

Santiago, 4 de noviembre de 2015

Señor
Enrico Viale
Presidente del Directorio
Empresa Nacional de Electricidad S.A.
Presente

Referencia: Informe sobre Reorganización Societaria

De nuestra consideración:

De conformidad con lo encomendado por el Comité de Directores de Empresa Nacional de Electricidad S.A. (“Endesa”) mediante acuerdo número 200-1, de fecha 13 de Agosto de 2015, y lo dispuesto en el artículo 50 bis de la Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas (la “LSA”), por medio del presente documento y en nombre del Comité de Directores (el “Comité”) de Endesa, los señores Enrique Cibie Bluth, Felipe Lamarca Claro y Jorge Atton Palma, cumplimos con informar lo siguiente respecto de la reorganización societaria descrita en los hechos esenciales de fecha 22 y 22 de abril de 2015 y 21 y 27 de julio de 2015 (la “Reorganización Societaria”).

I. Introducción y antecedentes

Con fecha 22 de abril de 2015, Enel, matriz de Enersis, Endesa y Chilectra, difundió un acuerdo de su Directorio conforme al cual dicho Directorio consideró y acordó conveniente que los directorios de Enersis, Endesa y Chilectra iniciaran el análisis de un eventual proceso de reorganización societaria (la “Reorganización Societaria”) destinado a separar los activos de generación y distribución eléctrica en Chile de aquellos en otros países de América Latina.

Según este comunicado de Enel:

- La Reorganización Societaria propuesta es una iniciativa que forma parte del programa de racionalización y simplificación del grupo previamente anunciada por Enel
- Dicha Reorganización Societaria eliminaría un número de duplicidades y superposiciones entre las compañías que le reportan a Enersis, (i) que están impidiendo la plena valorización de los activos asociados para todos los accionistas, reduciendo la visibilidad de los distintos negocios, y (ii) haciendo que el proceso de toma de decisión sea innecesariamente complejo
- Diferenciar claramente las operaciones en Chile de las operaciones en otros países de América Latina facilitaría la creación de valor para Enersis, Endesa y Chilectra, y todos sus accionistas.
- Finalmente, el comunicado de Enel indicó que los órganos competentes de Enersis, Endesa y Chilectra evaluarían las posibles condiciones y procedimientos para la implementación de la Reorganización Societaria, en cumplimiento con las leyes aplicables.

Con esa misma fecha, 22 de abril de 2015, los directores de Enersis, Endesa y Chilectra tomaron conocimiento de lo divulgado por Enel.

Con fecha 28 de abril de 2015, el Directorio de Enersis, matriz de Endesa, resolvió iniciar los trabajos de análisis de la Reorganización Societaria propuesta, tendiente a la separación de las actividades de generación y distribución en Chile del resto de actividades desarrolladas fuera de Chile por Enersis y sus filiales Endesa y Chilectra, y la posterior fusión de estas últimas, en su solo vehículo que se denominaría Enersis Américas.

Con esa misma fecha, el Directorio de Endesa informó que (i) el Directorio de Enersis le comunicó a Endesa que Enersis había iniciado los trabajos de análisis de la Reorganización Societaria y (ii) el Directorio de Endesa, por su parte, había decidido iniciar los estudios tendientes a analizar la Reorganización Societaria.

Con fecha 21 de julio de 2015 Endesa recibió de la Superintendencia de Valores y Seguros (“SVS”) el Oficio Ordinario N° 15452, instruyendo diversas medidas relativas a la Reorganización Societaria, incluyendo la recomendación de que, en consideración a la complejidad de la operación y a objeto que los accionistas cuente con mayores elementos para un adecuado análisis de la operación, la administración considerara, entre otras medidas, un pronunciamiento expreso por parte del comité de directores respecto de la Reorganización Societaria.

Con fecha 27 de julio de 2015, Enersis, Endesa y Chilectra informaron que sus respectivos Directorios resolvieron que, de aprobarse el llevar a cabo la Reorganización Societaria, ésta se realizaría mediante las siguientes operaciones societarias:

- Cada una de las sociedades filiales Chilectra y Endesa se dividirían, surgiendo: (i) una nueva sociedad de la división de Chilectra (“Chilectra Américas”) a la que se asignarían las participaciones societarias y otros activos que Chilectra tenga fuera de Chile, y los pasivos vinculados a ellos, y (ii) una nueva sociedad de la división de Endesa (“Endesa Américas”) a la que se asignarían las participaciones societarias y otros activos que Endesa tenga fuera de Chile, y los pasivos vinculados a ellos. Para efectos del presente Informe, en adelante denominaremos las sociedades continuadoras de Chilectra y Endesa “Chilectra Chile” y “Endesa Chile”, respectivamente.
- Enersis, a su vez, se dividiría, surgiendo de esta división una nueva sociedad (“Enersis Chile”) a la que se asignarían las participaciones societarias y activos de Enersis en Chile, incluyendo las participaciones en cada una de Chilectra Chile y Endesa Chile (tras las divisiones de Chilectra y Endesa), y los pasivos vinculados a ellas, permaneciendo en la sociedad continuadora (que luego de la división se denominará para estos efectos “Enersis Américas”) las participaciones societarias de Enersis fuera de Chile, así como las que tenga en cada una de las nuevas sociedades Chilectra Américas y Endesa Américas creadas como consecuencia de las divisiones de Chilectra y Endesa anteriormente señaladas, y los pasivos vinculados a ellas.
- Una vez materializadas las anteriores divisiones, Enersis Américas absorbería por fusión a Chilectra Américas y Endesa Américas, las cuales se disolverían sin liquidación, agrupándose de esta manera en la primera, todas las participaciones internacionales del Grupo Enersis fuera de Chile. Esta fusión, que involucra a dos sociedades de nueva creación (Endesa Américas y Chilectra Américas), se llevaría a cabo tan pronto fuera legalmente posible conforme a lo previsto en la normativa de aplicación.

En este mismo comunicado, se informó (i) que las sociedades resultantes estarían radicadas en Chile y sus acciones cotizarían en los mismos mercados en que actualmente lo hacen las sociedades

del Grupo Enersis, y (ii) que ninguna de las operaciones descritas requerirá aporte de recursos financieros adicionales por parte de los accionistas.

Mediante acuerdo de directorio número 1500-06 de fecha 27 de Julio de 2015, el Directorio acordó encomendar al Comité de Directores que se pronunciara expresamente respecto de la Reorganización Societaria.

Con fecha 3 de agosto de 2015, el Comité contrató los servicios de Asesorías Tyndall Limitada (“Tyndall”) en calidad de asesor financiero del Comité de Directores con un encargo y alcance de trabajo equivalente al contemplado en la LSA en su artículo 47, referido a evaluadores independientes y, adicionalmente, para cumplir con los requerimientos de información y fundamentación de la operación en estudio en los términos recomendados por la SVS en el referido Oficio Ordinario No 15452.

Con fecha 20 de julio de 2015, la SVS puso a disposición del público el Oficio Ordinario N° 15443, de esa misma fecha, mediante el cual, absolviendo una consulta reservada de Enersis relativa a la Reorganización Societaria, entre otras materias, señaló lo siguiente:

1. A la división de una sociedad anónima abierta no le resultan aplicables las normas establecidas en el Título XVI de la LSA sino solo las disposiciones que regulan específicamente los acuerdos sobre división.
2. En la fusión en que intervenga una o más o sociedades anónimas abiertas no resultan aplicables las normas establecidas en Título XVI de la LSA sino solo las disposiciones que regulan específicamente los acuerdos sobre fusión.
3. No corresponde emplear en las etapas de división y fusión de la Reorganización Societaria, sea individualmente o todas ellas consideradas como una sola operación, las normas sobre operaciones entre partes relacionadas del Título XVI de la LSA, por cuanto, corresponde sólo aplicar las disposiciones que regulan específicamente tales acuerdos.

Con posterioridad a dicho pronunciamiento, AFP Hábitat interpuso una reclamación de ilegalidad contra la SVS ante la I. Corte de Apelaciones de Santiago, reclamación que se encuentra actualmente pendiente de resolución.

II. Informe de Tyndall

Durante los meses de agosto, septiembre y octubre de 2015 el Comité sostuvo reuniones periódicas con los miembros del equipo de Tyndall para precisar el alcance del encargo, intercambiar impresiones sobre la Reorganización Societaria e ir interiorizándose respecto de la metodología y resultados preliminares del análisis.

Con fecha 4 de noviembre, Tyndall presentó al Comité su informe final sobre la Reorganización Societaria (el “Informe de Tyndall”).

En su informe, luego de realizar un análisis muy detallado de la operación, Tyndall concluye lo siguiente respecto de la Reorganización Societaria propuesta:

1. En su opinión, se trataría de una operación pensada desde la perspectiva de Enel y Enersis, no de Endesa.

- a. La premisa detrás la Reorganización Societaria es que la configuración actual del Grupo Enersis presenta tres tipos de problemas: (i) ineficiencias administrativas, (ii) ineficiencia en la utilización en Chile de créditos por los impuestos pagados a nivel de sociedades operativas fuera de Chile, y (iii) subvaloración por parte del mercado de los activos que conforman el grupo.
- b. Estos tres tipos de problemas, sin embargo, parecieran ser temas que interesan más a Enel que a Endesa.

i. Ineficiencias administrativas

- 1. Más que resolver ineficiencias, les parece que la Reorganización Societaria busca adaptar la estructura organizacional a una particular forma (de varias posibles) en que Enel quiere gestionar el grupo de compañías bajo su control. Si bien este es un objetivo legítimo del controlador de un grupo, no debe confundirse con “ineficiencias”.
- 2. Si efectivamente hubiere ineficiencias relevantes, persisten tres problemas:
 - a. Ellas no han sido precisadas;
 - b. Tratándose de temas de gestión, es razonable pensar que la solución podría implementarse sin tener que incurrir en los costos y riesgos que implica la Reorganización Societaria; y
 - c. No tiene mucho sentido que la solución pase por separar a Chile, por un lado, y dejar juntos, por otro lado, a países tan disímiles como Argentina, Brasil, Perú y Colombia.

ii. Ineficiencia en la utilización en Chile de créditos por los impuestos pagados a nivel de sociedades operativas fuera de Chile.

Este es un beneficio que se produce principalmente a nivel de los accionistas de Enersis y, dentro de ellos, respecto de aquellos accionistas con tasas de impuestos finales (Global Complementario y Adicional) superiores a la tasa de Impuesto de Primera Categoría vigente en Chile y, en el caso de los no residentes en Chile, respecto de aquellos que residen en países con convenio de doble tributación vigente con Chile

iii. Subvaloración por parte del mercado de los activos que conforman el grupo

- 1. La Reorganización Societaria no apunta a cambios en los factores generadores (*drivers*) de valor de las compañías operativas, sino que especula sobre una posible disminución del descuento con que

transarían Enersis y Endesa, si se reagrupan las participaciones en las distintas sociedades.

2. El conflicto de interés respecto del controlador se mantiene (si es que no se aumenta) respecto de Endesa Chile.
3. La principal beneficiada de una disminución del descuento, de haberla, en nuestra opinión sería Enersis

2. Confirmaría lo anterior, el hecho que Enel haya planteado la Reorganización Societaria como la única de las soluciones posibles, no obstante existir diversas otras opciones alternativas.

- a. Cuando el Directorio de Enel consideró conveniente que los directorios de Enersis, Endesa y Chilectra iniciaran el análisis de un eventual proceso de reorganización societaria, no lo planteó como un proceso de reflexión estratégica abierto, destinado a buscar la mejor forma de solucionar los problemas de la estructura actual, sino que planteó directamente que la operación a analizar debía ser la separación de los activos de generación y distribución eléctrica en Chile de aquellos en otros países de América Latina, por medio de las operaciones específicas que constituyen la Reorganización Societaria.
- b. Dado que el alcance de su Informe se circunscribió a la operación propuesta, Tyndall no se pronunció sobre otras opciones alternativas, pero hizo presente lo siguiente:
 - i. Es difícil que haya una única estructura que sea la óptima para resolver simultáneamente todos los problemas;
 - ii. Desde la perspectiva de Endesa, de los tres problemas identificados, probablemente aquel que más interesaría a sus accionistas sería el tercero, esto es, una eventual subvaloración de su acción respecto del valor de sus activos subyacentes; y
 - iii. De los tres problemas identificados, sin embargo, el problema que mejor solucionaría la Reorganización Societaria sería el segundo, esto es, la utilización en Chile de créditos por los impuestos pagados a nivel de sociedades operativas fuera de Chile.

3. La Reorganización Societaria propuesta, al no apuntar a cambios en factores generadores (drivers) de valor de las compañías operativas, no tendría como efecto una creación de valor en términos absolutos.

- a. No existen cambios relevantes a nivel de las compañías operativas en términos de flujo de caja esperados o de factores que hagan variar las tasas de descuento aplicables para descontar esos flujos.
- b. A nivel de sociedades matrices, los beneficios netos en términos de flujo de caja, de haberlos, serían marginales.



- c. El beneficio tributario por mejor aprovechamiento de créditos a nivel de accionistas no es simétrico para todos los accionistas.
- d. Por tanto, de haber creación de valor para los accionistas de las distintas compañías, éste tendría que provenir de:
 - i. Una eventual disminución del descuento con que transarían actualmente Enersis y Endesa, dada por¹:

$$\text{Enersis Chile} + \text{Endesa Chile} + \text{Enersis Américas} > \text{Enersis} + \text{Endesa}$$

- ii. La participación de propiedad resultante para los distintos grupos de accionistas en la fusión de Enersis Américas.

4. Una disminución del descuento al que transarían actualmente Enersis y Endesa es posible, pero incierta.

- a. Es difícil determinar el descuento al que transarían hoy Enersis y Endesa respecto de su valor intrínseco ya que el valor intrínseco no es observable, por tanto, cualquier intento de cuantificar dicho descuento sería una simple aproximación.
- b. El análisis de valorización de Tyndall sugiere que:
 - i. Ambas compañías transan a un descuento respecto del valor de suma de sus partes o valor neto de sus activos.

Como se indica en el Informe, este es un fenómeno común en el caso de compañías holding y compañías diversificadas.

- ii. El descuento sería mayor en el caso de Enersis que en el caso de Endesa.
 - 1. Si bien el valor de mercado de Enersis y Endesa resulta en un descuento similar respecto del valor neto de activos determinado según descuento de flujos (DCF), el resultado utilizando la metodología de múltiplos de mercado para las sociedades operativas subyacentes resulta en un descuento casi dos veces mayor para Enersis.
 - 2. Como se explica en el Informe, una de las problemáticas de valorizar según DCF es que el resultado depende de los supuestos con los que se preparan las proyecciones. En este caso, las proyecciones fueron preparadas por las administraciones de las compañías, que no son necesariamente neutrales respecto de la Reorganización Societaria. Por ello, en este caso Tyndall se inclina por los resultados obtenidos en base a múltiplos de mercado.

- c. Determinar *a priori* cuánto de ese descuento podría desaparecer con la Reorganización Societaria es altamente especulativo ya que implica predecir los

¹ Chilectra Chile se considera dentro de Enersis Chile



niveles a los que van a transar todas las sociedades resultantes de la Reorganización Societaria.

Particularmente difícil es determinar el nivel al que va a transar la Enersis Américas fusionada, ya que:

1. No existen compañías “comparables”; y
 2. Enersis Américas sería un vehículo de inversión bastante atípico: holding listada en Chile cuyos activos serían participaciones de empresas de distribución y generación de otros países.
- d. La hipótesis de que este descuento se debería a que los inversionistas no valorizan bien Enersis y Endesa por falta de visibilidad de los negocios subyacentes tiene dos problemas:
- i. Primero, implicaría que los precios de mercado serían “incorrectos”, argumento que siempre debiera generar suspicacias.
 - ii. Segundo, no parece confirmarse en el caso de Enersis y Endesa a partir del análisis realizado, ya que al revisar los informes de analistas de mercado se observa que éstos hoy valorizan Enersis y Endesa por suma de todas sus participaciones en los distintos negocios subyacentes.
- e. Por tanto, concluye Tyndall, sería razonable concluir que el descuento que el mercado aplica a Enersis y Endesa puede tener otras causas e incluso estar justificado por otros factores.
- 5. Si, como sugiere el análisis realizado por Tyndall, Enersis transa a un descuento mayor que Endesa, determinar la Relación de Canje en la fusión con Enersis Américas utilizando contribución relativa en base al valor de suma de las partes, sin ajuste a mercado, sería perjudicial para los accionistas de Endesa.**
- a. La valorización por suma de las partes sin ajuste a mercado ignora el descuento que aplica el mercado.
 - b. Al eliminar el descuento que aplica el mercado, por tanto, la valorización por suma de las partes, favorece a aquella compañía que tiene el mayor descuento (en este caso, Enersis).
 - i. A modo de referencia, señala Tyndall, la diferencia en contribución relativa en la Enersis Américas fusionada de los accionistas minoritarios de Endesa utilizando múltiplos sin ajuste a mercado y con dicho ajuste, sería de 1,5 puntos porcentuales:
 1. 13,6% sin ajuste; y
 2. 15,1% con ajuste
 - c. Una discusión parecida, agrega Tyndall, se dio en el aumento de capital de Enersis del año 2012, en que se discutió si las participaciones que aportaba el accionista

controlador debían valorizarse a su valor según descuento de flujo de caja o a valor de mercado, primando el segundo criterio.

6. Adicionalmente, dada la distribución asimétrica de posibles beneficios, costos e incertidumbre entre los distintos grupos de accionistas involucrados, la Reorganización Societaria presenta mayor riesgo para Endesa que para Enersis.

- a. Endesa incurre en un costo cierto de US\$251 millones, por concepto de ganancia de capital, por el sólo hecho de realizarse la división.
- b. La mayor utilización como crédito de los impuestos extranjeros redonda principalmente en un beneficio para los accionistas de Enersis y su cálculo depende de las condiciones específicas de cada accionista.
- c. Si el mercado efectivamente aplica a Enersis Américas un descuento menor que el que hoy aplica a Enersis, la mayor parte del beneficio se lo llevarían los accionistas de Enersis
- d. En el caso de los accionistas de Endesa, existe el riesgo de que la nueva Endesa Chile, resultante de la división, transe a un descuento de sus comparables más cercanos (Colbún y AES Gener), resultado que no se puede descartar *a priori* considerando que:
 - i. Al enfocarse exclusivamente en Chile, sus perspectivas de crecimiento pueden ser más acotadas; y
 - ii. Puede seguir expuesta al conflicto de interés con su accionista controlador.

7. Una aproximación razonable para determinar la Relación de Canje, por tanto, debiese considerar:

- a. La contribución relativa que realiza cada grupo de accionistas a la fusión de Enersis Américas a valores que consideren los descuentos relativos con que transan actualmente Enersis y Endesa, esto es, a valores lo más parecidos a mercado;
- b. Una compensación por el costo tributario cierto en que va a incurrir Endesa con ocasión de la división; y
- c. Los riesgos relativos en que incurren los distintos grupos de accionistas

8. Tyndall estima que una metodología para lograr estos objetivos sería la siguiente:

- a. Partir con un rango razonable de contribución relativa construido utilizando valor de suma de las partes, ajustada a mercado.
 - i. En este punto se puede utilizar DCF (13,9%), múltiplos de mercado (15,1%) o un promedio de ambas (14,5%).
 - ii. Si bien el promedio de ambas metodologías es una buena opción, por las razones indicadas anteriormente, Tyndall se inclina por la valorización por múltiplos, ajustada a mercado.



- b. Reconocer a los accionistas de Endesa una mayor participación en Enersis Américas para compensar la disminución de valor sufrida a nivel de Endesa Chile con ocasión del impuesto a pagar producto de la división (0,8% de mayor participación en Enersis Américas).
- c. Sobre la base de posibles múltiplos a los que se espera transen Endesa Chile y Enersis Américas, determinar aquella Relación de Canje que, con un mínimo razonable de holgura, sea equivalente al valor actual de las acciones de Endesa.

Dado que se trata de un mínimo, no se debieran considerar los valores “esperados” (que no reflejan una posible distribución asimétrica de los escenarios) sino que aquel nivel de participación en Enersis Américas que, suponiendo niveles razonables de valorización, cubre más de la mitad de los escenarios posibles.

9. Sobre la base de su análisis, Tyndall estima que una Relación de Canje que cumpliría con estas condiciones sería aquella que resulte en una participación para los accionistas minoritarios de Endesa de, a lo menos, un 16% de Enersis Américas.

- a. Ese porcentaje no sería un porcentaje muy distinto al resultado de la contribución relativa calculada según múltiplos de mercado ajustadas a mercado (15,1%), incorporando una compensación de 0,8% por concepto del valor presente neto por los efectos tributarios de la división;
- b. Reflejaría un escenario de valorización para Endesa Chile y Enersis Américas lográble sin tener que “apostar” a que el mercado “corrija” un supuesto “error” de valorización;
- c. Permitiría cumplir con la restricción activa impuesta a la operación por Enel, en el sentido que ésta mantenga más del 50% de las acciones de Enersis Américas fusionada; y
- d. Dejaría también a los accionistas de Enersis en una posición holgada para mantener su valor actual, considerando escenarios conservadores de valorización de Enersis Chile y Enersis Américas.
- e. En la medida en que solucionen los conflictos de interés respecto a Endesa Chile y si mitiguen los riesgos del proceso para los accionistas de Endesa (ambos descritos en los puntos 15 a 18 del Resumen Ejecutivo del Informe de Tyndall), la participación mínima para los accionistas minoritarios de Endesa podría disminuir, aunque marginalmente, porque se aplicaría el 15,9% obtenido mediante contribución relativa más el ajuste por impuesto.

10. Dado el peso relativo de los activos chilenos y no chilenos en el valor del patrimonio de Endesa, el impacto en valor de la Reorganización Societaria para el accionista de Endesa va a depender en gran medida de cómo transe Endesa Chile en el futuro.

- a. Dependiendo de la metodología utilizada, el valor proforma del patrimonio de Endesa Chile (activos y pasivos retenidos en la división) representa ~65% del valor total pre-operación.



Por tanto, el valor al que se espera transe Endesa Chile impacta en mucho mayor medida que el valor al que se espera transe Enersis Américas

- b. El conflicto de interés mencionado como razón para la Reorganización Societaria, si bien se mitiga en el caso de Enersis Américas, no se elimina en el caso de Endesa Chile, ya que la divergencia entre derecho a voto y derechos económicos de Enel se mantiene.
- c. Se podría sostener razonablemente, incluso, que dicho conflicto, respecto de Endesa Chile, podría aumentar con la Reorganización Societaria.
 - i. Las oportunidades de crecimiento (orgánicas e inorgánicas) que se presenten en el futuro fuera de Chile van a ser aprovechadas a través de Enersis Américas.
 - ii. En el evento poco probable que el directorio de Endesa Chile, controlado por Enel, decida crecer en un mercado distinto de Chile, tendría que competir con Enersis Américas.
- d. Endesa Chile, se debe entender, se debiera enfocar exclusivamente en Chile en el futuro.
 - i. En Chile, sin embargo, también participa crecientemente Enel Green Power (“EGP”), sociedad en la que Enel tiene 69% y que, según se anunció, podría aumentar hasta 100%.
 - ii. Dejando de lado los grandes proyectos, por tanto, respecto de las oportunidades de crecimiento que se presenten en Chile, en el futuro Endesa Chile va a tener que competir con EGP.
- e. Si Endesa Chile se enfoca exclusivamente en Chile, por la naturaleza de su base de activos y su gran peso relativo en el mercado de generación, cabría esperar tasas de inversión neta decrecientes y una consiguiente disminución significativa de la “deuda neta” de la compañía.

Un esquema piramidal de propiedad como aquel con que va a quedar Endesa Chile, con disociación entre control y derechos económicos, genera incentivos para disminuir deuda y retener caja en la base (Endesa Chile) ya que dicha menor “deuda neta” se reconoce en un 100% en la cúspide, aumentando la capacidad de endeudamiento de las entidades intermedias.

11. Una preocupación al momento de evaluar la Reorganización Societaria debiese ser, por tanto, adoptar resguardos respecto de la situación futura de Endesa Chile, en particular respecto de dos temas:

- a. La política de endeudamiento y dividendos de Endesa Chile hacia delante.
 - i. Como se indicó en el punto anterior, si Endesa Chile se enfoca exclusivamente en Chile, cabría esperar tasas de inversión neta decrecientes y una consiguiente disminución significativa de la “deuda neta” de la compañía.

- ii. Esto, le parece a Tyndall que no es *per se* negativo, ya que compañías con superávits estructurales de generación de caja pueden igualmente ser atractivas como alternativa de inversión, en particular para aquellos inversionistas que se enfocan más en rendimientos basados en dividendos (*dividend yield*) que en apreciación de capital.
- iii. Un escenario negativo se daría, sin embargo, si Endesa Chile, por un lado, no crece y acumula caja, y por otro lado, no distribuye a sus accionistas los excedentes de caja generados.
- iv. Es poco probable que esto se de en un contexto de propiedad horizontal simétrica en términos de derecho a voto y derechos económicos.

Sin embargo, como se indicó anteriormente, en un esquema piramidal de propiedad como aquel con que va a quedar Endesa Chile, con disociación entre control y derechos económicos, existe un incentivo para el accionista controlador de disminuir deuda y retener caja en la base (Endesa Chile), ya que dicha menor “deuda neta” se reconoce en un 100% en la cúspide, aumentando la capacidad de endeudamiento de las entidades intermedias.

- v. Por tanto, una preocupación relevante al momento de decidir sobre la división de Endesa debiera ser el poder asegurar, por ejemplo, incorporando reglas fijas en los estatutos de la sociedad, un esquema de políticas financieras para Endesa Chile, que haga de Endesa Chile una acción atractiva para inversionistas enfocados en dividendos
 - 1. Rango con endeudamiento mínimo; y
 - 2. Política de distribución de excedentes de caja.
- b. Los potenciales conflictos de interés con Enel, en particular respecto de la activa presencia en Chile de EGP.
 - i. La Reorganización Societaria no resuelve el potencial conflicto de interés relativo a Enel Green Power.
 - ii. Si bien esto es independiente de la Reorganización Societaria, creemos que puede ser una buena oportunidad para solucionarlo, por ejemplo, suscribiendo un acuerdo de inversión conjunta en Chile.

12. La Reorganización Societaria, en los términos en que está planteada, presenta plantea ciertos riesgos para los accionistas de Endesa.

- a. Riesgo de que se divida Endesa y que luego no se materialice la fusión con Enersis Américas.
 - i. Como resultado de la división, los accionistas de Endesa van a recibir acciones de Endesa Chile y de Endesa Américas.
 - 1. Endesa Chile no implica un cambio respecto de la fusión.

2. Endesa Américas, sin embargo, sería una compañía holding financiera, sin una estructura organizacional propia.
- b. Si no se materializa la fusión existen varios riesgos que pueden impactar en valor, dentro de los cuales Tyndall destaca:
- i. Gestión de la compañía hacia el futuro si la fusión no se hace o se posterga;
 - ii. Incertidumbre sobre futuro puede afectar significativamente el precio al que cotice esta acción; y
 - iii. Liquidez de la acción.
- c. Riesgo de que se modifique la Relación de Canje con posterioridad a que se haya aprobado la división.
- i. De las tres compañías divididas, Tyndall considera que Endesa Américas es la que se encontraría más expuesta frente a una renegociación de términos de intercambio.
 - ii. Desde un punto de vista puramente organizacional, Enersis Américas pre-fusión no debiera ser muy distinta a la entidad una vez fusionada y Chilectra Américas (99% de Enersis Américas) no requeriría de una organización, puesto que la gestión de estas inversiones no cambiaría. Endesa Américas, sin embargo, estaría en una situación intermedia, requiriendo de una organización separada, lo cual implica costos no considerados actualmente.
 - iii. Desde un punto de vista de costos y beneficios, algunos de ellos (los más tangibles) ya se habrán producido, el impuesto a las ganancias de capital en Perú ya se habrá gatillado (el principal perjudicado sería Endesa Chile) y lo relativo a la utilización de créditos por impuestos pagados en el extranjero no requiere de la fusión (los accionistas de Enersis Américas son los principales beneficiados de este efecto).
- d. El derecho a retiro puede no ser una protección adecuada para un accionista disidente.

En el caso de que se apruebe la fusión y un accionista de Endesa se sienta perjudicado y quiera retirarse de la sociedad, por la oportunidad en que se dan los distintos pasos, es altamente probable que el precio de ejercicio del derecho a retiro ya tenga incorporado los términos de intercambio de la fusión y, por lo mismo, no otorgue protección suficiente en términos de precio de ejercicio.

13. Para que la Reorganización Societaria contribuya al interés social de Endesa y se ajuste a lo que podrían considerarse precios, términos y condiciones de mercado a la fecha del presente Informe, Tyndall sugiere que debieran cumplirse, como mínimo, las siguientes condiciones:



- a. La Relación de Canje para la fusión de Endesa Américas con Chilectra Américas y Enersis Américas debiera ser aquella que resulte en una participación para los accionistas minoritarios de Endesa, no inferior a 16% de las acciones de la Enersis Américas fusionada.
- b. Previo a aprobarse la división de Endesa en Endesa Chile y Endesa Américas se debieran verificar, aclarar y/o regular, según el caso, los siguientes aspectos:
 - i. Confirmar con un tercero experto en materias tributarias, los beneficios tributarios derivados de mejor aprovechamiento de crédito por impuestos pagados en el extranjero.
 - ii. Adoptar convenciones precisas respecto de cómo ajustar la Relación de Canje por las variaciones que se produzcan en los patrimonios de las sociedades a ser fusionadas entre el 30 de junio de 2015 y los balances de referencia que se utilicen para aprobar las distintas operaciones.
 - 1. La fecha de valorización y la fecha de los balances de referencia utilizados para calcular los patrimonios de las compañías a ser fusionadas fue el 30 de junio de 2015.
 - 2. Según entiende Tyndall, para las divisiones se van a utilizar balances pro-forma al 30 de septiembre de 2015.
 - 3. La fusión se va a realizar recién el año 2016, utilizando balances pro-forma de dicho año.
- c. Adoptar resguardos contractuales que aseguren que una vez aprobadas las divisiones no se modificará la Relación de Canje.
- d. Indemnización para los accionistas de Endesa para el evento en que, materializada la división de Endesa, la fusión con Enersis Américas no se materialice o ello ocurra después del plazo considerado al aprobar la división.
- e. Asegurar que si se acumulan excedentes de caja en Endesa Chile éstos van a ser distribuidos prontamente como dividendos (dado el porcentaje que va a controlar Enersis Chile de Endesa Chile, esto debiera incorporarse en los estatutos de Endesa Chile y requerir una mayoría superior a 2/3 de las acciones con derecho a voto, para su modificación).
- f. Mitigar los conflictos de interés a nivel de Endesa Chile, en particular, respecto del aprovechamiento por Enel Green Power u otras entidades controladas por Enel, de oportunidades en generación que surjan en Chile a través de otros vehículos distintos de Endesa Chile.

III. Otros antecedentes tenidos a la vista

Además del Informe de Tyndall, el Comité tuvo en consideración los siguientes antecedentes:

- 1. Documento presentado al Directorio por Deutsche Bank titulado "Project Carter II Board Discussion Materials" de fecha 2 de noviembre de 2015;



2. Informe Pericial Referencial e Informe de Valorización Económica, de fecha 30 de octubre de 2015, evacuado por el Perito Sr. Colín Becker, Socio de PricewaterhouseCoopers Consultores, Auditores y Compañía Limitada;
3. Diversas presentaciones realizadas al Directorio por la administración de Endesa; y
4. Informe de la Reorganización Societario entregado por la Administración.

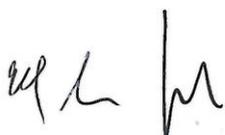
Respecto de estos antecedentes, el Comité estima pertinente señalar lo siguiente:

- a) Tanto el informe de Deutsche Bank como el Peritaje Referencial utilizan como estimación de valor del patrimonio para efectos de determinar la relación de canje referencial para la fusión de Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas, la valorización económica estimada según el criterio de suma de las participaciones correspondientes a los negocios de generación, transmisión y distribución existentes en Perú, Colombia, Brasil y Argentina bajo el método de los flujos de caja descontados, sin efectuar ajuste alguno por concepto de descuento de mercado.
- b) En nuestra opinión, las valorizaciones que se utilicen para determinar la relación de canje deben obedecer a condiciones que prevalezcan en el mercado al momento de la operación, con lo cual, dichas valorizaciones deben ser consistentes en términos relativos a la valorización actual de mercado de Enersis y Endesa, lo cual implica, considerar el descuento con que actualmente transan dichas empresas.
- c) Adicionalmente, en el caso del Peritaje Referencial, nos llaman la atención dos puntos, que nos parecen relevantes:
 - a. A pesar de obtener un valor positivo para las participaciones argentinas valorizadas con el método de descuento de flujo de caja, no le asigna valor para propósitos de la valorización, considerando dichas participaciones en cero para efectos del cálculo de la relación de canje referencial.
 - b. Los supuestos que adopta el Perito para la determinación del valor terminal de las distintas compañías operativas, privilegia los activos de distribución, al suponer una mayor tasa de crecimiento en perpetuidad para éstos que para los activos de generación. Esto no tiene mucho sentido, considerando que se trata de tasas de crecimiento en perpetuidad, horizonte en el que uno esperaría que oferta y demanda de electricidad coincidieran.
- d) Por estas consideraciones, en nuestro análisis utilizaremos las estimaciones de valor incluidas en el informe de Tyndall, en que se realiza un ajuste a mercado.

IV. Pronunciamiento del Comité

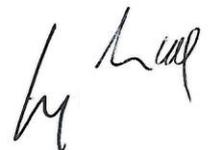
1. Naturaleza de la operación y protección de los intereses de los accionistas de Endesa.

- a. Como primer punto, este Comité quisiera dejar constancia que existiendo un pronunciamiento específico expreso por parte de la SVS en el sentido que no corresponde emplear en las operaciones de división y fusión que componen la “Reorganización Societaria” las normas sobre operaciones con partes relacionadas del



Título XVI de la LSA, correspondiendo sólo aplicar las disposiciones que regulan específicamente los acuerdos de división y fusión respectivos, pronunciamiento que además está siendo objeto de un recurso de reclamación ante la I. Corte de Apelaciones de Santiago, este Comité se considera inhibido para pronunciarse acerca de si procede o no aplicar dichas normas y esperará lo que sobre este punto resuelva la justicia, puesto que considera que el Comité de Directores no tiene las atribuciones legales para cambiar una tipificación ya definida en el dictamen referido de la SVS, ya que este es el órgano llamado expresamente por la ley a interpretarlo.

- b. Más allá de las calificaciones jurídicas sobre las operaciones que componen la Reorganización Societaria, este Comité considera que la Reorganización Societaria, desde un punto de vista económico financiero, inequívocamente es una operación entre partes relacionadas, puesto que contrapone los intereses de Endesa, filial en que Enersis tiene sólo un 60% de la propiedad, con los intereses de la propia matriz Enersis y de otra filial Chilectra controlada por Enersis en un 99%. Si bien la contraposición de intereses se produce específicamente en la fusión, al tener que fijarse una relación de canje en base a los valores relativos de los patrimonios de las tres sociedades involucradas, la contraposición de intereses afecta a toda la Reorganización Societaria ya que el objetivo que se pretende conseguir únicamente se logra si se llevan a cabo todas y cada una de las etapas propuestas.
- c. Por tanto, independiente de la discusión jurídica, a este Comité le preocupa la asimetría que se produce entre los distintos accionistas, en especial la situación de los accionistas minoritarios de Endesa.
- d. De no haberse emitido un pronunciamiento explícito por la autoridad con competencia para interpretar administrativamente la LSA, este Comité considera que habría fundamentos suficientes para someter la Reorganización Societaria al procedimiento que establece el Título XVI de la LSA.
- e. En todo caso, este Comité ha tomado todos los resguardos para actuar con la debida diligencia que establece la legislación. Para ello, hemos tenido a la vista y analizado todos los informes legales, técnicos y financieros-contables que se han realizado con ocasión de esta operación, procurando que los accionistas cuenten con el mayor estándar de información posible.
- f. Desde este punto de vista, este Comité estima necesario preguntarse si, considerando la situación específica y concreta de la Reorganización Societaria, las normas especiales de las divisiones y fusiones otorgan una protección suficiente desde un punto de vista económico financiero o sería conveniente adoptar resguardos adicionales para proteger el interés de todos los accionistas de Endesa.
- g. Por las razones que se indican a continuación (y en el punto [3] abajo), este Comité estima que las normas especiales de las divisiones y fusiones pueden no ser suficiente resguardo para en el caso de la Reorganización Societaria.
 - i. La Reorganización Societaria supone, como primer paso, a acordarse en una junta de accionistas a celebrarse en diciembre de 2015, que Endesa se divida en dos sociedades: Endesa Chile (continuadora de la actual, que retiene los activos chilenos) y Endesa Américas (nueva sociedad a la que se le asignan las participaciones en las sociedades extranjeras; y, como segundo paso, a realizarse



en el tercer trimestre del año 2016, una fusión de Endesa Américas con Chilectra Américas y Enersis Américas.

- ii. Los resguardos que contendrían las normas especiales sobre división y fusión serían: (i) que tanto la división como la fusión deben ser aprobadas en junta extraordinaria de accionistas con el voto conforme de acciones que representen 2/3 de las acciones con derecho a voto y (ii), en el caso de la fusión, que los accionistas que se consideren perjudicados por la fusión, tendrían derecho a retirarse de la sociedad vendiendo sus acciones a la respectiva sociedad, a precio de mercado, según éste se define por la LSA.
- iii. El acuerdo cuya aprobación otorgaría derecho a retiro a los accionistas disidentes no es el acuerdo inicial en que se aprueba la división, sino que la junta en que se apruebe la fusión el año 2016. Esto genera varios problemas:
 1. Si los términos de intercambio referenciales que se dan a conocer en la junta de división son desfavorables para el accionista de Endesa, éste no puede retirarse de la sociedad, quedándole como única opción vender sus acciones a un precio que, al conocerse la relación de canje, ya se va a haber ajustado a dichos términos desfavorables.
 2. Aprobada la división, si la fusión no se lleva a cabo, los accionistas de Endesa quedan en una situación de indefensión, puesto que su acción de Endesa se habrá dividido, por un lado, en una acción con identidad de negocios propia (Endesa Chile) y, por otro lado, en una especie de acción “en tránsito”, sin identidad de negocios propia.
 3. De las tres acciones resultantes de las divisiones, Endesa Américas es la que se vería más perjudicada, ya que no tendría estructura organizacional propia, tendría participaciones no consolidadas y existiría incertidumbre respecto de su futuro. Por lo tanto, la incertidumbre que se genere durante el tiempo entre división y fusión puede afectar negativamente el valor de mercado de Endesa Américas.
 4. Una acción que no transe bien durante el período entre división y fusión genera dos problemas:
 - a) Perjudica la posición de los accionistas de Endesa Américas (respecto de los accionistas de Enersis Américas) en la determinación de la relación de canje definitiva; y
 - b) Anula el potencial beneficio que tendría poder ejercer el derecho a retiro cuando se apruebe la fusión, ya el precio de ejercicio de dicho derecho es el precio de mercado calculado durante el período entre la división y la fusión.
- h. Por estas consideraciones, estimamos que la aplicación pura y simple de las normas especiales sobre división y fusión a la Reorganización Societaria sería insuficiente y, por lo mismo, en su recomendación este Comité va a sugerir que se adopten una serie de resguardos adicionales para la realización de las operaciones propuestas.

2. Sobre la Reorganización Societaria

Respecto de la Reorganización Societaria propiamente tal, luego de analizar en detalle los antecedentes de la misma, este Comité opina lo siguiente:

- a. Es una operación diseñada por Enel para satisfacer el interés de Enel y que ha sido presentada como la única solución posible, negándose Enel a considerar otras posibles alternativas de operación que, cumpliendo los objetivos identificados como justificación de la operación, podrían ser más atractivos para Endesa.
- b. Se trata de una operación más bien de tipo financiera que estratégica. La nueva configuración de los activos del grupo no busca adaptarse o anticiparse a cambios estratégicos en las industrias y mercados en que participan las compañías, sino que persigue:
 - i. Disminuir el descuento que aplican actualmente los inversionistas principalmente a la acción de Enersis, por la vía de:
 1. Reducir la desalineación de intereses con el controlador;
 2. Disminuir las participaciones cruzadas de Enersis y Endesa; y
 3. Mejorar la visibilidad de las participaciones en sociedades operativas.
 - ii. Mejorar la utilización de los créditos contra los impuestos Global Complementario y Adicional por los impuestos pagados por las sociedades operativas en el extranjero.
- c. La Reorganización Societaria, en sí misma, no genera cambios en los flujos de caja esperados ni sinergias, con lo cual, no hay creación de valor propiamente tal. Si bien los planes de negocios presentados para justificar la operación, de concretarse en los términos descritos por la administración, significarían una creación de valor (en todo caso, a la fecha solo se han enunciado conceptualmente y se han dado cifras agregadas, sin mayor detalle), por su naturaleza se trata de mejoras de gestión que podrían lograrse mayoritariamente sin la Reorganización Societaria.
- d. Como resultado de la Reorganización Societaria, Enel incrementa su participación en los activos de generación de Endesa fuera de Chile, de un 36% actual, a más de un 50%, a cambio de diluir su participación en los activos de distribución fuera de Chile, de un 60% a +50%. Esto le permitiría en el futuro a Enel acceder al control directo de estos activos de generación sin invertir recursos adicionales ni perder el control de activos de distribución.
- e. Para Endesa, la división implica costos ciertos:
 - i. Un pago de impuestos cierto el año 2016 de US\$ 251 millones en Perú, mitigado parcialmente por un crédito por US\$60 millones, correspondiente al impuesto pagado en Perú, a ser utilizado en Chile el año 2017. Tyndall estima el valor presente de estos efectos en US\$188 millones.



- ii. Un mayor impuesto en Chile por la menor corrección monetaria resultante de disminuir su patrimonio con la división. Tyndall estima el valor presente de este efecto en US\$23 millones.
- f. Los beneficios tributarios de US\$729 millones identificados, (i) no son ciertos (dicha cifra es el valor presente esperado en un horizonte largo de tiempo, bajo el supuesto de que no cambien las condiciones y regulaciones actuales), (ii) se generan mayoritariamente para los accionistas de Enersis Américas (principalmente accionistas de Enersis) y (iii) benefician principalmente a aquellos accionistas con tasas de impuesto altas y, entre éstos, a aquellos que residen en países que tienen tratados de doble tributación con Chile (3% de crédito adicional).

3. Principales riesgos de la operación

Este Comité estima que la Reorganización Societaria, en los términos que ha sido planteada, genera los siguientes riesgos adicionales:

- a. Que se aprueben las divisiones y luego no se materialice la fusión (explicado en mayor detalle en el punto IV, 1.g. anterior).
- b. Que, aprobada la división, se reabra la discusión sobre relación de canje y la relación de canje definitiva que se proponga sea menos favorable, para los accionistas de Endesa, que la relación de canje referencial que se tuvo en consideración para aprobar las divisiones (explicado en mayor detalle en el punto IV, 1.g. anterior).
- c. Que el precio de ejercicio del derecho a retiro aplicable cuando se apruebe la fusión de Endesa Américas sea bajo y, por tanto, no otorgue protección a aquellos accionistas que se sientan perjudicados con la operación (explicado en mayor detalle en el punto IV, 1.g. anterior). Esto, como se indicó, podría darse por dos factores:
 - i. El precio de la acción de la nueva Endesa Américas durante el período entre la división y la fusión ya va a reflejar la relación de canje referencial, con lo cual, aprobada la división, que no tiene derecho a retiro, un eventual derecho a retiro en la fusión se tendría que ejercer a un precio que ya tendría incorporados los efectos del acuerdo que motiva el retiro.
 - ii. Si la fusión se demora y surgen dudas respecto de si se va a aprobar o no, el precio de la acción de Endesa Américas se vería afectado ya que, de las tres sociedades que se fusionan, sería la más vulnerable.
- d. Que los *equity stories* de las compañías resultantes de la Reorganización Societaria, esto es, Endesa Chile y Enersis Américas, no sean atractivos y sus acciones coticen a un descuento significativo (y mayor a los actuales de Endesa y Enersis) respecto del valor de sus participaciones subyacentes.
 - i. En el caso de la nueva Endesa Chile resultante de la división, nos preocupa lo siguiente:



1. Implícitamente, la división implica que Endesa Chile sólo puede crecer en Chile. Esto se compara negativamente con sus comparables naturales, AES Gener y Colbún, que no tienen esa restricción.
2. Dado el tamaño relativo que va a tener Endesa Chile respecto del mercado chileno, la estrategia anunciada por Enel/Enersis de no invertir en grandes proyectos de generación y la activa presencia en Chile de Enel Green Power en ERNC, Endesa Chile puede ser percibida como una acción de escaso crecimiento.
3. Dado que Enel va a consolidar el 100% de la deuda y de la caja de Endesa Chile, pero sólo va tener el equivalente de un 36,36% de los dividendos, existe un incentivo para no distribuir los excedentes de caja que se generen.
4. Lo informado por el Controlador de Enersis, Enel, de focalizar a Endesa a proyectos de menor envergadura, dejando en una incertidumbre los derechos de agua con que cuenta actualmente Endesa, que la hace más vulnerable en el largo plazo. Adicionalmente, lo declarado por ejecutivos de Enersis de privilegiar los negocios de distribución del Grupo, hacen más incierto el desarrollo de lo que sería la nueva Endesa Chile, aumentando el riesgo de perder valor en el mercado.

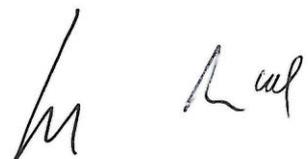
ii. En el caso de Enersis Américas, nos preocupa lo siguiente:

1. Va a ser un holding puramente financiero y, por tanto, puede sufrir de los mismos descuentos que hoy aplica el mercado a otras holdings de ese tipo, incluida Enersis.
2. Va a ser una sociedad inscrita y cotizada en Chile, a pesar de que el 100% de sus inversiones van a estar fuera de Chile. Esto puede tener implicancias negativas.
3. No van a existir compañías comparables con las cuales el mercado pueda contrastar valores relativos.

4. Relación de Canje

En opinión de este Comité, la relación de canje que se fije para la fusión de Endesa Américas con Chilectra Américas y Enersis Américas debe cumplir con los siguientes criterios:

- a. Debe ser coherente con las condiciones que prevalecen en el mercado al momento de aprobarse la primera de las operaciones que conforman la Reorganización Societaria. Por tanto, las valorizaciones de Endesa Américas, Chilectra Américas y Enersis Américas deben ser consistentes, en términos relativos, a la valorización actual de mercado de Enersis y Endesa.

Two handwritten signatures in black ink, one appearing to be 'M' and the other 'Lul'.

En opinión de este Comité, el método del descuento de flujo de caja en base a proyecciones hechas por las administraciones de Enersis y Endesa especialmente para la Reorganización Societaria, no es la más adecuada puesto que:

1. No considera el descuento relativo, respecto de valor de sus participaciones subyacentes, al que actualmente transan Enersis y Endesa.
2. Los resultados del descuento de flujo de caja dependen de los supuestos utilizados. Tratándose de una operación en la que existen conflictos de interés, nos parece razonable ser un poco más cautos respecto de los supuestos y resultados de este método de valorización.

Este Comité estima que el criterio para determinar la contribución relativa de Endesa Américas a Enersis Américas, debiera ser la valorización de suma de las partes, realizado en base a múltiplos de empresas comparables a las compañías operativas que se contribuyen, ajustadas por el descuento que le aplica hoy el mercado a Enersis y Endesa, según el caso.

Considerando el análisis realizado por Tyndall, este criterio resultaría en una contribución relativa de entre 14,2% y 15,9% de Enersis Américas fusionada para los accionistas minoritarios de Endesa.

- b. Debe considerar el costo tributario en que incurriría Endesa al hacer la división
 - i. Tyndall estima el valor presente de los efectos combinados del impuesto a pagar en Perú y el crédito por este impuesto a ser aprovechado en Chile, en US\$188 millones.
 - ii. Este mayor costo experimentado por Endesa podría compensarse en dinero o mediante una mayor participación en Enersis América.
 - iii. Si se reconoce como mayor participación en Enersis Américas, Tyndall estima que el porcentaje adicional a reconocer a los accionistas minoritarios de Endesa, sería 0,8%.
- c. Debe reflejar los riesgos que presenta la operación para los accionistas de Endesa, descritos anteriormente.

El efecto en la relación de canje este último elemento va a depender de los resguardos que se adopten para eliminar o por lo menos mitigar estos riesgos.

En el punto [5] siguiente se enumeran las condiciones mínimas que en opinión de este Comité se debieran adoptar por parte de los accionistas de Endesa para que la Reorganización Societaria sea aceptable.

Si se implementan estos resguardos adecuadamente, este Comité estima que la Reorganización Societaria contribuiría al interés de Endesa, si la participación de los accionistas minoritarios (40%) de Endesa Chile en la fusión de Endesa Américas, como mínimo, asciende a 16,7%.

El fundamento de esta relación de canje mínima de 16,7% sería el siguiente:

- i. Tomamos como punto de partida la parte alta del rango de contribución relativa, antes del efecto neto del impuesto generado en la división, estimada por Tyndall, de 15,9%.

La razón para tomar el punto alto del rango es en atención a la incertidumbre que todavía plantearía la Reorganización Societaria para los accionistas de Endesa, considerando los posibles escenarios de valorización de la nueva Endesa Chile y la Enersis Américas fusionada.

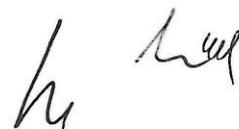
- ii. A este porcentaje, le agregamos el efecto del impuesto a pagar en Perú, neto del crédito en Chile, cuyo valor presente expresado en términos de porcentaje adicional en la relación de canje, equivaldría a un 0,8%.
- iii. El porcentaje resultante, de 16,7% para los accionistas minoritarios de Endesa, se ubica por encima del mínimo de 16% estimado por Tyndall en base al análisis de creación de valor a partir de los posibles escenarios de valorización de la nueva Endesa Chile y de Enersis Américas fusionada (curvas de indiferencia).

Dado que el referido 16% corresponde a un mínimo, a partir del cual, los accionistas minoritarios de Endesa tendrían el mismo valor que hoy tienen con su acción de Endesa, este Comité ha estimado razonable situarse por arriba de ese mínimo, en 16,7%, que, como se explicó, corresponde al punto alto del rango de contribución relativa (15,9%) más el efecto neto del impuesto en Perú (0,8%).

5. Condiciones que debería cumplir la Reorganización Societaria para ser aceptable para los accionistas de Endesa

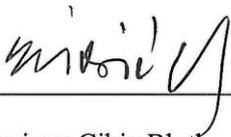
En opinión de este Comité, para que la Reorganización Societaria sea en beneficio de todos los accionistas de Endesa, se debieran dar las siguientes condiciones:

- a. Si por cualquier causa la fusión no llega a materializarse, se debe mantener indemne a Endesa Chile respecto del pago de los impuestos a las ganancias de capital que se incurra por razón de la división.
- b. Mitigar los demás riesgos para los accionistas de Endesa de que se apruebe la división y que, luego, la fusión no se haga o se apruebe con una relación de canje menos favorable para los accionistas de Endesa que la relación de canje de referencia tenida en cuenta al aprobar la división.
- c. Definir un precio de ejercicio de derecho a retiro para la fusión de Endesa Américas con Enersis Américas que sea equivalente al precio de mercado de Endesa antes de la división.
- d. Regular satisfactoriamente hacia el futuro, a través de obligaciones fácilmente monitoreables y exigibles, el conflicto de interés, respecto de Endesa Chile, que representan las actividades de Enel Green Power en el país, y que Endesa Chile sea el principal vehículo de crecimiento en generación..

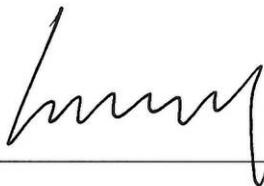


- e. Proteger el valor de inversión de Endesa Chile post división, incorporando normas permanentes en sus estatutos que aseguren, a lo menos, lo siguiente:
- i. Que se va a aprovechar al máximo el potencial de crecimiento en Chile y la capacidad financiera de la compañía, fijándose criterios estratégicos y financieros objetivos para desarrollar proyectos de inversión.
 - ii. Que se van a aprovechar el máximo y proteger los actuales derechos de agua de propiedad de Endesa.
 - iii. Que en ausencia de proyectos de inversión que satisfagan los criterios de inversión definidos, el excedente de caja que se genere cada año va a ser distribuido a sus accionistas, como dividendos o en la forma de disminución de capital, evitando que el *leverage* (deuda neta/EBITDA) disminuya por debajo de un mínimo predefinido.

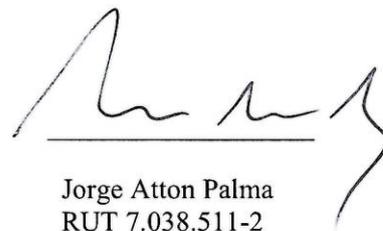
Le saludan muy atentamente,



Enrique Cibie Bluth
RUT 6.027.149-6
Presidente del Comité de
Directores y Experto
Financiero



Felipe Lamarca Claro
RUT 4.449.125-1



Jorge Atton Palma
RUT 7.038.511-2