

## EMPRESAS

# Caso Enersis adopta un rumbo incierto

La SVS forzó a Endesa a cambiar su fórmula original. La firma debe decidir si persiste en el aumento de capital y las AFP, si acceden a negociar. Ya se habla de un esquema distinto y hasta de cambios en el directorio.

Texto: V. COFRE/P. ZUÑIGA/C. ALONSO Fotografía: A. PEREZ

Las AFP ganaron el viernes una batalla, pero la contienda aún no concluye. El dictamen de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) que determinó que el aumento de capital por US\$ 8.020 millones en Enersis, propuesto por Endesa España, era en realidad una operación entre partes relacionadas no sólo hizo subir la acción en un 4%. También recompuso el escenario. Para todos. Las AFP, dueñas del 12,99% de Enersis, hasta ahora los mayores opositores al negocio, estaban evaluando hasta el viernes la contratación, en conjunto, de un estudio de valorización independiente y una asesoría legal para frenar el negocio, pero postergaron sus decisiones ante el nuevo escenario. Y Endesa España, que propuso suscribir su parte en la capitalización con activos en 13 compañías en Latinoamérica, reevaluaba el negocio y su estrategia. Confiada en los consejos legales de tres estudios, Endesa había sugerido un aumento de capital sobre la base de una valorización del perito Eduardo Walker, que tasó sus bienes en US\$ 4.862 millones.

"Las opciones están abiertas. La operación cambia de rumbo. Endesa no anticipó este escenario", señala un director de Enersis. Un asesor del grupo dice que existe una alta probabilidad de que la hispana retire su propuesta definitivamente, dado el rechazo que genera el negocio, pero teme que ello se vea como el reconocimiento de errores que no cometieron. No lo cree así otro profesional del grupo, que dice

que si las partes pactan un precio adecuado, el negocio puede funcionar. "No veo por qué Endesa no debería insistir, si cree que es una operación satisfactoria para todos los accionistas", agrega.

Lo que está claro es que si persevera el negocio, todo será distinto. Endesa ya se había abierto a pedir otras valorizaciones y mostró disposición al diálogo. Un asesor cree que eso siempre existió. "Partieron de la base que debían negociar con las AFP, pero se les vino una avalancha encima", revela.

Ahora deberá hacerlo forzado por la autoridad. La SVS obliga con su fallo a buscar un segundo y hasta un tercer peritaje, dijo Fernando Coloma, titular de la SVS.

La visión entre las AFP es distinta. El presidente de Provida, Joaquín Cortez, percibe buena disposición de parte de Endesa España, pero condiciona todo a empezar de nuevo de cero. En otras AFP la visión es terminante. "Yo creo que no habrá transacción. Nos podemos poner de acuerdo en el precio de los activos, pero no es ese el problema", afirma el gerente de una AFP. "El problema es que piden dinero para proyectos que no existen", agrega.

Con ello alude a la diferencia que originó todo el conflicto. Si Endesa suscribía sus acciones en el aumento de capital con activos en Latinoamérica, los minoritarios debían poner US\$ 3.150 millones en efectivo para no diluirse. Los opositores acusan que Enersis tiene caja y posibilidad de endeudamiento si hay buenos proyectos y sugieren que, en realidad, Endesa España, dueña del

60,62% de Enersis, pretendía con este negocio mejorar los balances de su matriz, Enel. "Dinero en la caja de Enersis rebaja la deuda neta de Enel", dice una AFP (ver página 11).

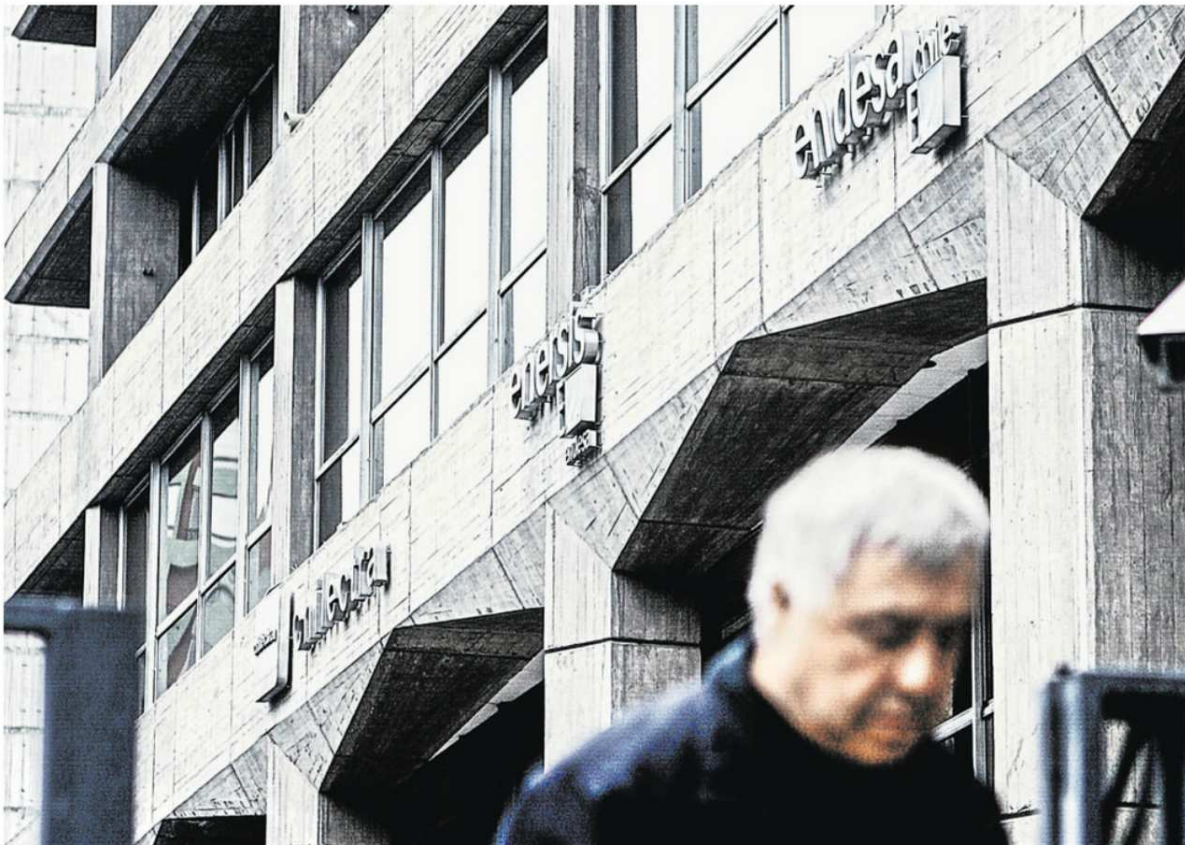
El director general de Estrategia y Desarrollo de Endesa España, Héctor López, dijo que el plan de inversiones suma entre US\$ 20 mil millones y US\$ 25 mil millones y que comenzaría a ejecutarse en 2013. Los activos a aportar agregaban, además, 2.000 MW en generación eléctrica de manera inmediata. El grupo español prometió otra cosa: Enersis sería a partir de ahora su único vehículo de expansión en la región. Eso, siempre y cuando pueda consolidar sus activos.

## Directorio en aprietos

Mañana estaba prevista una sesión de directorio que Endesa suspendió el viernes tras el fallo de la SVS, dicen en el grupo. Enersis tiene hasta el jueves para informar a la SVS cómo acatará el fallo. Las primeras decisiones deberán adoptarlas los

**Un director propone redefinir el negocio: que una parte sea aumento de capital y otra, préstamos para expandirse.**

**Sólo uno de los siete directores de Enersis votó por declarar la operación como entre partes relacionadas.**



siete miembros del directorio, cuestionado el viernes por la SVS por no pronunciarse sobre la conveniencia del aumento de capital para Enersis, lo que era su obligación.

De los siete miembros, sólo Rafael Fernández, el director electo por las AFP, votó por declarar el aumento de capital como una operación entre relacionados y pidió votar el informe de Walker. El directorio no lo secundó. Las AFP criticaron la pasividad de la mesa e Ignacio Álvarez, de Cuprum, pidió que Enersis vea cómo mejora de modo radical su gobierno corporativo. Otras AFP hablan de cambios en el directorio. Entre los otros directores -los chilenos Pablo Yrarrázaval, Leonidas Vial, Hernán Somerville y Eugenio Tironi, el español Rafael Miranda y el italiano Andrea Bentran- existe inquietud. Vial también se opone al negocio, trascendió. Su corredora, Larrain-Vial, estimó un valor muy inferior para los activos de Endesa.

El directorio podría decidir revocar la convocatoria a la junta del 13 de septiembre para dar más tiempo al análisis y pedir nuevos informes económicos. Pero de todas maneras, si la operación persiste, deberá llegar a la junta de accionistas. Coloma dijo que al ser una transacción entre relacionados, sólo un director -Rafael Fernández- podía pronunciarse. Todos los demás tendrían interés en la transacción, según la definición legal. No tienen la misma opinión otros abogados, que identifican a Vial e Irarrázaval como independientes, aunque Endesa España haya votado por ellos. Pero si el aumento de capital es una operación relacionada, y

el directorio o el comité de directores la rechazan, la junta debe aprobarla por dos tercios de las acciones emitidas. Endesa necesita por ello un 6% adicional. Y no se ve fácil en este escenario. "Las confianzas están dañadas", analizan en una AFP.

En el directorio se defienden de las críticas. Algunos ya habían pedido una sesión para que Endesa detallara los supuestos proyectos de inversión previstos. Mal que mal, esa sí es una decisión del directorio de Enersis y no de un solo accionista, aunque sea el controlador.

Y en la mesa ya piensan en hacer el negocio de una manera distinta. Por ejemplo, que una parte se consiga vía aporte de capital y el resto, endeudarse para financiar inversiones y compras, entre ellas, parte de los activos que ofrece Endesa. "Esa es la negociación que debe haber. Qué comprar, a qué precios y cómo lo financiamos, con deuda o con capital", explica un director. Pero ese negocio es otro, exige más debate y un aumento de capital muy distinto de los US\$ 8.020 millones.

En la mesa resaltan que actuaron avalados por opiniones legales de Carey & Cia. y Guerrero, Olivos Novoa Errázuriz. Cariola Diez Pérez Cotapos asesoró a Endesa. Abogados ligados al caso dicen que la SVS tomó una decisión cuestionable sólo para abortar una polémica que crecía. "La decisión es políticamente correcta, pero legalmente incorrecta", dice un jurista. "La instancia para decidir un aumento de capital es la junta de accionistas, no el directorio", agrega. La SVS no opinó lo mismo. ●



►► El ejecutivo fue por años el gerente de inversiones de la mayor gestora del mercado.

## Joaquín Cortez: "Sospecho que hay otros motivos detrás de esta operación"

Pese a sus críticas, el presidente de AFP Provida cree que se puede negociar con Endesa.

Por VICTOR COFRE Fotografía: AGENCIAUNO

**P**ROVIDA es la mayor administradora del sistema, con US\$ 41 mil millones en activos. La filial de BBVA es también la más grande entre los accionistas minoritarios de Enersis, con un 3,84%. Su presidente, Joaquín Cortez, es crítico de la propuesta de Endesa España, pero considera factible volver a empezar de nuevo.

**Las AFP tuvieron conflictos hace años con Endesa España. ¿Confían en Endesa España o esto reabrió desconfianzas?**

Efectivamente, la toma de control por parte de Endesa España tanto de Enersis como de Endesa Chile hace varios años tuvo muchos conflictos, pero después se fueron superando gracias, en parte, a la buena labor de los departamentos de relación con inversionistas de estas compañías. Obviamente que en las últimas semanas hemos vivido un *revival*.

**¿En qué se equivocó Endesa? En no jugar de acuerdo a las reglas locales, tratar de niños al mercado y tratar de pasar gato por liebre.**

**¿Qué pretendían Endesa y Enel con esta operación? Pregúntele a ellos.**

**¿Le ve viabilidad a la operación? ¿En qué condiciones están dispuestos a apoyarla?**

En la medida en que se respete la ley y sea una operación que beneficie a todos los accionistas.

**Ha dicho que el directorio se escondió en el anonimato. ¿Falló el gobierno corporati-**

**vo de Enersis?**

Sí. **¿Es un buen negocio para los accionistas de Enersis acceder a los activos que ofrece Endesa España? ¿Cuál será el precio justo?**

Cuando las acciones de una compañía no se transan en mercados organizados y líquidos, es difícil saber cuál es el verdadero precio y debe recurrirse a juicios de peritos. En una transacción de esta envergadura, y donde el controlador está muy cerca de tener los 2/3 de las acciones que exige la ley, se debe tener más cuidado y contrastar diferentes valorizaciones.

**¿Por qué no les basta la opinión de Eduardo Walker?**

Respeto a Walker, pero es una opinión más. Existen varios analistas que discrepan. Estamos hablando de cerca de US\$ 5.000 millones, de mucho dinero, y aunque la ley exige un solo perito, es de sentido común la necesidad de contrastar opiniones.

**El presidente de Habitat cuestionó el rol de Leonidas Vial, Pablo Yrarrázaval y Hernán Somerville en Enersis, quienes son directores de la Bolsa de Comercio. ¿Les impone esa condición estándares más elevados?**

No sé qué información ni qué dicen los informes legales que tuvieron a su disposición. Pero ellos, además de directores de Enersis, son líderes empresariales y tienen esa responsabilidad.

**Enersis detalló los proyectos para los cuales requiere los recursos del aumento de ca-**

**pital. ¿Cree que la razón de este aumento de capital está en esos proyectos o en las necesidades de los balances de Enel y Endesa España? ¿Incidió la crisis en Europa?**

A mi juicio, un aumento de capital de US\$ 8 mil millones no conduce a la empresa a una estructura óptima de capital. Enersis tiene capacidad de endeudamiento en el mercado local, por lo cual sospecho que hay otros motivos detrás de esta operación.

**Endesa contrató tres opiniones legales para diseñar esta operación. A su juicio, ¿es legal esta operación? ¿Hay un vacío que aprovechó legítimamente Endesa España?**

No soy abogado, pero aquí y en la quebrada del ají esta es una operación relacionada. Aunque se vista de seda, relacionada queda. Por lo cual, si fuese legal, sería obvio que estaríamos frente a un vacío.

**¿Será necesario corregir la ley para evitar este tipo de operaciones?**

Repto, no soy abogado, y este es un debate más amplio. Pero nunca está de más revisar la letra de la ley para cerrar los vacíos que algunos creativos descubren.

**¿Si esta operación no se realiza, existe un riesgo de perjudicar la actual inversión de las AFP en Enersis?**

Volvemos a fojas cero y podemos empezar de nuevo. Endesa España estuvo de acuerdo en revisar la valorización de los activos que pretendía aportar, lo cual es una buena señal y prueba que se puede conversar como socios.

### Los métodos para realizar la valorización de los activos

La valorización de los activos que aportaría Endesa España al aumento de capital de Enersis se ha discutido desde que se anunció, el 26 de julio. El experto y profesor UC Eduardo Walker situó en US\$ 4.862 millones los paquetes accionarios de la firma hispana en Chile, Brasil, Argentina, Colombia y Perú. La cifra contrasta con la de otras entidades: la de Larrain Vial, de US\$ 3.624 millones, y la de Banchile, por US\$ 3.900 millones, por ejemplo.

¿Cómo se realizan estos procesos? Tres son los métodos más comunes, dice el director del Centro de Finanzas de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile, José Miguel Cruz. En primer lugar, está el *Discounted Cash Flows* (DFC), que consiste en estimar los flujos de utilidades y dividendos futuros de la empresa para los próximos años, los que se traen a valor actual, descontando una tasa de interés "que refleje adecuadamente el riesgo del negocio", explica. Otro mecanismo es el de las transacciones equivalentes, y el tercero es el de los "multiplicadores", donde se buscan firmas similares que transen en Bolsa y se evalúa la relación entre valor de mercado y sus variables.

¿Por qué se producen diferencias tan importantes? "Puede haber distintos criterios entre los expertos que analizan la capacidad de generar riqueza de la empresa, versus la tasa de descuento que se

aplica para valorizar el paquete a futuro y los valores que asignan cada ítem. No obstante, en general, las valorizaciones deberían tener diferencias razonables", dice el director del Magister en Administración de la UDP, Fernando Díaz. El consultor José Sapag añade que las fuertes diferencias pueden ocurrir cuando las expectativas son muy diferentes sobre el futuro de la compañía, como también por los criterios de valorización aplicados. "Mientras algunos lo hacen por activos, otros lo hacen por flujos futuros. Se tiende a elegir el que presente el mejor resultado. Las principales diferencias se dan en las expectativas de crecimiento, ventas, márgenes y costos", afirma.

En el caso de las empresas abiertas a Bolsa, su valoración se hace más fácil, salvo cuando su liquidez en el mercado es muy pequeña. Sapag agrega que el valor bursátil también puede verse afectado por factores externos, lo que requiere una revisión. En el caso de las eléctricas, en general se realiza una revisión más exhaustiva, porque son firmas de retornos estables de largo plazo y más defensivas ante crisis internacionales.

Matias Braun, de la Facultad de Negocios de la UAI, agrega que tras el anuncio del aumento de capital de Enersis, la Bolsa local también se ha visto resentida. "Mientras el mercado internacional ha tenido rentabilidad de 0,4% desde el 26 de julio, el Ipsa ha bajado 2,9%", indica.