial de Enersis respecto del mercado para obtener el precio justo. Éste método enfocaría su perspectiva en los flujos de largo plazo. Y (2): Establecer el valor de las participaciones aplicando el múltiplo bursátil de **EV / EBITDA** de Enersis al EBITDA aportado por las participaciones.

En el primer caso, se determinó el valor en MMUS\$ 13.231 al utilizar DCF por partes de Enersis. Dicho valor se comparó con la capitalización bursátil de la empresa de MMUS\$ 11.065¹¹⁰, por cuanto el diferencial implícito con respecto al mercado se situaría en 19,58% de *descuento*. Así, al valor de las participaciones obtenido mediante DCF: MMUS\$ 4.627, se aplicó el descuento obteniéndose un resultado de MMUS\$ 3.870. En el segundo caso, se ponderó el múltiplo EV / EBITDA de Enersis (5,64 veces) por la suma de los EBITDAs que serían suscritos a la compañía: MMUS\$ 693, obteniéndose un resultado de MMUS\$ 3.912.

A partir del peritaje realizado por Claro y Asociados, se estableció que el valor propuesto para la capitalización de las participaciones por MMUS\$ 4.862 implicaría un *riesgo de dilución identificable*. En

¹⁰⁹ Fuente: (Claro y Asociados, 2012)

¹¹⁰ Estimaciones al 22 de Octubre de 2012.

referencia a lo anterior, el hecho de que no exista una definición de precio y número de acciones del incremento de capital – no constituiría un obstáculo para ejecutar la evaluación, pero sí tendría implicancias en la ejecución de la operación y la relación de términos de intercambio.

Entre otros aspectos, el informe señaló que el tamaño de la operación representa un factor de riesgo para la compañía, por ello no recomendó ampliar la exposición de la empresa a Argentina. Adicionalmente, establece que el plan de inversiones en proyectos de desarrollo, las oportunidades de compra a minoritarios y M&A; estarían acreditadas por guardar consistencia con el tamaño del monto en dinero del aumento de capital. Sin embargo, recalca que la capacidad de endeudamiento de la empresa podría ser subutilizada temporalmente y que se ha identificado incertidumbre respecto de precio y plazos de ejecución de las oportunidades mencionadas.

Concluye entonces que la operación es una oportunidad estratégica para Enersis a modo de incrementar la participación en un conjunto relevante de filiales en la región y que podría eliminar definitivamente el conflicto de interés entre la empresa y su controlador respecto de futuros negocios en Latinoamérica, siempre cuando la expansión considere acuerdos robustos que así lo garanticen.

INFORME PERICIAL IM TRUST

Las conclusiones obtenidas tras el estudio que realizó IM Trust¹¹¹, señalan que la operación de aumento de capital tiene un sentido estratégico para Enersis y que supone efectos positivos para la empresa, producto de que genera tamaño a la organización y soluciona un potencial conflicto respecto de la futura expansión del controlador, Endesa, en la región. Adicionalmente, señala que existe una dificultad para justificar el pago de premios o valores sobre el valor de mercado para absorber las participaciones reunidas en Cono sur – debido a la no existencia de sinergias relevantes en la combinación de Enersis y las participaciones en cuestión.

Las estimaciones sobre el valor de mercado del aporte suscrito por Cono sur, en el marco de la operación, equivaldrían a una participación de Enersis en el rango de 20,9% a 32,5% de la capitalización de mercado, calculado *antes* del aumento de capital y utilizando el precio por acción al que se suscriba éste. Por ello, a la fecha de realización del peritaje (y considerando el precio de cierre de Enersis al 23 de Octubre de 2012: CLP\$ 162,2 / acción) el valor de Cono sur oscilaría entre MMUS\$ 3.445 y MMUS\$ 3.621. Por su parte, las valorizaciones realizadas por el método de Flujos de Caja Descontados para Cono sur y Enersis mediante el uso de criterios consistentes y determinantes del punto medio de la relación de intercambio entre cada parte, se ubicaría entre MMUS\$ 4.709 y MMUS\$ 14.836 respectivamente.

Bajo el supuesto que una fracción del aporte en dinero sería destinado a la compra de accionistas minoritarios, por un monto que oscila entre MMUS\$ 1.764 y MMUS\$ 1.896, y el remanente se mantendría en caja, la transacción sería prácticamente neutra en 2013, y aditiva en 2014 y 2015 en términos de la utilidad por acción de Enersis.

En el análisis, se tomaron en consideración supuestos tales que: la operación sería ejecutada de manera que ELE no podría exceder el 65% de propiedad en Enersis – condición que también aplicaría en el caso de Endesa Chile S.A. en el marco de una compra de accionistas minoritarios. Así también, el controlador de Enersis estaría comprometido a canalizar a través de la compañía su crecimiento regional en la industria a excepción de Enel Green Power. Y que la inversión en Argentina sería ejecutada si, y *sólo si*, la regulación y el entorno económico de ese mercado permitiese proyectar adecuadamente la rentabilidad de los proyectos y se tuviere acceso a los flujos de caja provenientes de éstos – por parte de Enersis.

¹¹¹ Fuente: (IM Trust, 2012)

Finalmente, se concluye que bajo el cumplimiento sustancial de los aspectos estratégicos y económicos, la operación contribuiría al interés social de Enersis y sus accionistas, ajustándose a los precios, términos y condiciones prevaletentes en el mercado – y que el aporte en especies y en dinero se situaría en un rango de equivalencia.

CONCLUSIONES

A la luz de los antecedentes expuestos en el estudio, y para los efectos del artículo 147 de la LSA, la operación de Aumento de Capital propuesta a Enersis **es atractiva** desde el punto de vista **estratégico, de negocios y operativo**. Se puede argumentar lo anterior en vista de la existencia de oportunidades de compra de participaciones minoritarias y también de M&A, en la industria energética de la región que – en conjunto con las intenciones de desarrollo orgánico, permitiría utilizar los fondos recaudados de manera que se cree valor para los accionistas. En tal sentido, es pertinente considerar los informes de valoración de activos que fueron encargados tras las indicaciones de la SVS a la empresa, dado que su rol es el de velar por los intereses de los accionistas minoritarios. Dado lo anterior, es esperable que el Aumento de Capital se encuentre en un rango establecido por una cota inferior, utilizando como referencia el precio de acción de CL\$ 163,8 – y una cota superior que utilice el valor promedio de los últimos 12 meses previo al anuncio de la operación, por CL\$ 187. Lo anterior, implicaría que el rango oscile entre MMUS\$ 3.709 y MMUS\$ 4.235 en cuanto al precio de los activos suscritos en Cono Sur.

En vista del rango propuesto, el punto medio determinado en MMUS\$ 3.972 implicaría un descuento de 16% frente a DCF, que daría suficiente resguardo a los accionistas de Enersis de obtener un retorno atractivo sobre el costo de capital.

A raíz de las nuevas valorizaciones encargadas por los distintos organismos de la empresa, y las garantías a las que se acogería el controlador para llevar adelante el aumento de capital; se espera que la suscripción de las participaciones sociales de Cono Sur sujetos a las condiciones mencionadas, y el compromiso de mantener incólume a Enersis respecto de los daños derivados de contingencias tributarias, es esperable que la transacción se materialice de manera oportuna en el curso del año 2013, y que con ello se perciba la creación de valor de forma inmediata.

De aprobarse el Aumento de Capital, se esperaría que se consolide el plan dispuesto por el controlador de la compañía para convertirse en el primer agente energético de la región, y llevar a cabo las operaciones correspondientes para convertir a Enersis en el único vehículo de inversión de Enel en Latinoamérica, a excepción de los proyectos de energías renovables que administra Enel Green Power. Lo anterior, eliminaría el actual conflicto de intereses que existe en Endesa por existir dos vehículos de inversión paralelos. Adicionalmente, el aporte de los activos suscritos por el controlador mejoraría la diversificación de la cartera actual de Enersis, aumentando su exposición en

mercados de mayor potencial como el caso de Brasil y Colombia, implicando un mayor equilibrio del EBITDA ajustado por propiedad.

Enersis aumentaría su interés económico en 12 empresas, reduciendo significativamente la diferencia entre el EBITDA consolidado en la actualidad (100%) y el resultado neto atribuible (43%). En consideración de dichos antecedentes, se esperaría incrementar las utilidades netas de Enersis en MMUS\$ 356, aumentando el resultado neto atribuible de 43% a 63%. Adicionalmente, se permitirá aportar dividendos a Enersis por MMUS\$ 237 que previamente eran destinados a Endesa, lo que implicaría un incremento de 52% de los dividendos recibidos por Enersis en el año 2011.

En términos de la posición de la empresa en los mercados financieros, la operación mejoraría la liquidez de la acción aumentando el capital flotante en torno al 50% dependiendo del porcentaje de suscripción, lo que eventualmente podría derivar en un incremento en el volumen negociado tanto en la Bolsa de Valores de Santiago y de los ADR en Nueva York. Adicionalmente aumentaría su peso relativo en el índice IPSA al posicionarse como la segunda compañía más grande por capitalización bursátil y la de mayor ponderación en el índice.

BIBLIOGRAFÍA

- AFP Capital. (Agosto de 2012). *AFP Capital*. Recuperado el 10 de Octubre de 2012, de Web Corporativo: http://www.afpcapital.cl/DocumentosPDF/Posici%C3%B3n_AFP_Capital_Caso_Enersis.pdf
- AFP Capital S.A. (Agosto de 2012). *AFP Capital*. Recuperado el 10 de Octubre de 2012, de Web Corporativo: http://www.afpcapital.cl/DocumentosPDF/Comunicado_Enersis.pdf
- AFP Cuprum S.A. (Agosto de 2012). *AFP Cuprum*. Recuperado el 10 de Octubre de 2012, de Web Corporativa: <http://asesorias.afpcuprum.cl/Minisitios2/enersis/COMUNICADO.htm>
- AFP Hábitat S.A. (Agosto de 2012). *AFP Hábitat*. Recuperado el 10 de Octubre de 2012, de Web Corporativa: http://www.afphabitat.cl/files/Enersis_endesa.pdf
- AFP Hábitat S.A. (Agosto de 2012). *AFP Hábitat*. Recuperado el 10 de Octubre de 2012, de Web Corporativa: <http://www.afphabitat.cl/destacados/comunicado-caso-enersis>
- AFP Modelo S.A. (6 de Agosto de 2012). *AFP Modelo*. Recuperado el 11 de Octubre de 2012, de Web Corporativa: <https://www.afpmodelo.cl/afp/sala-de-prensa/informacion-inversiones-en-enersis/>
- AFP Planvital S.A. (Agosto de 2012). *AFP Planvital*. Recuperado el 11 de Octubre de 2012, de Web Corporativa: <http://www.planvital.cl/webplanvital/>
- AFP Provida S.A. (Agosto de 2012). *AFP Provida*. Recuperado el 11 de Octubre de 2012, de Web Corporativo: <http://www.bbvaprovida.cl/sitioweb/personas/Enersis.htm>
- Antoñanzas Alvear, I. (2012). Comunica Hecho Esencial N° 105. *Comunica Hecho Esencial N° 105*. Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (2012). Comunica Hecho Esencial N° 109. *Comunica Hecho Esencial N° 109*. Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (2012). Comunica Hecho Esencial N° 114. *Comunica Hecho Esencial N° 114*. Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (2012). Comunica Hecho Esencial N° 115. *Comunica Hecho Esencial N° 115*. Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (2012). Comunica Hecho Esencial N° 117. *Comunica Hecho Esencial N° 117*. Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (2012). Comunica Hecho Esencial N° 139. *Comunica Hecho Esencial N° 139*, (pág. 1). Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (2012). Comunica Hecho Esencial N° 141. *Comunica Hecho Esencial N° 141*. Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (2012). Comunica Hecho Esencial N° 142. *Comunica Hecho Esencial N° 142*, (pág. 1). Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (6 de Noviembre de 2012). Comunica Hecho Esencial N° 148. *Comunica Hecho Esencial N° 148*. Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (2012). Comunica Hecho Esencial N° 156. *Comunica Hecho Esencial N° 156*, (pág. 1). Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (2012). Comunica Hecho Esencial N° 158. *Comunica Hecho Esencial N° 158*, (pág. 1). Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (25 de Julio de 2012). Comunica Hecho Esencial N° 80. *Comunica Hecho Esencial N° 80*. Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (2012). Comunica Hecho Esencial N° 80. *Comunica Hecho Esencial N° 80*. Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (5 de Septiembre de 2012). Comunicado Hecho Esencial al 5 de Septiembre, 2012. Santiago, Región Metropolitana, Chile. Recuperado el 19 de Octubre de 2012, de Web Corporativa:

- http://www.enersis.cl/enersis_web/action.asp?id=09900&idn=2012925115923&tip=2&lang=
- Antoñanzas Alvear, I. (7 de Septiembre de 2012). Comunicado Hecho Esencial al 7 de Septiembre de 2012. Santiago, Región Metropolitana, Chile.
- Antoñanzas Alvear, I. (2012). Responde Oficio Ordinario N° 18.306. *Responde Oficio Ordinario N° 18.306*. Santiago.
- Antoñanzas Alvear, I. (27 de Julio de 2012). Respuesta Oficio Ordinario N° 18.306 de 27 de Julio. Santiago, Región Metropolitana, Chile.
- BICE Inversiones. (2012). *Resultados 3T12 - Enersis*.
- Bloomberg. (2012). *Estimación peso porcentual en IPSA, Bloomberg*. Estudio Estadístico.
- CBondS. (2004). *CBondS*. Recuperado el Agosto de 2012, de Financial Information: http://www.cbonds.info/cis/eng/index/index_detail/group_id/1/
- Centro Gobierno Corporativo UC. (Julio de 2008). *Centro de Gobierno Corporativo UC*. Recuperado el 27 de Agosto de 2012, de Directorio: <http://centrogobiernocorporativo.uc.cl/directorio>
- Claro y Asociados. (2012). *Informe de Evaluador Independiente - Comité de Directores Enersis S.A.* Estudio de valoración de Activos, Santiago.
- Coloma Correa, F. (2012). *Oficio Ordinario N° 21.001 de la Superintendencia de Valores y Seguros*. Oficio Ordinario, Superintendencia de Valores y Seguros, Santiago de Chile.
- Cristino, C. (11 de Diciembre de 2012). AFP Modelo: "Hubiésemos preferido que el valor de los activos fuese más cercano a lo planteado por Econsult". *Diario Financiero*.
- Departamento de Estudios Itaú Chile. (2012). *Visión de Mercado*. Banco Itaú, Departamento de Estudios, Santiago.
- Diario Financiero. (26 de Julio de 2012). Enersis cierra con fuerte caída de casi 13% y arrastra a la Bolsa de Santiago. *Diario Financiero*.
- Diario Financiero. (10 de Diciembre de 2012). Mercado ve como positiva la definición del aumento de capital de Enersis. *Diario Financiero*, pág. 25.
- Diario Financiero Online. (16 de Agosto de 2012). AFP Cuprum propone abrir un 49% de Endesa Latinoamérica a bolsa. *Diario Financiero Online*.
- Diario Financiero Online. (28 de Agosto de 2012). AFP Modelo consulta a la SVS por requisitos para llamar a junta en Enersis. *Diario Financiero Online*.
- Diario Financiero Online. (7 de Diciembre de 2012). AFP: operación de aumento de capital de Enersis es "beneficiosa para todos los accionistas". *Diario Financiero*, pág. 1.
- Economía y Negocios Online / ValorFuturo. (2 de Agosto de 2012). AFP Modelo pide a SVS investigar circunstancias de aumento de capital de Enersis. *Economía y Negocios Online / ValorFuturo*.
- EFE. (10 de Diciembre de 2012). Bolsa de Santiago baja 0,03% en sesión con gran compra de títulos de Enersis. *Mercado de Valores*, pág. 1.
- EFE. (7 de Diciembre de 2012). Endesa España y AFP chilenas acuerdan aumento de capital de Enersis. *Invertia*, pág. 1.
- EMOL. (31 de Julio de 2012). AFP Planvital S.A. solicita al directorio de Enersis S.A. que cite a una junta extraordinaria de accionistas. *EMOL / Economía*.
- Endesa España S.A. (2011). *Informe Anual de Gobierno Corporativo*. Informe Anual de Gobierno Corporativo, Madrid, España.
- Endesa Latinoamérica S.A. (1 de Agosto de 2012). *Aumento de Capital Enersis S.A.: Perspectiva de Endesa S.A.* Recuperado el 29 de Noviembre de 2012, de Web Corporativa Enersis S.A.: http://www.enersis.cl/enersis_web/action.asp?id=03015
- Enersis S.A. (2011). *Memoria Anual*. Memoria Anual, Santiago de Chile.
- Enersis S.A. (28 de Agosto de 2012). Comunicado de Prensa, Renuncia de Alfredo Ergas. Santiago, Región Metropolitana, Chile. Recuperado el 19 de Octubre de 2012, de Web Corporativa: http://www.enersis.cl/enersis_web/action.asp?id=09900&idn=2012828184829&tip=2
- Enersis S.A. (25 de Julio de 2012). *Enersis*. Recuperado el Agosto de 2012, de http://www.enersis.cl/enersis_web/action.asp?id=03015

- Expansion. (11 de Diciembre de 2012). Endesa prevé dedicar cerca de US\$ 748 millones a fusiones y adquisiciones tras la ampliación de Enersis. *Expansion*, pág. 1.
- IM Trust. (2012). *Informe de Evaluador Independiente - Directorio de Enersis S.A.* Informe de Valorización de Activos, Santiago.
- Prado, B. (2012). Carta al Director Pablo Yrarrázabal. *Comunica Hecho Esencial N° 155*. Madrid.
- Rodríguez Marengo, R. (7 de Diciembre de 2012). *AFP Provida*. Recuperado el 10 de Diciembre de 2012, de <http://www.bbvaprovida.cl/SitioWeb/personas/propuesta-endesa.htm>
- Román L., R. (2011). *Superficies Requeridas Sistemas Solares y Eólicos*. Memoria de Cálculo, Universidad de Chile, Facultad de Ciencias Físicas y Matemáticas, Santiago de Chile.
- Scherk, A. (2011). *Manual de Análisis Fundamental*. Madrid: Inversor Ediciones, S. L.
- Somerville Senn, H., Vial Echeverría, L., & Fernández Morandé, R. (20 de Octubre de 2012). *Enersis S.A.* Recuperado el 7 de Diciembre de 2012, de Web Corporativa: http://www.enersis.cl/enersis_web/gobierno_corporativo/docs/ICDInforme.pdf
- Superintendencia de Valores y Seguros. (2012). *Comunicado de Prensa*. Comunicado de Prensa, Superintendencia de Valores y Seguros, Santiago de Chile.
- Superintendencia de Valores y Seguros. (3 de Agosto de 2012). *SVS Califica "Operación entre partes relacionadas" - Aumento de Capital anunciado por Enersis S.A.* Recuperado el 3 de Diciembre de 2012, de http://www.svs.cl/sitio/admin/Archivos/com_20120803-01.PDF
- U.S Department of the Treasury. (s.f.). Recuperado el Julio de 2012, de <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>
- Walker Hitschfeld, E. (2012). *Informe Pericial para la valorización del aporte de capital a ENERSIS S.A. por parte de Endesa S.A., directa y/o indirectamente consistente en participaciones en acciones en otras compañías latinoamericanas*. Informe Pericial, Santiago de Chile.

ANEXOS

1. Tablas

Tabla 1.1 Estructura de propiedad Enersis S.A. al 31 de Diciembre de 2011

Accionistas	Número de Acciones	Participación
Endesa Latinoamérica S.A.	19.794.583.473	60,62%
Administradoras de Fondos de Pensiones	4.241.159.739	12,99%
ADR's (Citibank N.A. según circular N° 1.375 de la SVS)	4.122.810.400	12,63%
Corredores de Bolsa, Cías de Seguros y Fondos Mutuos	1.878.891.052	5,76%
Banco de Chile por cta. de terceros	1.003.023.860	3,07%
Fondos de Inversión Extranjeros	582.034.754	1,78%
Otros Accionistas	1.028.663.187	3,15%
Total Acciones	32.651.166.465	100,00%

Tabla 1.2 Estructura de propiedad Enersis S.A. al 31 de Marzo de 2012

Accionistas	Participación
Endesa Latinoamérica S.A.	60,62%
Administradoras de Fondos de Pensiones	13,34%
ADR's (Citibank N.A. según circular N° 1.375 de la	11,76%
Compañías de Seguros	0,32%
Corredores de Bolsa	4,72%
ADR's (Banco de Chile por cta. de terceros no	3,33%
Fondos de Inversión Extranjeros	2,00%
Accionistas sin clasificación - bajo 2MM acciones	2,66%
Accionistas sin clasificación - sobre 2MM acciones	0,58%
Fondos Mutuos	0,67%
Total Acciones	100,00%

Tabla 1.3 Participaciones de Enersis S.A. post-transacción¹¹²

Empresa	País	Participación
Endesa Brasil	Brasil	82,8%
Ampla	Brasil	77,9%
Ampla Investimentos	Brasil	77,9%
Emgesa	Colombia	37,7%
Codensa	Colombia	48,4%
Edelnor	Perú	75,5%
Piura	Perú	96,5%
Edegel	Perú	37,5%
EOC	Chile	60,0%
Chilectra	Chile	99,1%
San Isidro	Chile	61,7%
Pehuenche	Chile	55,6%
Dock Sud	Argentina	40,0%
Edesur	Argentina	71,6%
Cemsa	Argentina	82,0%
Yacylec	Argentina	22,2%
Costanera	Argentina	41,9%
Chocón	Argentina	39,2%

¹¹² Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012)

Tabla 1.4 Participaciones directas en Endesa Latinoamérica a través de Conosur (cifras a Junio de 2012)¹¹³

Empresa	País	Participación
Endesa Brasil	Brasil	28,50%
Ampla E.	Brasil	7,70%
Ampla Investimentos	Brasil	7,70%
Emgesa	Colombia	21,60%
Codensa	Colombia	26,70%
Edelnor	Perú	18,00%
Piura	Perú	96,50%
San Isidro	Chile	4,40%
Dock Sud	Argentina	40,00%
Edesur	Argentina	6,20%
Cemsa	Argentina	55,00%
Yacylec	Argentina	22,20%

Tabla 1.5 Actuales participaciones de Enersis (cifras consolidadas a Junio de 2012)¹¹⁴

Empresa	País	Participación
Endesa Brasil	Brasil	54,30%
Ampla E.	Brasil	70,20%
Ampla Investimentos	Brasil	70,20%
Emgesa	Colombia	16,10%
Codensa	Colombia	21,70%
Edelnor	Perú	57,50%
Edegel	Perú	37,50%
Endesa Chile	Chile	60,00%
Chilectra	Chile	99,10%
San Isidro	Chile	57,40%
Pehuenche	Chile	55,60%
Edesur	Argentina	65,40%
Cemsa	Argentina	27,00%
Costanera	Argentina	41,90%
Chocón	Argentina	39,20%

¹¹³ Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012)

¹¹⁴ Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012)

Tabla 1.6 Adquisición de minoritarios del grupo Enersis¹¹⁵

Compañía	País	Participación a adquirir
Endesa Brasil	Brasil	4,2%
Coelce	Brasil	41,1%
EOC ¹¹⁶	Chile	5,0%
Chilectra	Chile	0,9%
Pehuenche	Chile	7,3%
Emgesa	Colombia	51,5%
Codensa	Colombia	51,5%
Edegel	Perú	37,5%
Edelnor	Perú	24,3%
Inversión Total	≥ MMUS\$ 4.000	

¹¹⁵ Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012)

¹¹⁶ A la fecha de realización del estudio, la participación de Endesa corresponde al 60%. En vista que los estatutos de la compañía no permiten superar el 65% de participación, el incremento tendría una cota superior de 5%.

Tabla 1.7 Inversión en proyectos Greenfield¹¹⁷

Proyecto	País	MW
Proyectos comunicados a la SVS		5.205
Tabajara	Brasil	178
Sumauma (Aripuana II)	Brasil	234
Prainha (Aripuana I)	Brasil	406
Puelo	Chile	849
Campohermoso	Colombia	138
Oporapa	Colombia	271
Cuenca del Río Marañón	Perú	900
Otros Proyectos		2.976
Otros Proyectos no detallados		3.219
Total		11.400

Tabla 1.8 Total de Inversión en acciones AFP Capital (cifras al 25 de Julio de 2012, en Pesos Chilenos)¹¹⁸

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total
Acciones Enersis	42.182.185.857	35.586.361.640	84.336.665.756	8.497.397.466	0	170.602.610.719
Acciones Endesa	48.646.524.386	46.411.229.359	107.570.335.783	12.499.328.609	795.696.755	215.923.114.892
Total	90.828.710.243	81.997.590.999	191.907.001.539	20.996.726.075	795.696.755	386.525.725.611

Tabla 1.9 Total de Inversión en acciones AFP Cuprum (cifras al 25 de Julio de 2012, en Pesos Chilenos)¹¹⁹

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total
Acciones Enersis	51.987.505.368	37.584.279.576	80.954.651.700	9.364.180.953	700.698.382	180.591.315.979
Acciones Endesa	54.254.027.126	43.560.170.008	96.031.771.222	10.940.986.987	795.696.755	205.582.652.098
Total	106.241.532.494	81.144.449.584	176.986.422.922	20.305.167.940	1.496.395.137	386.173.968.077

¹¹⁷ Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012)

¹¹⁸ Fuente: AFP Capital

¹¹⁹ Fuente: AFP Cuprum

Tabla 1.10 Total de Inversión en acciones AFP Habitat (cifras al 25 de Julio de 2012, en Pesos Chilenos)¹²⁰

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total
Acciones Enersis	45.612.321.636	48.347.012.778	105.618.980.327	10.242.234.898	237.782.997	210.058.332.636
Acciones Endesa	49.417.756.005	59.478.296.067	125.597.287.642	12.103.363.662	0	246.596.703.376
Total	95.030.077.641	107.825.308.845	231.216.267.969	22.345.598.560	237.782.997	456.655.036.012

Tabla 1.11 Total de Inversión en acciones AFP Modelo (cifras al 25 de Julio de 2012, en Pesos Chilenos)¹²¹

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total
Acciones Enersis	891.668.509	1.680.095.128	975.698.127	179.399.310	54.887.927	3.781.749.001
Acciones Endesa	948.259.757	2.007.098.509	1.193.403.770	245.024.658	55.963.723	4.449.750.417
Total	1.839.928.266	3.687.193.637	2.169.101.897	424.423.968	110.851.650	8.231.499.418

Tabla 1.12 Total de Inversión en acciones AFP Planvital (cifras al 25 de Julio de 2012, en Pesos Chilenos)¹²²

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total
Acciones Enersis	3.928.134.868	4.191.358.534	13.426.652.041	1.759.118.586	18.574.876	23.323.838.905
Acciones Endesa	4.192.478.801	5.119.625.507	16.348.872.266	2.183.009.285	41.803.707	27.885.789.566
Total	8.120.613.669	9.310.984.041	29.775.524.307	3.942.127.871	60.378.583	51.209.628.471

Tabla 1.13 Total de Inversión en acciones AFP Provida (cifras al 25 de Julio de 2012, en Pesos Chilenos)¹²³

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total
Acciones Enersis	48.281.904.992	48.938.853.785	130.096.386.834	14.112.233.132	0	241.429.378.743
Acciones Endesa	48.159.299.793	56.356.748.069	155.950.848.586	17.011.900.131	523.503.286	278.002.299.865
Total	96.441.204.785	105.295.601.854	286.047.235.420	31.124.133.263	523.503.286	519.431.678.608

¹²⁰ Fuente: AFP Habitat

¹²¹ Fuente: AFP Modelo

¹²² Fuente: AFP Planvital

¹²³ Fuente: AFP Provida

Tabla 1.14 Total de Inversión en acciones AFP Capital (cifras al 25 de Julio de 2012, en porcentaje del valor del Fondo de Pensiones)¹²⁴

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total
Acciones Enersis	1,41%	1,26%	1,37%	0,34%	0,00%	1,08%
Acciones Endesa	1,63%	1,64%	1,75%	0,51%	0,05%	1,36%
Total	3,04%	2,90%	3,12%	0,85%	0,05%	2,44%

Tabla 1.15 Total de Inversión en acciones AFP Cuprum (cifras al 25 de Julio de 2012, en porcentaje del valor del Fondo de Pensiones)¹²⁵

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total
Acciones Enersis	1,60%	1,47%	1,55%	0,49%	0,03%	1,19%
Acciones Endesa	1,67%	1,71%	1,83%	0,57%	0,04%	1,36%
Total	3,27%	3,18%	3,38%	1,06%	0,07%	2,55%

Tabla 1.16 Total de Inversión en acciones AFP Habitat (cifras al 25 de Julio de 2012, en porcentaje del valor del Fondo de Pensiones)¹²⁶

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total
Acciones Enersis	1,46%	1,31%	1,43%	0,41%	0,01%	1,12%
Acciones Endesa	1,58%	1,61%	1,70%	0,48%	0,00%	1,31%
Total	3,04%	2,92%	3,13%	0,89%	0,01%	2,43%

Tabla 1.17 Total de Inversión en acciones AFP Modelo (cifras al 25 de Julio de 2012, en porcentaje del valor del Fondo de Pensiones)¹²⁷

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total
Acciones Enersis	1,87%	1,57%	1,67%	0,39%	0,11%	1,23%
Acciones Endesa	1,98%	1,88%	2,04%	0,53%	0,12%	1,45%
Total	3,85%	3,45%	3,71%	0,92%	0,23%	2,68%

¹²⁴ Fuente: AFP Capital

¹²⁵ Fuente: AFP Cuprum

¹²⁶ Fuente: AFP Habitat

¹²⁷ Fuente: AFP Modelo

Tabla 1.18 Total de Inversión en acciones AFP Planvital (cifras al 25 de Julio de 2012, en porcentaje del valor del Fondo de Pensiones)¹²⁸

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total
Acciones Enersis	1,51%	1,31%	1,40%	0,41%	0,02%	1,12%
Acciones Endesa	1,61%	1,60%	1,71%	0,51%	0,04%	1,34%
Total	3,12%	2,91%	3,11%	0,92%	0,06%	2,46%

Tabla 1.19 Total de Inversión en acciones AFP Provida (cifras al 25 de Julio de 2012, en porcentaje del valor del Fondo de Pensiones)¹²⁹

	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total
Acciones Enersis	1,56%	1,36%	1,40%	0,39%	0,00%	1,15%
Acciones Endesa	1,55%	1,57%	1,68%	0,47%	0,04%	1,33%
Total	3,11%	2,93%	3,08%	0,86%	0,04%	2,48%

Tabla 1.20 Resumen Resultado de Enersis - Tercer trimestre 2012 (cifras en millones de pesos)¹³⁰

	Acumulado 2012	Acumulado 2011	Variación %	3T12	3T11	Variación %
Ingresos	4.896.311	4.848.799	0,98%	1.600.607	1.647.078	-2,82%
Costos + GAV	3.723.857	3.651.466	1,98%	1.182.482	1.153.204	2,54%
Resultado Operacional	1.172.454	1.197.333	-2,08%	418.125	493.874	-15,34%
	23,95%	24,69%		26,12%	29,98%	
Dep. + Amort.	308.670	314.313	-1,80%	108.183	92.487	16,97%
EBITDA	1.481.124	1.511.647	-2,02%	526.308	586.361	-10,24%
Margen EBITDA	30,25%	31,18%		32,88%	35,60%	
Ut. Neta	264.557	319.026	-17,07%	101.937	117.269	-13,07%
Margen Neto	5,40%	6,58%		6,37%	7,12%	

¹²⁸ Fuente: AFP Planvital

¹²⁹ Fuente: AFP Provida

¹³⁰ Fuente: (BICE Inversiones, 2012)

Tabla 1.21 Resultados Enersis Tercer trimestre 2012 – EBITDA por País¹³¹

	3T12	3T11	Variación %
Endesa	246.527	276.819	-10,94%
Dx Chile	44.970	43.471	3,45%
Dx Argentina	(6.862)	(8.276)	-17,09%
Dx Colombia	79.763	69.622	14,57%
Dx Perú	24.108	20.720	16,35%
Dx Brasil	91.004	104.437	-12,86%
Gx Brasil	48.898	85.704	-42,95%

Tabla 1.22 Principales Variaciones al cierre - 11 de Diciembre de 2012 (%)¹³²

Título	Variación (%)
ENDESA	2,20%
RIPLEY	1,82%
CCU	1,54%
CFR	1,52%
IAM	1,20%
VAPORES	-1,40%
SK	-1,76%
MULTIFOODS	-1,87%
SALFACORP	-2,49%
EMBONOR	-3,65%

Tabla 1.23 Perfil de Rating Enersis 2006-2011¹³³

	2006	2011	Diferencial con Rep de Chile	
Moody's	Baa3	Baa2	5 notches	Aa3
S&P	BBB	BBB+	3 notches	A+
Fitch	BBB	BBB+	3 notches	A+

¹³¹ Fuente: (BICE Inversiones, 2012)

¹³² Fuente: (Departamento de Estudios Itaú Chile, 2012)

¹³³ Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012)

Tabla 1.24 Estimación de valor de mercado según metodología (cifras en MMUSD)¹³⁴

	IM Trust	Claro y Asociados	E. Walker
Flujo de Caja Descontado	4.709	4.627	4.862
Múltiplos Compañías Comparables	4.165	4.179	
Múltiplos Transacciones Comparables		4.914	
Consenso Analistas de Mercado	3.827		
Tasación a \$162 / Acción	3.533	3.891	
Tasación a \$187 / Acción	4.074	4.491	

Tabla 1.25 Value at Risk - Enersis¹³⁵

Posiciones financieras	31-12-2011	31-12-2010
Tipo de interés	41.560.004	38.847.459
Tipo de cambio	3.602.591	539.575
Correlación	-310.050	-2.695.024
Total	44.852.545	36.692.010

Tabla 1.26 Resumen de estimaciones de Precio de Mercado¹³⁶

	Fecha	Valor como porcentaje de Enersis		Valor Monetario (cifras en MMUS)		Metodología	Ajuste
		Cota Inferior	Cota Superior	Cota Inferior	Cota Superior		
IM Trust	24 de Octubre 2012	30,90%	32,50%	3.445	3.621	Flujo de Caja Descontado de Cono Sur	Relación entre valor de mercado de Enersis al 23 de Octubre de 2012 y valor de Flujo de caja Descontado de Enersis
Claro y Asociados	24 de Octubre 2012	34,97%	35,35%	3.870	3.912	Flujo de Caja Descontado de Cono Sur	Cota Inferior: Valor de Mercado de Enersis versus valor de Flujo de Caja Descontado. Cota Superior es determinada por múltiplo EV / EBITDA de Enersis aplicado a EBITDA que contribuye Cono Sur

¹³⁴ Fuente: (Somerville Senn, Vial Echeverría, & Fernández Morandé, 2012)

¹³⁵ Fuente: Enersis

¹³⁶ Fuente: (Somerville Senn, Vial Echeverría, & Fernández Morandé, 2012)

2. Gráficos

Gráfico 1.1 Capacidad Instalada (MW) pre-transacción¹³⁷

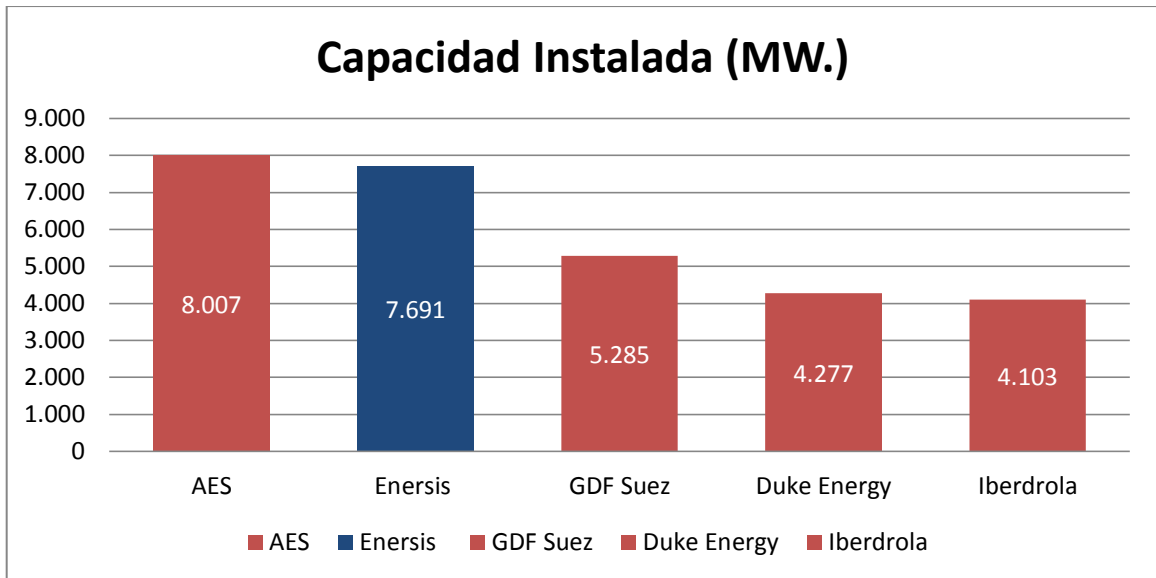
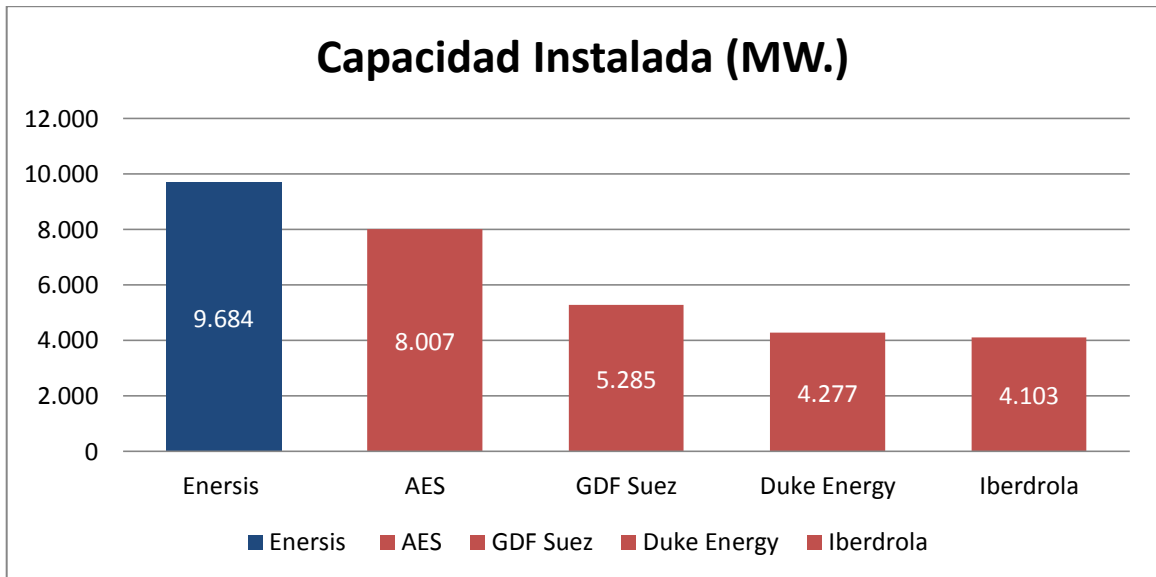


Gráfico 1.2 Capacidad Instalada (MW) post-transacción¹³⁸



¹³⁷ Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012)

¹³⁸ Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012)

Gráfico 1.3 Cartera de clientes de distribución (millones)¹³⁹

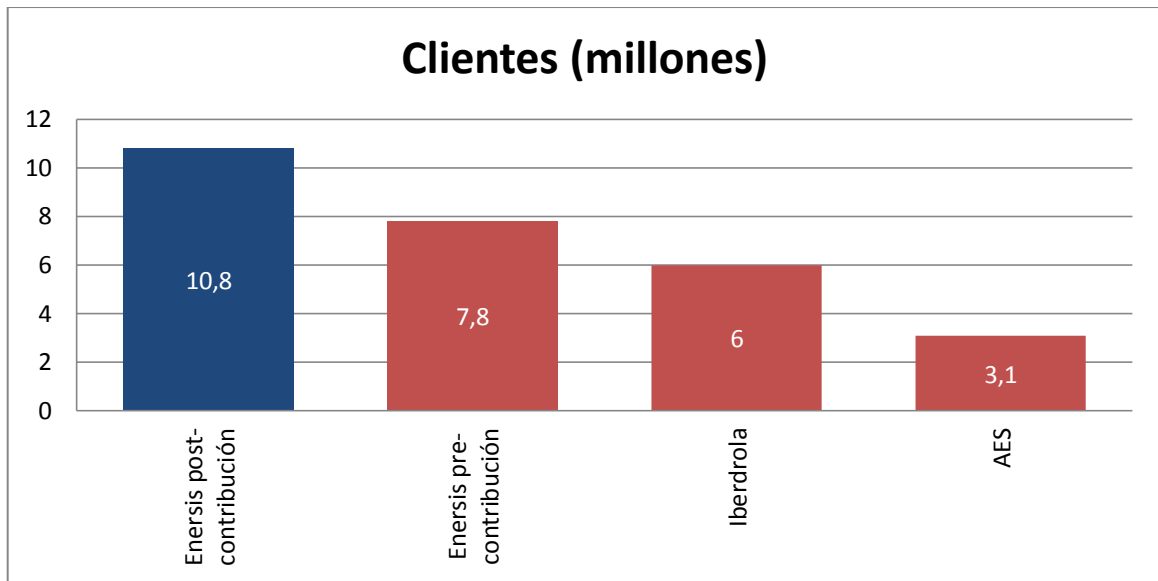
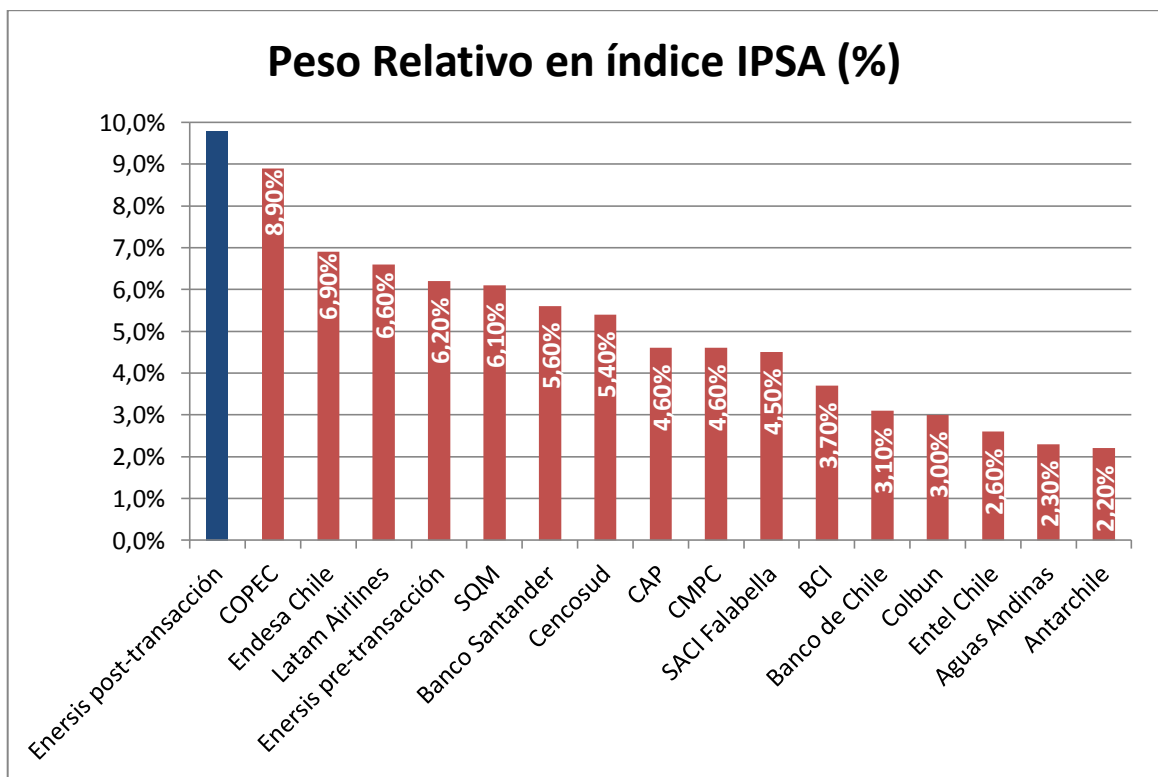


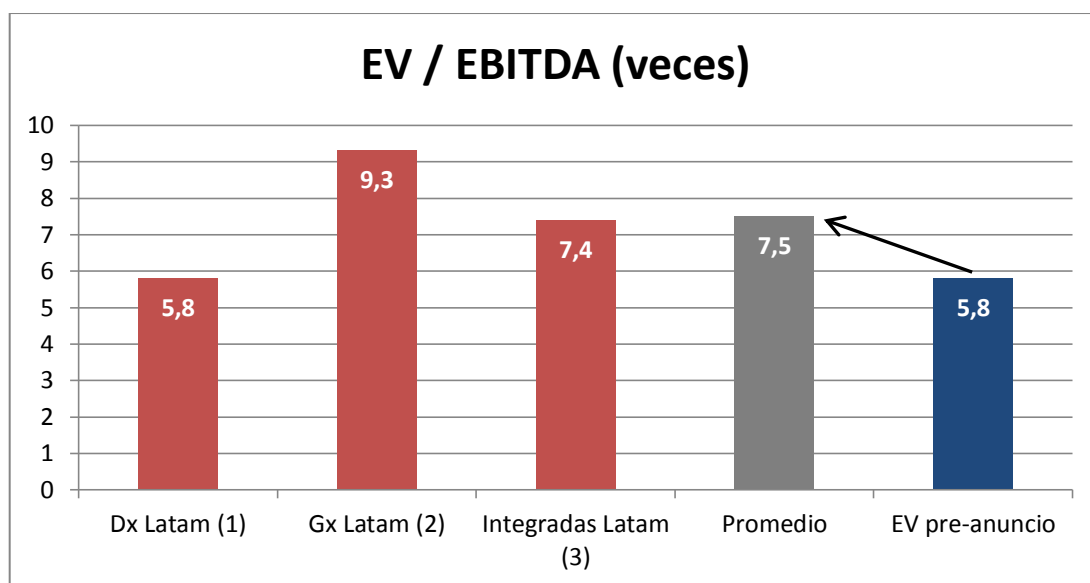
Gráfico 1.4 Peso relativo de los principales actores del índice IPSA (estimaciones¹⁴⁰ al 24 de Julio, 2012)



¹³⁹ Fuente: (Energis S.A., 2012)

¹⁴⁰ Fuente: Bloomberg, Bolsa de Santiago IPSA al 24 de Julio, 2012.

Gráfico 1.5 EV / EBITDA 2012 de Enersis: Brecha en relación a competidores (cifras a 24 de Julio de 2012)¹⁴¹



¹⁴¹ Fuente: (Endesa Latinoamérica S.A., 2012) Diapositiva N°15. En el mismo se detalla:

- (1) Mediana de Luz del Sur, AES Eletropanlo, Equatorial, Light, Coelce y Edenor
- (2) Mediana de Tractebel, CESP, AES Tiete, Endesa Chile, Colbún, AES Gener, E.CL, Edegel, Isagen
- (3) Mediana de CEMIG, COPEL, CPFL, EdB, Pampa Energía

Gráfico 1.6 Precio acción Enersis tras anuncio Aumento de Capital (25 de Julio 2012 a 10 de Diciembre 2012)¹⁴²

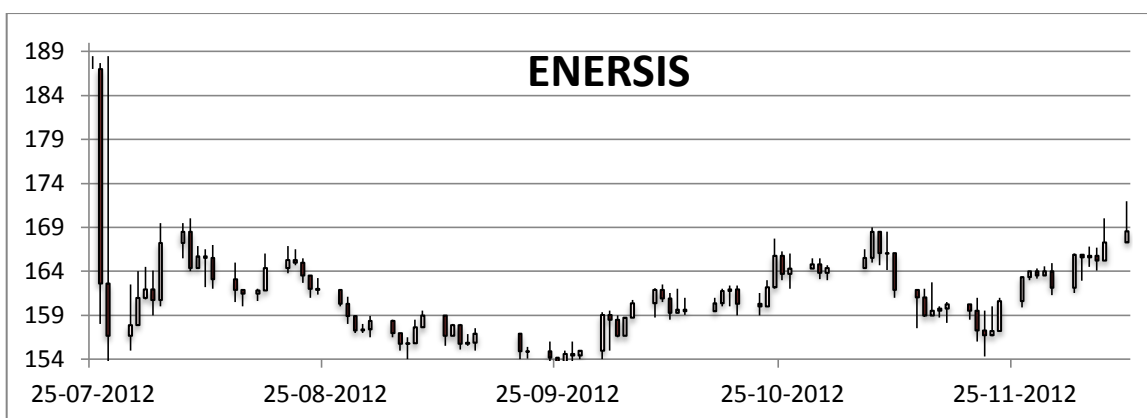
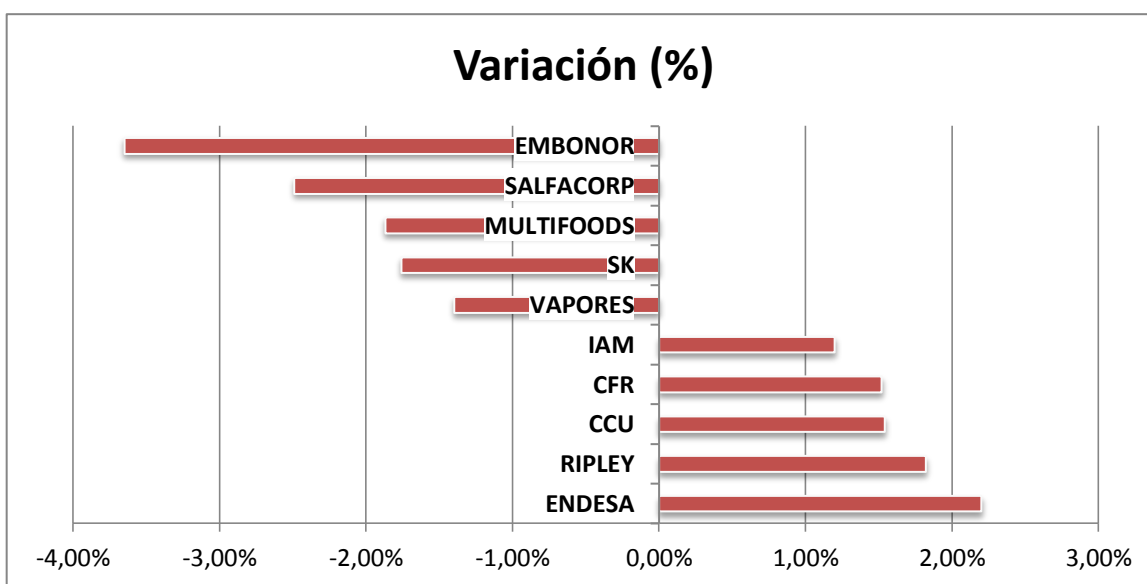


Gráfico 1.7 Principales Variaciones al cierre - 11 de Diciembre de 2012 (%)¹⁴³



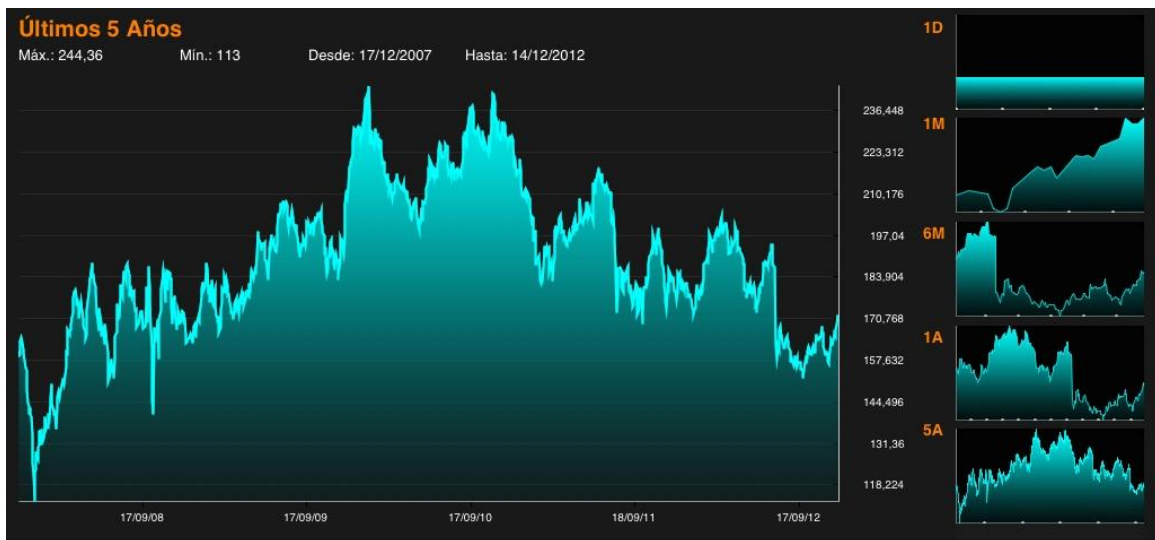
¹⁴² Fuente: Elaboración Propia

¹⁴³ Fuente: (Departamento de Estudios Itaú Chile, 2012)

Gráfico 1.8 Variación precio intradía Enersis - 25 de Julio 2012 a 27 de Julio 2012¹⁴⁴



Gráfico 1.9 Precio acción Enersis (17 de Diciembre 2007 a 14 de Diciembre 2012)¹⁴⁵



¹⁴⁴ Fuente: Bloomberg

¹⁴⁵ Fuente: Bolsa de Valores de Santiago

Gráfico 1.10 Precio acción Enersis (15 de Diciembre 2011 a 14 de Diciembre 2012)¹⁴⁶

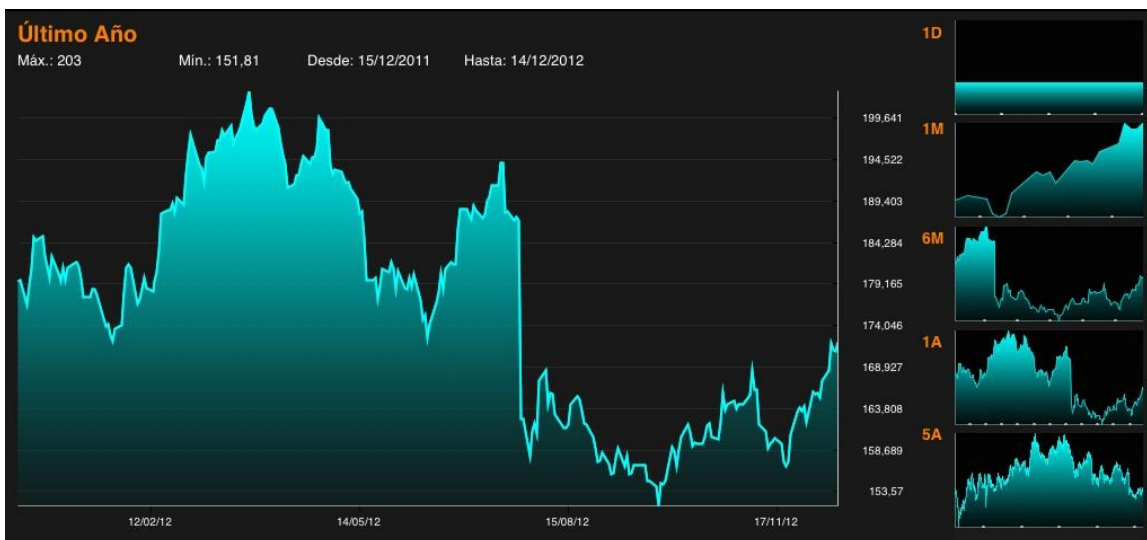
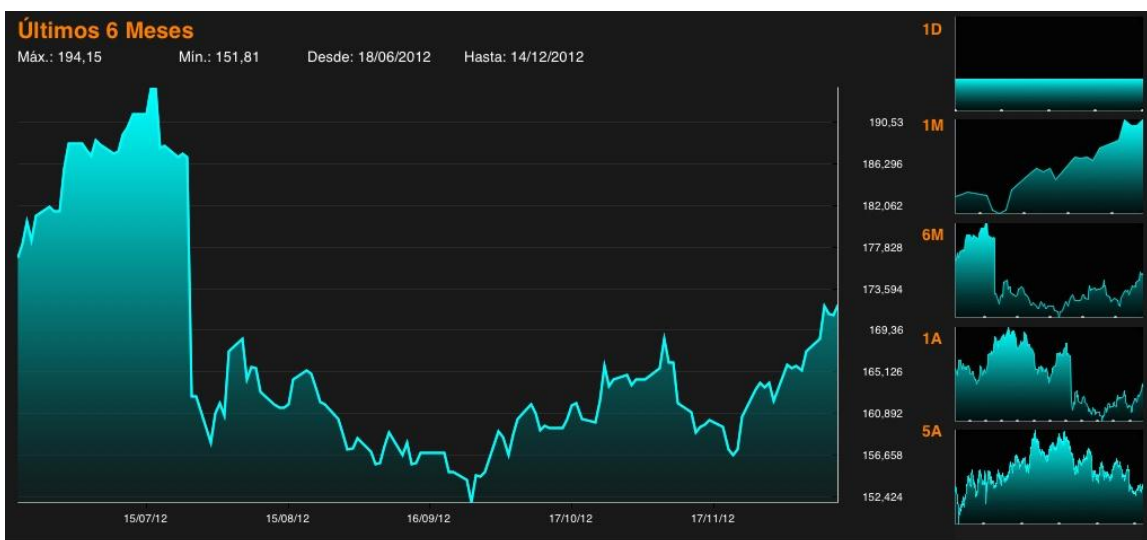


Gráfico 1.11 Precio acción Enersis (18 de Junio 2012 a 14 de Diciembre 2012)¹⁴⁷



¹⁴⁶ Fuente: Bolsa de Valores de Santiago

¹⁴⁷ Fuente: Bolsa de Valores de Santiago

Gráfico 1.12 Precio acción Enersis (14 de Noviembre 2012 a 14 de Diciembre 2012)¹⁴⁸

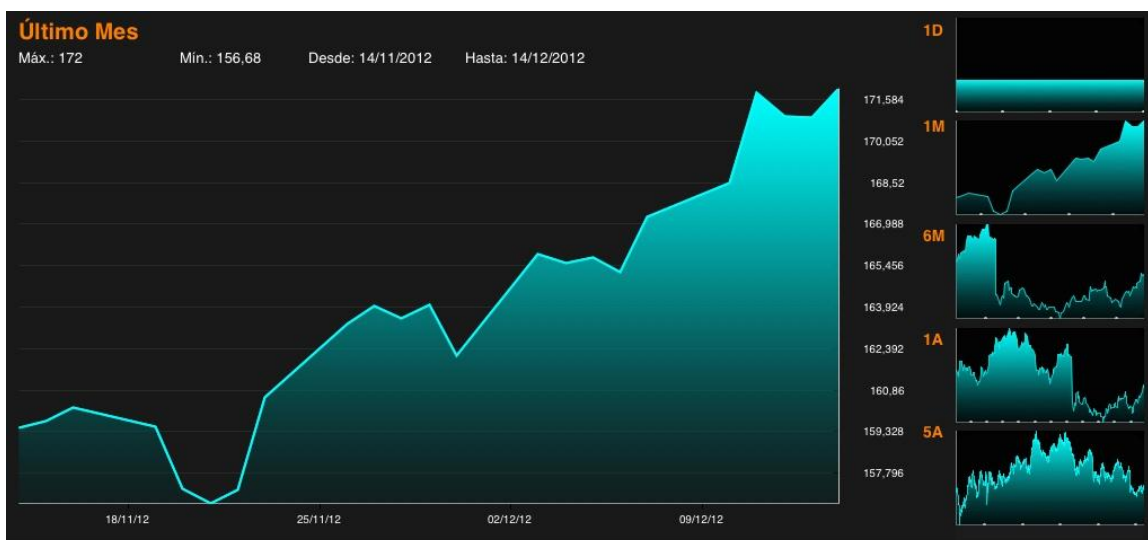


Gráfico 1.13 Variación IPSA (25 de Julio 2012 a 27 de Julio 2012)¹⁴⁹

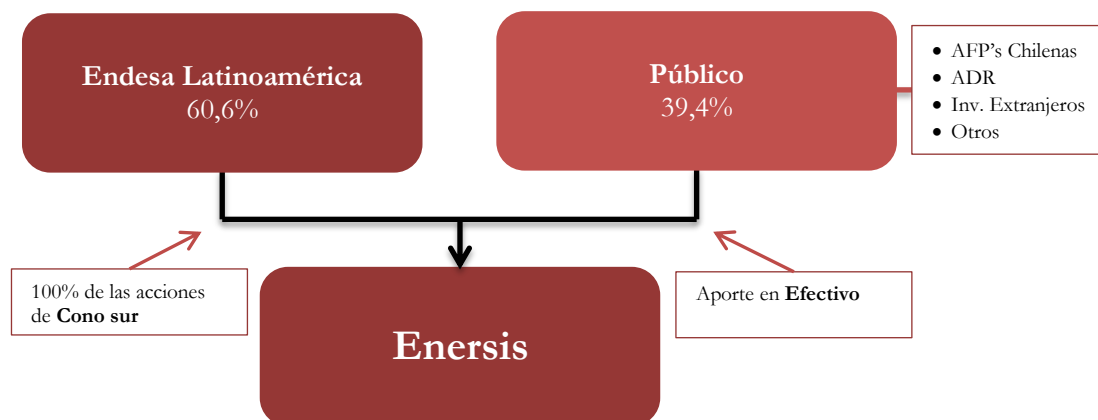


¹⁴⁸ Fuente: Bolsa de Valores de Santiago

¹⁴⁹ Fuente: Bloomberg

3. Diagramas

Diagrama 1.1 Esquema de suscripción de activos en propuesta de Aumento de Capital (participaciones accionarias al 30 de Junio de 2012)¹⁵⁰



¹⁵⁰ Fuente: (Enersis S.A., 2012)

4. Glosario

1. **EBITDA:** Beneficio antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones por sus siglas en inglés
2. Ratio **Deuda Neta / EBITDA:** Deduce de la deuda financiera la posición en efectivo como si fuese destinada por completo a la amortización del pasivo bancario. Hay que señalar que existe una posible *distorsión en el indicador* al considerar que si se destina toda la liquidez a reducir la deuda, se podría entrar en una situación de insolvencia a corto plazo pues el pasivo circulante pasaría a financiarse con el activo no corriente (inmovilizado) – dicho escenario indicaría que la empresa en análisis estaría en problemas.
3. Ratio **VF / EBITDA:** corresponde al cociente entre el valor total de la firma, medido como la suma entre la deuda financiera neta (DFN) y la capitalización bursátil (CB).

$$\frac{VF}{EBITDA} = (DFN + CB)/(CF Explotación)$$

Este indicador relaciona el valor total de la empresa asumiendo la deuda financiera con el flujo de caja proveniente de explotación incluyendo los gastos financieros. Este ratio de explotación es una abstracción de la estructura financiera del balance. Por lo general, se emplea en el análisis de empresas industriales y de tecnología que suelen mostrar altos niveles de endeudamiento, con altos requerimientos de inversión y también de financiación. La razón subyacente es que son compañías con buenas expectativas o explotación sobresaliente pero que incurren en pérdidas por exceso de amortizaciones o gastos financieros. Su uso es a través de cálculos comparativos con empresas pertenecientes a la misma industria.

Históricamente, se considera que un ratio VF/EBITDA inferior a 3 veces es *excelente*, entre 3 a 5 es **barato**, entre 5 y 7 se define *intermedio*, y de 7 a 9 es *alto, etc.* En todo caso, debe matizarse por el potencial de crecimiento de cada empresa. En consideración de lo anterior, este ratio no tiene gran aplicabilidad en compañías financieras¹⁵¹.

4. **CAPEX:** Abreviatura del inglés "*capital expenditure*" – corresponde a la nueva inversión en activos fijos. Cuando se refiere al "*cash flow*" *libre*, se deduce del "*cash flow*" *bruto* (beneficio + amortización) los requerimientos de inversión y las nuevas necesidades del circulante. El CAPEX se refiere al "*cash flow*" *libre*, al no tratarse de una partida de gasto pero sí de una salida de caja – es importante porque no afecta la cuenta de resultados del ejercicio pero sí a la posición de la caja, por ello es que también tiene efecto en la cuenta de resultados de los ejercicios siguientes y a los potenciales pagos de dividendos.
5. **Cash Pooling:** El objetivo principal de ésta medida es la optimización y uso de excedentes con la finalidad de reducir la deuda externa e incrementar la liquidez. El balance-cero, también llamado concentración-de-efectivo – es en su forma la manera más simple de introducir ésta técnica - dependiendo si existen excedentes o déficit de efectivo, todos los balances contemplados en el *pool* de participantes serán transferidos diariamente de manera automática desde o hacia la cuenta de la matriz o *pool-leader*. Un efecto positivo es un balance más corto y por tanto se esperarían mejoras en los ratios de deuda. El elemento clave del balance-cero son los flujos de efectivos físicos.

¹⁵¹ Fuente: (Scherk, 2011) Capítulo 3.3 – páginas: 62 y 63.

Es importante resaltar que el *cash-pooling* permite una distribución óptima de los fondos líquidos internos y maximizar la reducción de deuda externa, adicionalmente provee una reducción de los costos de financiamiento en una corporación. En ciertos casos se observa que permite una mejoría del retorno a la inversión debido a las economías de escala y que provee una simplificación en la administración de la liquidez a nivel local. Por ello, se esperaría una reducción en los costos asociados a trámites bancarios producto de la centralización, y adicionalmente una optimización de las proyecciones de los flujos de caja debido a la coordinación de los ciclos de financiamiento en un holding.

5. PERITAJE EDUARDO WALKER HITSCHFELD

El informe pericial fue encargado al señor Eduardo Walker Hitschfeld¹⁵² por el representante de Enersis S.A. señor Alfredo Ergas Segal.

Eduardo Walker Hitschfeld es Licenciado en Economía e Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile (1982), Ph.D. en Administración de Empresas con especialización en Finanzas de la Universidad de California en Berkeley (1988). Al momento de realizar el peritaje se desempeña como profesor titular en la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile y consultor internacional y miembro del Consejo Técnico de Inversiones de las AFP.

Anteriormente se ha desempeñado en labores académicas como profesor asociado visitante en el departamento de Finanzas de McCombs School of Business de la Universidad de Texas, Austin (2001). También ha realizado el cargo de Gerente de Estudios de AFP Hábitat entre 1992 y 1996. Formó parte del Comité de Mercado de Capitales y de la Comisión Clasificadora de Riesgo. En enero de 2007 se incorpora al Comité financiero de los Fondos Soberanos del Ministerio de Hacienda. Ha oficiado como perito en el caso La Polar, elaborando informes relacionados con los perjuicios causados a los clientes afectados, entre otros.

VALORIZACIÓN POR SOCIEDADES

El informe señala que, en términos de entidades **productivas**, de las sociedades Argentinas la de mayor valor de activos y patrimonio es Edesur con Valor Activos: MMUS\$ 281, Deuda Neta: MMUS\$ 50, Patrimonio Económico: MMUS\$ 230. En el caso de Brasil son; Ampla con Valor Activos: MMUS\$ 2.825 y Patrimonio Económico: MMUS\$ 1.775, y Coelce con Valor Activos: MMUS\$ 2.514 y Patrimonio Económico: MMUS\$ 2.110. En Chile, San Isidro tiene Valor Activos por: MMUS\$ 204 y Patrimonio Económico de: MMUS\$ 205. Pangué, Valor Activos: MMUS\$ 1.716 y su equivalente en Patrimonio Económico. Señala que Transquillota se valoriza mediante valor contable del patrimonio y arroja un resultado de MMUS\$ 21. Para el caso de las compañías Colombianas, Emgesa posee Valor Activos: MMUS\$ 7.424 y Patrimonio Económico por MMUS\$ 6.601, Codensa en tanto tiene Valor Activos: MMUS\$ 5.402 y Patrimonio Económico por MMUS\$ 5.065. Finalmente, señala que las empresas peruanas tienen un valor agregado de los activos y patrimonio por MMUS\$ 1.800 y MMUS\$ 1.400 respectivamente.

Acerca de los **holdings** contemplados en el análisis, recalca que las sociedades Endesa Brasil, Ampla Inversiones, Investluz y Generalima se valorizaron de acuerdo al valor presente de los flujos futuros que no corresponden a sus inversiones considerando sólo los gastos futuros asociados a la actividad de cada holding, a dicho valor se le sustrae la deuda neta de caja. Dado lo anterior señala que el valor económico de dichas compañías es pequeño o incluso negativo.

METODOLOGÍA GENERAL

1. FLUJOS DE CAJA

El peritaje toma en consideración los flujos de caja netos de activos que son generados por la operación de la empresa, descontando los impuestos, gastos de capital¹⁵³ de mantención e inversión, menos (más) aumentos (disminuciones) en el capital de trabajo requerido en la operación.

¹⁵² (Centro Gobierno Corporativo UC, 2008)

¹⁵³ CAPEX: *Capital Expenditures*

Los flujos proyectados se presentan en moneda local de cada país, y las proyecciones se basan en un conjunto común de supuestos¹⁵⁴ macroeconómicos y financieros.

2. TASAS DE DESCUENTO¹⁵⁵

Se utiliza la tasa de costo de capital promedio ponderado de cada sector en cada país, en US\$ nominales. Se obtiene el promedio ponderado del patrimonio y el costo de la deuda¹⁵⁶.

Con respecto a la **tasa de interés de la deuda**, realiza una búsqueda en BloombergTM de las transacciones recientes de bonos de empresas comparables denominados en US\$ dólares, y en casos de falta de liquidez a plazos mayores se basa en transacciones de bonos a plazos de 10 años.

Para estimar el **costo de capital del patrimonio**, genera un listado de empresas pertenecientes a la misma industria y comparables para cada país que transan sus acciones en bolsa. Con ello estima el “Beta” patrimonial correspondiente al S&P-500 utilizando los retornos denominados en US\$ dólares. La metodología descrita señala que se des-apalancaron los Betas, se obtuvo la mediana y luego re-apalanca utilizando la estructura de endeudamiento promedio de la industria según el país correspondiente. Determinando el costo del patrimonio como se muestra a continuación:

$$K_p = r_f + \widetilde{\text{riesgo país}} + \beta \times PRM$$

La **tasa libre de riesgo** referencial se obtiene a partir de una estimación realizada por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos¹⁵⁷, considera el interés de bonos a 20 años dado que la Duración de Macaulay en dicho caso es coherente con el horizonte de inversión para negocios eléctricos de largo plazo. En dicho caso, recoge un promedio de los primeros días hábiles de Julio fijándose en 2,25%

Con respecto al **riesgo país**, se considera el promedio de dos meses de *stripped spreads* por riesgo país según EMBI+¹⁵⁸ dada la baja liquidez de algunas emisiones, según describe el perito.

El **premio por riesgo de mercado** se estimó a partir de un estudio realizado por *Elroy Dimson, Paul Marsh y Mike Staunton* en 2006 titulado “*THE WORLDWIDE EQUITY PREMIUM: A SMALLER PUZZLE*” de London Business School. Se realizó bajo el supuesto de que el hecho de incorporar los últimos años a la muestra no afectaría significativamente la estimación del premio con respecto a los instrumentos de largo plazo. Señala que el valor oscila entre 3,6% y 4,1% (en base aritmética), el cual sería coherente con las rentabilidades promedio de largo plazo equivalente a 5,75%. Propone que es razonable suponer que en el largo plazo las rentabilidades *reales* esperadas se mantendrán.

Finalmente, considera que no es necesario incorporar premios adicionales por iliquidez basado de acuerdo a lo que expone en el informe pericial: “*Primero, en el caso de requerir liquidez, Endesa España no necesita vender este paquete accionario a terceros con un descuento, porque posee otras inversiones en sociedades abiertas (por ejemplo, en Enersis) que podría liquidar con mayor facilidad. Segundo, en ciertos casos (Emgesa, Codensa, Piura,*

¹⁵⁴ Fuente: (Walker Hirschfeld, 2012) Cuadro 5: Resumen de los Supuestos y criterios utilizados en la valorización.

¹⁵⁵ En el informe se pone en evidencia que como “método de chequeo adicional” se estima la TIR (Tasa Interna de Retorno) de los activos valorizados en moneda local y con ellos se verifican los Premios por Riesgo implícitos de acuerdo a Bonos Estatales en moneda local.

¹⁵⁶ El autor señala que no supone ventajas tributarias de usar deuda.

¹⁵⁷ Fuente: (U.S Department of the Treasury) Consulta: Julio 2012.

¹⁵⁸ Fuente: (CBondS, 2004) Consulta: EMBI+ - Agosto 2012.

Dock Sud y Cemsa), la participación adicional permite consolidar el control por parte de Enersis, sin requerir votos de terceros. En otros (Coelce, Edelnor), se trata de empresas abiertas que transan en bolsa. Por último, en las ocasiones en que no se dan ninguna de las dos situaciones anteriores (Endesa Brasil, Edelsur), la participación adicional permite nombrar al menos un director adicional, lo que fortalece el gobierno corporativo y los planes estratégicos establecidos por Enersis.”¹⁵⁹

3. VALOR ECONÓMICO DEL PATRIMONIO

Se determina a partir del valor presente de los flujos de caja libres (FCL) de activos descontados, menos el valor neto de la deuda de caja y ajustes correspondientes a otros activos o pasivos. Como referencia utiliza los balances auditados a diciembre de 2011.

4. ACTUALIZACIÓN DEL VALOR ECONÓMICO DEL PATRIMONIO

La actualización se lleva a cabo mediante el ajuste de valores en US\$ dólares por la tasa de descuento del patrimonio de cada sociedad y devengando un semestre de ganancias. Se restaron los pagos de dividendos desde el cierre de los balances de 2011 y no contempla ajustes por hechos posteriores que pudiesen afectar significativamente la valorización a 30 de Junio de 2012.

FUENTES UTILIZADAS EN EL INFORME

La información utilizada¹⁶⁰ en el peritaje corresponde a:

- Descripción de mercados en los que se desarrollan cada una de las compañías del objeto de valoración, antecedentes provistos por Enersis S.A.
- Descripción del marco regulatorio de cada uno de los países donde operan las compañías, antecedentes provistos por Enersis S.A.
- Flujos de Caja proyectados de cada compañía para 2012-2021, antecedentes provistos por Enersis S.A. y ajustes realizados en la labor pericial.
- Malla de participación directa e indirecta del Grupo Enersis, antecedentes provistos por Enersis S.A.
- Malla de participación directa e indirecta del grupo Endesa Chile, antecedentes provistos por Enersis S.A.
- Malla de participación directa e indirecta del grupo Endesa Brasil, antecedentes provistos por Enersis S.A.
- Malla de participación directa e indirecta del Grupo Endesa Latinoamérica, antecedentes provistos por Enersis S.A.
- Memorias 2011 de las compañías, antecedentes provistos por Enersis S.A.
- Estados financieros auditados de las compañías al cierre de 2011, antecedentes provistos por Enersis S.A.

¹⁵⁹ Fuente: (Walker Hitschfeld, 2012) Página 7, Primer Párrafo.

¹⁶⁰ Fuente: (Walker Hitschfeld, 2012) Cuadro 1: Fuentes de información.

- Estados financieros de las compañías a marzo de 2012, antecedentes provistos por Enersis S.A.
- Ajustes posteriores a las FECU, dividendos/distribuciones de capital, antecedentes provistos por Enersis S.A.
- Encuadre Macroeconómico que incorporan proyecciones del tipo de cambios, inflación, tasa de interés, PIB, demanda de energía. Antecedentes provistos por Enersis S.A.

Adicionalmente, el perito confecciona una elaboración sobre las tasas de descuento a partir de las tasas de interés de mercado vigentes a la fecha de la realización del informe, basándose en fuentes tales como Bloomberg™, JPMorgan™ e informes de Bancos Centrales correspondientes a cada país.

También utiliza informes de valoración públicos obtenidos de distintas instituciones financieras con la finalidad de obtener referencias. Señala que, en el caso de Ampla Energía y Ampla Invetimentos, PriceWaterhouseCoopers™ provee “Laudo de Avaliação” con fecha 28 de Octubre de 2011. Adicionalmente en el caso de San Isidro y Pangué se entrega un informe de valoración que confecciona BICE™ con motivos de la fusión entre ambas entidades así también el informe pericial correspondiente.