



TRABAJO DE FIN DE GRADO

Growth vs Value

La segregación de Enersis de Endesa

Alumno: Fernando Lapastora Aracil, E2 (202105640)

Director: Prof. Carlos Gómez-Música

Febrero 2026

Índice

Índice.....	2
Objetivos del trabajo	4
Metodología	4
Propósito general y contextualización del tema	5
Estructura	8
1. Introducción	9
2. Análisis de la literatura.....	12
2.1 Estrategias de inversión Value vs Growth	13
2.1.1. La estrategia <i>Value</i>	13
2.1.2. La estrategia <i>Growth</i>	15
2.1.3. Diferencias clave entre estrategias <i>value - growth</i> y su relación con la creación de valor al accionista.....	17
2.2. Descuento por conglomerado, segregación o spin off y creación de valor al accionista ..	18
2.2.1. Valoración de conglomerados por suma de partes.....	19
2.2.3. Spin off y creación de valor: fundamentos y evolución del debate académico.....	20
3. Metodología.....	22
3.1. Caso de estudio.....	22
3.2. Método.....	22
3.2.1 Desarrollo general del método de control sintético	24
3.2.2 Aplicación al caso de Endesa	26
3.3. Datos	28
4. Resultados	31
4.1. Índice Sintético.....	31
4.2. Efecto del Tratamiento.....	33
5. Discusión y Conclusiones.....	34
5.1. Discusión de los resultados.....	34
5.2. Implicaciones prácticas	35

5.3. Limitaciones del estudio	35
5.4. Conclusiones generales	36
Referencias	38
Anexo I	41

Objetivos del trabajo

El objetivo del presente trabajo de fin de grado es analizar si el proceso de segregación de activos de Enel-Endesa generó valor para el accionista. Este mecanismo se utiliza generalmente para mejorar el enfoque estratégico de la empresa y optimizar la asignación de recursos, no obstante, es necesario también identificar si dicha segregación o *spin off* crea valor para el accionista. El análisis se centrará en un caso de estudio concreto: la segregación de los activos latinoamericanos de Endesa en 2014, agrupados bajo la sociedad Enersis, con el objetivo de determinar verificar la siguiente hipótesis: **La segregación de activos de Endesa en 2014 creó valor para su accionista.**

Por tanto, el objetivo del trabajo es determinar si dicha operación generó valor para el accionista. Nuestra hipótesis es que dicha operación pudo facilitar un mayor alineamiento entre el perfil del inversor y las características del negocio, permitiendo a los inversores de tipo *value* invertir en Endesa y a los de tipo *growth* invertir en Enersis.

Para evaluar empíricamente esta cuestión, se construirá un índice sintético que permitirá comparar el escenario real con un escenario hipotético en el que la segregación no se hubiese llevado a cabo. La métrica con la que mediremos el éxito de la transacción para los accionistas será el *Total Shareholder Return (TSR)*. Este trabajo contribuye a la literatura académica y a la práctica empresarial. Desde una perspectiva teórica, contribuye a un campo de investigación que aún presenta resultados mixtos acerca del impacto real de las segregaciones y *spin-offs* sobre la creación de valor (Penman & Reggiani, 2018), aportando evidencia adicional mediante un análisis basado en escenarios sintéticos (Abadie & Gardeazabal, 2003). Para los profesionales del ámbito empresarial y financiero, el trabajo ofrece una herramienta de evaluación del *spin-off* realizado por Endesa, que puede apoyar la toma de decisiones en procesos de reestructuración corporativa.

Metodología

La metodología empleada en este trabajo es cuantitativa, y se orienta a evaluar si la segregación de activos realizada por Endesa con Enersis generó valor para el accionista. Para ello se adopta un método basado en la construcción de un índice sintético (Abadie & Gardeazabal, 2003; Abadie et al., 2010), una técnica que permite comparar el desempeño real de la empresa con un escenario alternativo en el que la operación de segregación no hubiera tenido lugar. Esta aproximación es

útil para analizar reestructuraciones corporativas, ya que permite aislar el efecto específico de la transacción sobre la rentabilidad para el accionista.

El índice sintético mencionado más arriba construye el Total Shareholder Return (TSR) de Endesa a partir de una combinación ponderada de métricas financieras y operativas (EBITDA, ingresos, capex y número de empleados) de un grupo de compañías comparables o donor pool. Este índice estima un escenario alternativo de evolución del TSR de Endesa en ausencia de la segregación, que se compara con el TSR real observado antes y después de la operación. La diferencia entre ambas trayectorias permite evaluar si la operación generó valor para el accionista. La implementación del análisis se realiza en el lenguaje de programación R.

El análisis tiene como objetivo determinar si, tras la segregación, la rentabilidad de Endesa mejoró la creación de valor que los accionistas hubieran obtenido en ausencia de la operación (usando como *proxy* el TSR sintético). De esta manera, el análisis busca determinar si la operación permitió una mejor adecuación entre el perfil de la compañía y las preferencias del accionista tradicional de orientación value, diferenciándolo de inversores con un perfil más growth.

Propósito general y contextualización del tema

La literatura sobre *spin-offs* muestra evidencias favorables a la creación de valor, destacando mejoras en transparencia, enfoque estratégico y corrección del descuento por conglomerado (Cusatis et al., 1993; Daley et al., 1997; Desai & Jain, 1999; Eulerich & Fligge, 2025; Veld & Veld-Merkoulova, 2009). No obstante, otros estudios señalan resultados mixtos y subrayan que los beneficios dependen del contexto y de factores organizativos (Veld & Veld-Merkoulova, 2004). Por este motivo, consideramos necesario examinar de forma cuantitativa la segregación de activos realizada por Endesa con Enersis.

Durante las décadas de los 2000 y 2010, el sector de las compañías energéticas atravesó una transformación estructural a nivel global. Esta transformación se caracterizó por una creciente presión regulatoria, el avance de la transición energética hacia fuentes renovables, la apertura de los mercados energéticos a la competencia y la necesidad de optimizar el capital asignado a negocios con rentabilidades y riesgos diferentes. Durante estas décadas, el sector utilities experimentó un proceso sostenido de liberalización que transformó el modelo tradicional de

monopolios verticalmente integrados y regulados en un sistema más abierto a la competencia, especialmente en generación y comercialización, mientras que las redes permanecieron como actividades reguladas. En Europa, este proceso estuvo impulsado principalmente por las Directivas de la Unión Europea (en particular la Directiva 96/92/CE y la Directiva 2003/54/CE para el mercado eléctrico, así como el llamado Tercer Paquete Energético de 2009) que establecieron la separación de actividades (*unbundling*), el acceso de terceros a las redes y la apertura progresiva de los mercados nacionales. Como consecuencia, las utilities pasaron a estar más expuestas a señales de precios, competencia y volatilidad. En este contexto, muchas compañías energéticas revaluaron sus estructuras corporativas, dando lugar tanto a procesos de consolidación, y expansión internacional, buscando una mayor una mejor alineación con los distintos perfiles de inversores.

Uno de los casos más representativos de esta dinámica fue el proceso de segregación de activos llevado a cabo por Endesa, que en 2014 escindió sus activos en América Latina, agrupados en Enersis, de su negocio europeo. Esta operación fue promovida en gran parte por su accionista mayoritario Enel, que compró las acciones de Enersis en manos de Endesa, separando dos tipos de compañías con perfiles económicos, regulatorios y de crecimiento diferentes. Dicha segregación tenía como objeto que los inversores pudiesen dirigirse a las entidades que mejor se ajustasen a su estrategia. Esto generó malestar entre parte de los accionistas de Endesa en el momento de la operación.

En aquel momento, Endesa representaba un negocio consolidado, con una base de activos estable en España y un perfil orientado a la generación de flujos de caja estables, pago de dividendos regular y crecimiento moderado. Por otro lado, los activos agrupados bajo Enersis, con presencia en mercados emergentes: Chile, Colombia, Brasil, Argentina o Perú, ofrecían mayores expectativas de crecimiento y expansión, aunque también presentaban mayores riesgos regulatorios y macroeconómicos.

Esta diferenciación entre ambos perímetros empresariales no solo respondía a factores geográficos o regulatorios, sino que implicaba perfiles de riesgo, crecimiento y generación de caja sustancialmente distintos, con claras implicaciones en términos de valoración y preferencias de los inversores. En este sentido, la literatura financiera distingue entre empresas de perfil *value*, caracterizadas por múltiplos de valoración más bajos y políticas de dividendos recurrentes

(Damodaran, 2012), y empresas de perfil *growth*, que suelen cotizar con múltiplos más elevados al incorporar expectativas de crecimiento futuro superiores a la media del mercado (Penman & Reggiani, 2018).

En este contexto, Enel promovió la segregación de Enersis de Endesa con dos objetivos. En primer lugar, al cotizar ambas compañías, facilitar que cada tipo de inversor pudiese invertir en la entidad que más se alinease con su estrategia, simplificando la lectura del modelo de negocio por parte del mercado. En segundo lugar, evitar que la valoración de Endesa se viera potencialmente afectada por Enersis, mitigando así el posible descuento por conglomerado.

En años previos y posteriores, otras utilities europeas y latinoamericanas adoptaron decisiones similares, separando negocios regulados de redes de distribución frente a los de generación liberalizada, o desinvirtiendo en geografías consideradas no estratégicas. Este cambio de estrategia refleja una tendencia más amplia del sector en esa época: las grandes compañías energéticas comenzaron a abandonar estructuras integradas verticalmente y geográficamente diversificadas para optar por modelos más especializados, centrados en mercados y negocios específicos; ejemplos de ello son la escisión de Lattice por parte de National Grid en 2002, la separación funcional de los negocios de gas y electricidad en E.ON entre 2003 y 2004, o las desinversiones parciales llevadas a cabo por AES principalmente entre 2000 y 2005.

En el caso de Endesa, y según sus informes anuales de 2014, la operación respondía también al deseo de fortalecer la estructura financiera de Endesa para enfocarse en el mercado ibérico. Por otro lado, Enersis pasó a formar parte del grupo Enel Américas, centrando su estrategia en capturar el potencial de crecimiento que ofrecía la región, especialmente en renovables, redes eléctricas inteligentes y electrificación de la demanda.

Para examinar la creación de valor asociada a la operación, este estudio emplea la metodología de índices sintéticos (Abadie & Gardeazabal, 2003; Abadie, Diamond & Hainmueller, 2010, 2015), que permite construir una referencia comparativa a partir de una combinación ponderada de empresas similares. Este enfoque facilita aislar el efecto de la segregación sobre el desempeño de Endesa, al comparar su evolución real con la de un escenario alternativo estimado en ausencia de la operación.

Estructura

El trabajo se organiza en varios capítulos. Tras la introducción, el capítulo 2 desarrolla el análisis de la literatura. En él se revisan y comparan las estrategias de inversión *value* y *growth*, identificando sus fundamentos y diferencias principales. Posteriormente se aborda el concepto de descuento por conglomerado, explicando su definición, sus causas y sus implicaciones para la valoración, así como su relación con procesos de segregación o *spin-off*.

El capítulo 3 presenta la metodología empleada. Se describe el caso de estudio, se detalla el método utilizado para construir un índice sintético y se explican los datos seleccionados para analizar la evolución de diversas *utilities* europeas, con el fin de evaluar el impacto de la segregación de Enersis.

En el capítulo 4 se muestran los resultados del análisis empírico y su interpretación, examinando si la operación generó valor para el accionista.

Finalmente, en el capítulo 5 se presentan la discusión y las conclusiones del estudio y se destacan las principales implicaciones derivadas del trabajo.

1. Introducción

En la última década, las grandes empresas cotizadas han experimentado un entorno marcado por una mayor volatilidad macroeconómica, una competencia global más intensa y un incremento de las exigencias regulatorias y de gobernanza. En este contexto, la forma en que las empresas estructuran y gestionan sus portafolios de negocio es cada vez más relevante estratégicamente. Diversos informes recientes (BCG, 2022; McKinsey & Company, 2023) muestran que, ante estas presiones, las compañías están intensificando sus procesos de reorganización para reforzar la rentabilidad, mejorar la transparencia y adecuar su perfil de riesgo a las expectativas de los inversores. Por ejemplo, el *Global M&A Report 2023* de McKinsey & Company documenta un aumento significativo en operaciones de desinversión, escisiones y *spin-offs*, enfatizando que muchas empresas recurren a estas herramientas cuando buscan “rediseñar su portafolio para concentrarse en negocios núcleo y maximizar la claridad estratégica” (McKinsey & Company, 2023). En la misma línea, el *Value Creators Report 2022* de BCG señala que cada vez más empresas simplifican su estructura y focalizan sus unidades de negocio. Sin embargo, estos análisis se centran fundamentalmente en la perspectiva corporativa, es decir, en cómo las empresas optimizan su estructura, y no abordan de forma explícita si estas operaciones generan valor para el accionista, que constituye el foco principal de este trabajo.

Ejemplos de multinacionales que han recurrido a estrategias de simplificación incluyen General Electric, que dividió su conglomerado en tres compañías independientes (GE Healthcare, GE Vernova y GE Aerospace), para mejorar el foco estratégico; Siemens, que escindió su negocio energético en Siemens Energy; y Toshiba, que anunció la separación de sus principales unidades tras años de complejidad organizativa. De forma similar, Johnson & Johnson segregó su división de consumo en Kenvue, mientras que United Technologies se reorganizó en tres empresas cotizadas, Raytheon Technologies, Otis y Carrier, e IBM separó su negocio de infraestructura en Kyndryl para acelerar su transición hacia servicios digitales. En España, Endesa llevó a cabo la segregación de sus activos latinoamericanos bajo la sociedad Enersis, con el objetivo de diferenciar negocios con dinámicas y perfiles de riesgo distintos. Estos casos ilustran cómo grandes multinacionales han recurrido a la escisión de unidades para gestionar mejor portafolios heterogéneos y reducir el posible descuento por conglomerado al que se enfrentan muy a menudo.

En muchos casos, estas estructuras complejas terminan cotizando con un descuento frente al valor que deberían tener si los negocios fuesen evaluados por separado, fenómeno conocido como descuento por conglomerado (Berger & Ofek, 1995; Eulerich & Fligge, 2025; Lang & Stulz, 1994). La existencia de este descuento explica por qué las reestructuraciones corporativas han sido percibidas como una vía efectiva para corregir ineficiencias y desbloquear valor oculto.

El interés académico por el tema se basa precisamente en este debate persistente. A pesar de que numerosas investigaciones han identificado efectos negativos asociados a la diversificación excesiva, como la dificultad de supervisión, los problemas de agencia o la asignación subóptima del capital, otras teorías argumentan que, bajo determinadas condiciones, la diversificación puede ser eficiente y generar sinergias entre unidades (Maksimovic & Phillips, 2002; Schoar, 2002; Villalonga, 2004). Esta dualidad ha provocado un debate sobre la relación entre estructura corporativa y creación de valor, con importantes implicaciones tanto para la teoría de la empresa como para la práctica de la gestión estratégica. De hecho, frente a la tendencia a simplificar estructuras corporativas mediante *spin-offs*, algunas compañías han optado por crecer y diversificarse más a través de adquisiciones, aceptando una mayor complejidad organizativa. Un ejemplo es Microsoft, que amplió su ecosistema tecnológico con la compra de LinkedIn (2016), GitHub (2018) y Activision Blizzard (2022–2023). De forma similar, Disney incrementó la complejidad de su estructura mediante la adquisición de Pixar (2006), Marvel (2009), Lucasfilm (2012) y 21st Century Fox (2017–2019). En ambos casos, estas operaciones no buscaron simplificar el perímetro empresarial, sino ampliar capacidades y mercados.

Cuando se analizan operaciones concretas de *spin-off*, la literatura tampoco presenta un consenso claro: mientras algunos estudios encuentran rentabilidades positivas y mejoras operativas (Cusatis et al., 1993; Daley et al., 1997; Desai & Jain, 1999), otros detectan resultados mixtos o efectos sensibles al contexto (Veld & Veld-Merkoulova, 2004), lo que subraya la necesidad de examinar cuidadosamente los mecanismos que explican cuándo una segregación aporta valor y cuándo no.

En este marco, este trabajo busca analizar la creación de valor en procesos de segregación de activos, en el caso específico de Endesa como estudio empírico. La pregunta central que guía el trabajo es la siguiente: ¿Generan valor para el accionista las operaciones de segregación de activos?

Plantear esta cuestión resulta especialmente relevante porque conecta dos dimensiones: por un lado, la estructura corporativa y la asignación de recursos, y por otro, la composición y preferencias de los distintos perfiles de inversores, especialmente los estilos *value* y *growth*, que reaccionan de manera distinta ante modelos de negocio estables o de alto potencial de expansión. En particular, los negocios estables y regulados atraen predominantemente a inversores *value*, mientras que las unidades con mayor crecimiento esperado captan inversores *growth*.

Seleccionamos Endesa como caso de estudio porque su proceso de segregación de activos, articulado a través de Enersis, constituye un ejemplo de cómo una utility con negocios heterogéneos recurre a la especialización para mejorar su valoración y su alineamiento estratégico. La hipótesis que se plantea es: *¿La segregación de activos de Endesa en 2014 creó valor para el accionista?* Es decir, este trabajo analiza si dicha segregación permitió crear valor al alinear cada entidad con el perfil inversor más adecuado, *value* para el negocio estable y *growth* para el de mayor expansión.

El estudio adopta una metodología cuantitativa basada en la construcción de un índice sintético (Abadie & Gardeazabal, 2003) para comparar el desempeño real de Endesa con un escenario sintético en el que la segregación no hubiera tenido lugar. Esta metodología resulta adecuada porque permite estimar de forma rigurosa un escenario alternativo de evolución para Endesa en ausencia de la segregación, utilizando información de empresas comparables y aislando el efecto específico de la operación lo que permite capturar tendencias sectoriales y estimar el desempeño esperado en ausencia de la reestructuración. Para ello se utilizan datos de rentabilidad total para el accionista (*Total Shareholder Return*), junto con métricas financieras y operativas relevantes. Este método, empleado por diversos estudios en análisis de valor corporativo (por ejemplo, Zohrehvand, Doshi & Vanneste, 2023), facilita aislar el efecto específico de la segregación frente a otros factores externos.

El análisis pretende ofrecer evidencia sobre si, tras la operación, la estructura resultante mejora su desempeño relativo, tanto en términos absolutos como en relación con el grupo de empresas comparables.

Aunque los resultados se limitan al caso de Endesa, su interpretación podría tener relevancia para empresas de características similares y para el debate más amplio sobre la utilidad de los *spin-offs* como herramienta estratégica.

Como todo estudio empírico, este trabajo presenta limitaciones. En primer lugar, la construcción de índices sintéticos incorpora supuestos que pueden influir en las conclusiones, por ejemplo la elección de las compañías donantes o donor pool, por tanto los resultados no son generalizables a otros casos. En segundo lugar, la disponibilidad y granularidad de los datos financieros condiciona el nivel de precisión en la estimación del desempeño hipotético. En tercer lugar, las dinámicas de mercado y los cambios regulatorios propios del sector energético añaden una capa adicional de complejidad al análisis, que no siempre puede aislarse completamente.

A pesar de estas limitaciones, el estudio realiza varias contribuciones. Desde una perspectiva académica, aporta evidencia empírica adicional al debate sobre si la segregación de los activos latinoamericanos de Endesa creó valor para el accionista, integrando al análisis la dimensión del alineamiento inversor. Desde una perspectiva práctica, los resultados pueden ser útiles para directivos, analistas financieros y responsables de estrategia que consideren operaciones de escisión o desinversión como herramienta para mejorar la valoración de sus compañías.

2. Análisis de la literatura

En este apartado se presenta el estado de la literatura y la situación del conocimiento existente en relación con la pregunta central de este trabajo: si el proceso de segregación de activos de Endesa generó valor para el accionista. En primer lugar, se revisarán las aportaciones que distinguen entre diferentes estrategias de inversión y, en consecuencia, entre distintos perfiles de accionistas, especialmente aquellos de orientación *value* frente a los de perfil *growth*. Según Fama & French (1992: 492) “High book-to-market equity firms are value stocks (...) Low book-to-market equity firms are growth stocks”. Esta distinción resulta clave para comprender cómo la estructura corporativa y la especialización estratégica pueden influir de manera diferenciada en la percepción de valor por parte de cada tipo de inversor.

A continuación, se examinan los avances de la literatura sobre el denominado “descuento por conglomerado”, un fenómeno que puede suceder en empresas diversificadas y que puede emplearse como argumento para justificar segregaciones o *spin-offs*. El análisis de este marco teórico permite entender por qué la simplificación de la estructura corporativa podría eliminar

dicho descuento y, potencialmente, aumentar el valor para el accionista. El apartado concluye con la formulación de la hipótesis de investigación.

2.1 Estrategias de inversión Value vs Growth

Las estrategias de inversión son fundamentales para comprender cómo distintos perfiles de inversores valoran y seleccionan los activos que integran sus carteras. Entre ellas, las estrategias *value* y *growth* representan dos estilos claramente diferenciados, tanto en la identificación de oportunidades como en la percepción de la creación de valor, los horizontes temporales esperados y la tolerancia al riesgo.

Estos distintos estilos de inversión son relevantes para nuestra pregunta de investigación sobre la creación de valor al accionista de la segregación de activos. La separación de unidades de negocio puede modificar la estructura de riesgo-retorno de las compañías resultantes, generando vehículos de inversión más adecuados para un tipo u otro de inversor. Así, mientras los inversores *value* suelen preferir negocios estables, con flujos predecibles y activos infravalorados, los inversores *growth* tienden a buscar empresas con mayor potencial de expansión y retornos futuros. Entender estos dos estilos de inversión permite analizar de forma más precisa cómo y por qué una segregación puede, potencialmente, contribuir a la creación de valor para el accionista.

2.1.1. La estrategia *Value*

La estrategia *value* constituye uno de los enfoques más relevantes dentro de la teoría y práctica de la inversión. Su origen conceptual se encuentra en los trabajos fundacionales de Graham y Dodd (1934), quienes defendieron que el valor real de una empresa depende de sus fundamentales económicos —beneficios, activos, flujos de caja y estabilidad operativa— más que de las fluctuaciones del mercado. Estos autores sostienen que los mercados pueden, en ocasiones, subestimar el valor intrínseco de compañías con fundamentales o características sólidas, creando oportunidades para los inversores capaces de distinguir precio de valor.

Posteriormente el trabajo de Fama y French (1992, 1993) mostró empíricamente que las acciones clasificadas como “value” —habitualmente aquellas con altos ratios contables como *Book-to-Market*— tienden a generar retornos superiores a largo plazo en comparación con compañías de

perfil *growth*. Estos resultados consolidaron el denominado factor value como una prima de riesgo asociada a la valoración relativa de los activos.

A su vez, Lakonishok, Shleifer y Vishny (1994) aportaron una interpretación conductual: la inversión *value* puede ofrecer retornos superiores porque los inversores tienden a sobreestimar las perspectivas de crecimiento de ciertas empresas y a infravalorar negocios estables o poco llamativos, generando desviaciones persistentes entre precio y valor fundamental.

Más recientemente, Penman y Reggiani (2018) explican que la inversión *value* se basa en identificar precios de mercado que no reflejan adecuadamente los fundamentales de la empresa, especialmente en contextos donde existe incertidumbre o pesimismo excesivo.

Para refinar la selección de compañías *value*, Piotroski (2000) demostró que combinar indicadores contables de calidad (por ejemplo, rentabilidad, eficiencia y apalancamiento) con valoraciones bajas mejora considerablemente la rentabilidad de la estrategia. Este resultado ha ampliado la comprensión del enfoque *value*, mostrando que las empresas baratas pero de baja calidad tienden a destruir valor, mientras que las baratas y financieramente sólidas tienden a crearlo.

Los inversores value suelen buscar empresas que presenten:

- Múltiplos financieros bajos (PER, P/B, EV/EBITDA), como indicadores centrales de infravaloración (Fama & French, 1992; Graham & Dodd, 1934).
- Flujos de caja positivos y recurrentes, asociados a compañías con estructuras operativas estables y fundamentales sólidos (Piotroski, 2000).
- Dividendos regulares, típicos de empresas maduras y financieramente disciplinadas, (Chan & Lakonishok, 2004; Damodaran, 2012).
- Actividad en sectores estables o regulados, donde la previsibilidad de ingresos y la menor volatilidad relativa facilitan la identificación de valor fundamental (Lakonishok, Shleifer & Vishny, 1994).
- Historial de beneficios sostenidos incluso en ciclos adversos, como indicador de calidad y resiliencia (Piotroski, 2000).

Estas características hacen que el inversor *value* adopte habitualmente un horizonte temporal largo, ya que la corrección de las ineficiencias del mercado suele ser “gradual” (Lakonishok, Shleifer & Vishny, 1994:1566). La premisa fundamental es que, con el tiempo, “la cotización convergerá hacia el valor intrínseco de la empresa, generando una ganancia para el inversor” (Penman & Reggiani, 2018: 110).

La naturaleza estable y predecible de modelos de negocio como los de *utilities*, infraestructuras u otras industrias maduras los convierte tradicionalmente en atractivos para inversores *value*, que valoran la seguridad, la recurrencia de ingresos y la consistencia en la política de dividendos. De hecho, la literatura sobre valoración señala que las empresas maduras, caracterizadas por flujos de caja estables y oportunidades de crecimiento limitadas, tienden a devolver capital a los accionistas de forma recurrente a través de dividendos (Damodaran, 2012). Las *utilities* como Endesa, en su configuración posterior a la segregación, podrían ser atractivas para este perfil, dado su carácter regulado, su previsibilidad de ingresos y sus políticas estables de retribución al accionista.

2.1.2. La estrategia *Growth*

La estrategia *growth* se centra en identificar empresas con altas tasas de crecimiento esperado en variables como ingresos, beneficios, cuota de mercado o capitalización bursátil. Desde esta perspectiva, el valor de una compañía proviene en gran medida de su potencial de expansión futura, más que del rendimiento actual. Penman y Reggiani (2018) explican que, al comprar una acción, el inversor adquiere esencialmente beneficios futuros, de modo que los múltiplos de valoración — en particular el PER— reflejan las expectativas del mercado sobre el crecimiento y el riesgo de que dicho crecimiento no se materialice. Esto implica que las empresas clasificadas como *growth* suelen presentar valoraciones elevadas porque el mercado incorpora expectativas optimistas sobre su desempeño futuro.

En términos financieros, este tipo de compañías suele reinvertir la mayor parte de sus beneficios en proyectos de expansión, innovación, adquisiciones o entrada en nuevos mercados; por ello, tienden a ofrecer políticas de dividendos reducidas o inexistentes, destinando su capital a maximizar el potencial de crecimiento. Según MacLean et al. (2011), las empresas *growth* son aquellas que han mostrado sistemáticamente crecimientos superiores al promedio del mercado y

que mantienen una trayectoria esperada de expansión en el tiempo, lo cual justifica la disposición de los inversores a pagar múltiplos más altos.

Desde el punto de vista del inversor, la estrategia *growth* implica asumir mayor incertidumbre y volatilidad, dado que el éxito depende de que las expectativas de crecimiento se cumplan. Esto está alineado con la evidencia empírica de los modelos multifactoriales de Fama y French (1992, 1993), donde las acciones *growth* suelen caracterizarse por precios más elevados y mayores riesgos asociados a la corrección de expectativas.

Los criterios que suelen guiar la identificación de empresas *growth* incluyen:

- Crecimiento de ingresos y EBITDA superior al de su industria (MacLean et al., 2011).
- Expansión de márgenes operativos, relacionada con innovación y economías de escala (Penman & Reggiani, 2018).
- Elevada reinversión de beneficios para financiar el crecimiento futuro, y por tanto baja distribución de dividendos (Fama & French, 1992; MacLean et al., 2011).
- Valoraciones altas —como PER o P/S—, reflejo de las expectativas de crecimiento que el mercado refleja en el precio (Penman & Reggiani, 2018).

Este tipo de empresas aparece con frecuencia en sectores caracterizados por innovación, rapidez y dinamismo, y potencial disruptivo, como tecnología, energías renovables, telecomunicaciones o biotecnología (Penman & Reggiani, 2018).

En mercados energéticos latinoamericanos, con elevadas tasas de crecimiento estructural y volatilidad propias de los mercados emergentes (Bekaert & Harvey, 1997; Bekaert, Harvey & Lundblad, 2007), ciertas compañías del sector energético pueden presentar características alineadas con el perfil *growth*. El incremento de la demanda eléctrica en países como Chile, Brasil y Colombia, la expansión de infraestructuras renovables y tradicionales, y la entrada de nuevas tecnologías refuerzan esta orientación, haciendo estos mercados especialmente atractivos para inversores *growth*.

2.1.3. Diferencias clave entre estrategias *value - growth* y su relación con la creación de valor al accionista

Las estrategias *value* y *growth* representan dos aproximaciones conceptualmente distintas dentro de la inversión en renta variable. Como señalan Penman y Reggiani (2018), estas etiquetas se utilizan para diferenciar entre compañías que cotizan con múltiplos bajos —asociadas al estilo *value*— y compañías que presentan múltiplos altos, típicamente clasificadas como *growth*. Esta distinción se basa tanto en métricas de valoración (por ejemplo, precio/valor contable) como en diferencias fundamentales en expectativas de crecimiento, niveles de riesgo y patrones de reinversión.

Una primera diferencia esencial reside en la valoración relativa. Las empresas *value* tienden a cotizar con descuentos respecto a su industria, ya sea por expectativas moderadas o por percepciones de infravaloración. Por contra, las empresas *growth* suelen negociar con primas significativas, reflejo del optimismo del mercado sobre su capacidad futura de expansión (Asness, Moskowitz & Pedersen, 2013).

La segunda diferencia afecta a las políticas de dividendos y reinversión. Damodaran (2012) señala que los inversores *value* suelen preferir compañías que generen flujos de caja estables y que distribuyan dividendos de forma recurrente, obteniendo así una rentabilidad más inmediata. Por su parte, los inversores *growth* se orientan hacia negocios con altas tasas de reinversión y potencial de expansión futura, lo que explica que este tipo de empresas distribuya pocos o ningún dividendo para financiar proyectos de crecimiento.

La tercera diferencia estructural se vincula al riesgo. Penman y Reggiani (2018) explican que las empresas *growth* presentan un riesgo más elevado porque su valoración depende de expectativas de crecimiento que pueden no materializarse; por ello, son más sensibles a sorpresas negativas, cambios en tipos de interés o deterioro macroeconómico. En cambio, aunque las empresas *value* pueden enfrentar riesgos asociados a fundamentales debilitados, incluyendo la posibilidad de caer en una *value trap* entendida como una aparente infravaloración que refleja un deterioro estructural de los fundamentales (Penman & Reggiani, 2018). No obstante, parte de este riesgo suele estar descontado en el precio, lo que tiende a reducir su volatilidad relativa.

La tabla 1 sintetiza las diferencias clave entre ambos estilos de inversión.

Tabla 1. Diferencias clave entre estrategias *value* y *growth*

Dimensión	Estrategia Value	Estrategia Growth
Valoración	Múltiplos bajos (PER, P/B); posible infravaloración.	Múltiplos altos; expectativas elevadas de crecimiento.
Fuentes de retorno esperadas	Corrección de infravaloración + dividendos.	Crecimiento futuro de ingresos y beneficios.
Flujos de caja	Estables, recurrentes; baja reinversión.	Volátiles y destinados mayoritariamente a expansión.
Política de dividendos	Dividendos regulares.	Dividendos bajos o nulos; alta reinversión.
Riesgo	Parte del riesgo ya descontado en el precio.	Alta sensibilidad a expectativas y condiciones macro.
Sectores típicos	Industrias maduras y reguladas.	Sectores de alta innovación o rápido crecimiento.
Horizonte temporal	Largo plazo, corrección del precio a valor intrínseco.	Medio-largo plazo, materialización del crecimiento.

Fuente: Elaboración propia basado en: Penman & Reggiani, 2018; Damodaran, 2012; Fama & French, 1992–1993; Lakonishok, Shleifer & Vishny, 1994; Piotroski, 2000.

2.2. Descuento por conglomerado, segregación o spin off y creación de valor al accionista

La literatura en finanzas corporativas ha vinculado estrechamente el fenómeno del descuento por conglomerado con las decisiones de segregación de activos, al considerar que ambas dinámicas responden a un mismo problema estructural: la pérdida de valor asociada a estructuras organizativas complejas y poco focalizadas (Eulerich & Fligge, 2025). A medida que las investigaciones han mostrado que muchos conglomerados cotizan por debajo de la suma de sus partes, las estrategias de desinversión —incluidos los *spin-offs*— se presentan como mecanismos potenciales para corregir dichas ineficiencias (Burch & Nanda, 2003). Este apartado examina, primero, la valoración de conglomerados por suma de partes, en segundo lugar, la naturaleza y las causas del descuento por conglomerado, y posteriormente analiza el debate académico sobre si las operaciones de segregación efectivamente permiten crear valor para el accionista.

2.2.1. Valoración de conglomerados por suma de partes

La metodología de valoración por Suma de las Partes (Sum-of-the-Parts, SOTP) (Rappaport, 1986; Kaplan & Weisbach, 1992) constituye una de las herramientas más empleadas tanto por analistas financieros como por la literatura académica para evaluar si un conglomerado está correctamente valorado por el mercado. La valoración por SOTP se emplea principalmente en empresas diversificadas, y consiste en descomponer la compañía en sus distintas unidades de negocio, valorar cada una de ellas de forma independiente como si fueran entidades autónomas aplicando múltiplos relevantes —como EV/EBITDA, PER o Price-to-Book— basados en comparables sectoriales, y agregar posteriormente dichos valores para obtener una estimación del valor total de la empresa (Damodaran, 2012). Por tanto, cuando una empresa opera en múltiples líneas de negocio con perfiles de riesgo, crecimiento y rentabilidad heterogéneos, su valoración agregada debería corresponderse con la suma del valor individual de cada operación o negocio, ajustada por la estructura financiera y las sinergias o costes compartidos. Sin embargo, numerosos estudios han mostrado que, en la práctica, la capitalización bursátil de muchos conglomerados se sitúa por debajo de esta suma, lo que evidencia la existencia del descuento por conglomerado (Eulerich & Fligge, 2025).

Una de las principales ventajas del enfoque SOTP es que hace explícitas las heterogeneidades estructurales entre las distintas unidades de negocio. De hecho, este método permite evidenciar si un segmento con alto potencial de crecimiento está siendo infravalorado al integrarse en un conglomerado con unidades más maduras o menos rentables. Krishnaswami & Subramaniam (1999) destacan que los conglomerados pueden generar “ruido informativo” al mezclar negocios con perfiles financieros diferentes, lo que dificulta a los inversores valorar adecuadamente cada actividad. La SOTP, por tanto, ayuda a identificar en qué medida la estructura corporativa está ocultando el valor real de segmentos individuales.

No obstante, la literatura también subraya las limitaciones del método SOTP. Primero, depende de la selección de comparables, que puede ser subjetiva y sensible a variaciones en parámetros utilizados por analistas (Liu, Nissim & Thomas, 2002). Segundo, no es sencillo asignar con precisión los costes y pasivos corporativos compartidos entre unidades, lo que puede sesgar la valoración. Tercero, el método tiende a infravalorar las sinergias entre unidades, por ejemplo, economías de escala, procesos compartidos o capacidades tecnológicas, que sí podrían justificar

una estructura diversificada. Villalonga (2004) señala que los conglomerados generan valor cuando existen complementariedades entre negocios, y que el enfoque SOTP tiende a ignorar o subestimar este aspecto.

A pesar de estas limitaciones, la valoración por SOTP se ha consolidado como el estándar para detectar el descuento por conglomerado y para evaluar el impacto potencial de una segregación o *spin-off*. De hecho, numerosos estudios destacan que una de las razones por las que los *spin-offs* suelen generar reacciones positivas en el mercado es que permiten “cristalizar” una valoración más precisa de cada unidad (Veld & Veld-Merkoulova, 2009). Tras la separación, los inversores pueden valorar cada entidad con múltiplos sectoriales específicos, reduciendo la dispersión de estimaciones y mejorando la transparencia en la información financiera. Por tanto, un *spin-off* podría servir como mecanismo para desbloquear valor.

2.2.3. Spin off y creación de valor: fundamentos y evolución del debate académico

Este trabajo analiza la operación de venta de la participación de Endesa en Enersis a su accionista mayoritario Enel. Dicha operación puede asemejarse a una segregación o *spin off*, con efectos resultantes similares. Los *spin-offs* han ocupado un lugar central en la literatura de finanzas corporativas desde los años noventa, especialmente después de que estudios clave como los de Cusatis, Miles y Woolridge (1993), Daley, Mehrotra y Sivakumar (1997) y Desai y Jain (1999) documentaran reacciones positivas del mercado ante este tipo de reestructuraciones. En términos formales, un *spin-off* implica la escisión de una unidad de negocio mediante su distribución proporcional entre los accionistas de la matriz, creando una entidad independiente con su propia estructura de gobierno y estrategia operativa. Esta definición —recogida en trabajos como los de Krishnaswami & Subramaniam (1999) y Veld & Veld-Merkoulova (2009)— subraya un rasgo esencial: al no generar entrada de caja, los *spin-offs* responden a motivaciones estratégicas y organizativas, no financieras.

Los *spin-offs* pueden crear valor por varias razones. Una de las más importantes es la eliminación del descuento por conglomerado (para una revisión de la literatura ver Veld & Veld-Merkoulova, 2009), es decir, las empresas conglomerado tienden a ser valoradas por debajo de la suma de sus partes debido a la dificultad de evaluar correctamente cada línea de negocio y a la potencial ausencia de sinergias entre unidades (Krishnaswami & Subramaniam, 1999). Además, Jensen (1986) argumentó que las organizaciones conglomerado tienden a desarrollar problemas de

agencia, donde los directivos pueden perseguir intereses propios, como el crecimiento por el crecimiento o la retención de unidades con bajo rendimiento. Estudios empíricos posteriores (Ahn & Denis, 2004; Desai & Jain, 1999) sugieren que la independencia de la unidad escindida refuerza los mecanismos de control, aumenta la rendición de cuentas y facilita que las decisiones estratégicas se orienten directamente al resultado económico.

La evidencia a favor de la creación de valor es abundante. Cusatis et al. (1993) fueron los primeros en detectar rendimientos anormales positivos tras los *spin-offs*, tanto para la matriz como para la nueva entidad. Desai & Jain (1999) ampliaron este resultado demostrando que las entidades escindidas superaban en rentabilidad a sus empresas comparables incluso varios años después de la separación. Veld & Veld-Merkoulova (2004) hallaron conclusiones similares en el contexto europeo, observando que los retornos positivos eran más pronunciados cuando existía un claro desajuste estratégico previo entre matriz y unidad, en línea con Chemmanur & Yan (2004). La revisión de la literatura de Veld y Veld-Merkoulova (2009) consolida esta perspectiva al concluir que la mayoría de estudios encuentra evidencia consistente de creación de valor en el anuncio, en el corto plazo y en múltiples casos en el largo plazo. Investigaciones más recientes (Owers & Sergi, 2021) muestran que el uso de *spin-offs* ha seguido generando valor.

Por el contrario, algunos estudios señalan resultados ambiguos o incluso negativos, por lo que el debate sigue abierto. La propia revisión de Veld y Veld-Merkoulova (2009) señala que, aunque predomina la evidencia positiva, existen numerosos estudios que no encuentran beneficios significativos. Además, no todos los conglomerados sufren realmente un descuento, como sugieren trabajos más recientes sobre diversificación eficiente. En algunos casos, la unidad segregada puede no tener la escala, independencia operativa o atractivo estratégico suficiente para sostener una valoración más alta como entidad autónoma, lo que reduce los efectos esperados del *spin off*. Por ejemplo, McConnell & Ovtchinnikov (2004) indican que el tamaño relativo de la unidad, su desempeño previo y su complementariedad con la matriz influyen en la magnitud del valor generado.

En base a la literatura existente y con el objetivo de aportar evidencia en el debate sobre la operación corporativa realizada por Iberdrola en 2014 proponemos la siguiente hipótesis de investigación:

Hipótesis (H1): La segregación de activos de Endesa en 2014 creó valor para su accionista

La hipótesis sostiene que la segregación pudo crear valor, mitigando el descuento por conglomerado, pues permitió alinear cada entidad con el perfil inversor más adecuado, *value* para el negocio estable y *growth* para el de mayor expansión.

3. Metodología

3.1. Caso de estudio

Para contrastar empíricamente la hipótesis planteada, se selecciona la operación de segregación de activos realizada por Endesa como caso de estudio principal. El *spin-off* de Enersis realizado por Endesa constituye un ejemplo especialmente relevante para ilustrar por qué este tipo de operaciones influyen en la creación de valor para el accionista. Endesa operaba como un conglomerado energético multinacional con actividades sustancialmente diferenciadas en Europa y Latinoamérica, caracterizadas por perfiles de riesgo, estructuras regulatorias y ritmos de crecimiento muy diferentes. La reestructuración de Endesa entre 2013 y 2014 supuso una segmentación clara entre activos maduros y predecibles, con alta rentabilidad por dividendo (Endesa) y activos de alto crecimiento en mercados emergentes (Enersis). Esta separación pudo facilitar que cada tipo de inversor eligiese la parte del negocio que más se alinea con su perfil.

Tras la segregación, Endesa se posicionó como una *utility* europea de bajo riesgo, orientada a inversores *value* que priorizan la estabilidad y los dividendos. Enersis, en cambio, se mantuvo como plataforma de crecimiento regional, más atractiva para inversores *growth* interesados en la expansión y la revalorización del capital.

Además, hemos seleccionado esta operación ya que Endesa representa un caso de estudio sólido por su dimensión empresarial: la compañía a fecha de la transacción contaba con métricas relevantes tanto financieras como operativas. Estas métricas nos permiten comparar la compañía con sus principales competidores y construir el índice sintético que nos permitirá determinar si la operación generó valor para el accionista.

3.2. Método

Este trabajo utiliza la metodología de *control sintético*, utilizada para analizar el efecto causal de intervenciones o eventos cuando existe una unidad tratada o expuesta y múltiples unidades

potencialmente comparables (Abadie & Gardeazabal, 2003; Abadie, Diamond & Hainmueller, 2010; 2015). El método de control sintético se basa en la idea de que una combinación ponderada de unidades no tratadas suele proporcionar una comparación más adecuada que cualquier unidad individual considerada de forma aislada. Para ello, la metodología formaliza la selección del grupo de comparación —conocido como *donor pool*— mediante un procedimiento guiado por los datos, que asigna pesos a las unidades no tratadas con el objetivo de reproducir lo más fielmente posible el comportamiento de la unidad tratada en el período previo al evento (Abadie et al., 2011). Esta aproximación reemplaza la selección manual del grupo de control por un procedimiento computacional, reduciendo la discrecionalidad del investigador y el riesgo de sesgos derivados de decisiones subjetivas.

En términos operativos, el método consiste en construir un índice sintético que aproxima la trayectoria que habría seguido la empresa analizada en ausencia de la segregación. Este índice se obtiene mediante técnicas de optimización que determinan los pesos óptimos asignados a cada empresa del *donor pool*, de modo que la combinación resultante replique con precisión las características y la evolución histórica de la empresa tratada antes de la intervención. Desde esta perspectiva, el “control sintético” consiste en construir una media ponderada a partir de un conjunto de unidades donantes. La combinación resultante ofrece una aproximación lo más precisa posible a las características observables de la unidad tratada antes de la intervención. Además de generar un indicador sintético creíble, el método hace explícito cuánto aporta cada unidad donante al compuesto final, lo que incrementa la transparencia del análisis (Abadie et al., 2011).

La implementación del método se realiza en el lenguaje de programación R, utilizando modelos de optimización que minimizan la distancia entre la empresa analizada y el índice sintético en el período preintervención.

Una vez construido el índice sintético, se compara su evolución con la trayectoria real observada tras la segregación. La diferencia entre ambas series (sintética y real u observada) permite identificar el efecto atribuible a la operación analizada. La variable empleada para evaluar la creación de valor es el Total Shareholder Return (TSR), al considerarse la medida más adecuada para capturar la rentabilidad total del accionista, al integrar tanto la revalorización del precio de la acción como la remuneración vía dividendos. Esta métrica ha sido utilizada de forma sistemática

en la literatura de finanzas corporativas para analizar el impacto de reestructuraciones, desinversiones y otros eventos corporativos relevantes (Rappaport, 1986; Damodaran, 2012).

En este sentido, la hipótesis planteada en el trabajo se vería respaldada si el Total Shareholder Return (TSR) observado de Endesa en el período posterior a la segregación resulta superior al TSR estimado por el índice sintético.

3.2.1 Desarrollo general del método de control sintético

El diseño del método parte de una muestra compuesta por $J + 1$ unidades, donde la unidad $j = 1$ corresponde a la empresa tratada, y las unidades restantes ($j = 2, \dots, J + 1$) constituyen el conjunto de posibles comparables, donantes, o donor pool. El donor pool consiste en el conjunto de unidades no tratadas que se utilizan como candidatos para construir el control sintético. Estas unidades actúan como elementos con los que el modelo genera una combinación ponderada capaz de replicar, en el periodo previo al tratamiento, el comportamiento de la unidad tratada (Abadie et al., 2014).

El objetivo principal del donor pool es proporcionar un conjunto de posibles comparadores a partir del cual se seleccionarán —mediante un proceso de optimización— las unidades y los pesos que mejor reproduzcan las características pretratamiento de la unidad tratada. En otras palabras, el control sintético no se construye a partir de una sola unidad, sino mediante una mezcla ponderada extraída del donor pool.

Para que el método sea válido, las unidades incluidas en el donor pool deben cumplir ciertas condiciones:

- No haber recibido el tratamiento: Si una unidad es afectada por la intervención, no puede formar parte del grupo de donantes, ya que ‘contaminaría’ el contrafactual.
- Ser comparables a la unidad tratada: Aunque el modelo asigna los pesos óptimos, es necesario que las unidades del donor pool tengan una trayectoria y características razonablemente similares a la unidad tratada en el periodo previo.

- No haber sido directamente influenciadas por el tratamiento (*no-interference assumption*): No deben verse afectadas indirectamente por la intervención aplicada a la unidad tratada.

Para ello, se trabaja con una estructura de datos de tipo panel equilibrado, en la que todas las unidades presentan observaciones continuas desde el periodo inicial hasta el final de la muestra. El horizonte temporal se divide en dos subperiodos:

- Un intervalo previo al tratamiento de tamaño T_0 ,
- Un intervalo posterior de tamaño T_1 ,

Cumpliendo que $T = T_0 + T_1$.

Como se ha indicado, el objetivo principal es construir una combinación ponderada de las unidades del donor pool que replique lo mejor posible la trayectoria previa de la empresa tratada. De esta manera, el comportamiento posterior del control sintético actúa como una estimación de la unidad tratada.

Formalmente, el control sintético se expresa mediante un vector de pesos: $W = (w_2, \dots, w_{j+1})$, donde cada peso w_j indica la contribución de una unidad donante j a la réplica sintética.

Sea X_1 el vector que recoge las variables predictivas de la unidad tratada en el periodo previo a la intervención, y sea X_0 la matriz equivalente para el conjunto de unidades de control del donor pool.

La diferencia entre ambas se expresa como: $X_1 - X_0W$

$$\sum_{m=1}^k v_m (X_{1m} - X_{0m}W)^2,$$

donde los coeficientes v_m representan la relevancia relativa de cada predictor y se obtienen mediante procedimientos de validación cruzada (Abadie et al., 2014).

El estimador de control sintético óptimo W^* es aquel que minimiza dicha distancia en sentido cuadrático, es decir, aquel que resuelve el siguiente problema de optimización

Una vez estimado W^* , se pasa a la variable de resultado. Definida la variable de interés como Y_{jt} , se construyen los vectores Y_1 (tratado) y Y_0 (controles) para el periodo posterior a la intervención. El efecto causal estimado se obtiene como: $Y_1 - Y_0 W^*$, y para cada instante temporal posterior al tratamiento:

$$Y_{1t} - \sum_{j=2}^{J+1} w_j^* Y_{jt},$$

3.2.2 Aplicación al caso de Endesa

La muestra empleada está formada por un conjunto de 7 utilities. Endesa constituye la unidad tratada, mientras que el resto conforma el donator pool. La implementación técnica se ha llevado a cabo con RStudio, utilizando el paquete estadístico Synth (Abadie et al., 2011), que permite la automatización del cálculo de los pesos óptimos.

La operación fue anunciada el 31 de julio de 2014 y aprobada en Junta de accionistas de Endesa el 21 de octubre de 2014 (ver Anexo I). Por tanto, asumimos que el periodo post-intervención ocurre a partir del cuarto trimestre de 2014, incluido.

En consecuencia, los periodos temporales del análisis son:

- Pre-intervención: Q1 2000 – Q3 2014 ($T = 59$)
- Post-intervención: Q4 2014 – Q4 2018 ($T_1 = 13$)
- Horizonte total: $T = 72$ Trimestres (18 años)

Las 5 variables empleadas como predictores para construir la réplica sintética se describen en la tabla 4, al igual que sus unidades.

Una vez obtenidos los datos para las 7 utilities y organizados en el formato apropiado para su análisis en RStudio, se utilizó la función `dataprep()` para reorganizar los datos en un formato interpretable por la función `synth()` ambas en Rstudio.

La función `dataprep()` genera las matrices:

- X_1 (predictoras de Endesa)
- X_0 (predictoras del resto de Utilities)
- Z_1 (Total Return pre-intervención de Endesa)
- Z_0 (Total Return del donor pool)

El siguiente código muestra el uso de la función `dataprep()` en el trabajo, la cual sirve para preparar los datos para ser tratados:

```
dataprep.out <- dataprep(  
  foo = mi_data,  
  predictors = c("EBITDA", "Revenues", "Capex", "Employees", "Total Return"),  
  predictors.op = "mean",  
  time.predictors.prior = 36:59,  
  dependent = "Total Return",  
  unit.variable = "Companyno",  
  unit.names.variable = "Company",  
  time.variable = "Date",  
  treatment.identifier = 1,  
  controls.identifier = c(2:8),  
  time.optimize.ssr = 1:59,  
  time.plot = 1:72)
```

Una vez ejecutado el comando utilizamos las siguientes funciones para obtener los resultados:

```
print(dataprep.out)  
synth.out <- synth(dataprep.out)  
summary(synth.out)  
synth.out <- synth(dataprep.out)
```

Finalmente para obtener la gráfica, utilizamos:

```
path.plot(synth.res = synth.out, dataprep.res = dataprep.out)
```

3.3. Datos

El periodo temporal elegido para realizar el estudio abarca desde enero de 2000 hasta diciembre de 2017, ya que la transacción se aprobó en Junta General de Accionistas de Endesa en Octubre de 2014 (ver Anexo I). Para la construcción de un índice sintético, según Abadie et al. (2010, 2015), es necesario considerar un periodo anterior y otro posterior al hecho que marca el punto de inflexión, ya que, de lo contrario, no existiría forma de medir el efecto del evento.

El proceso de recolección de datos se dividió en tres pasos:

El primer paso consistió en determinar cuáles serían las compañías comparables a Endesa. Para ello, seleccionamos las *utilities* del sur y centro de Europa, asegurándonos de incluir aquellas con presencia en Latinoamérica, aunque este no fuera un criterio excluyente, y que cotizaran durante el periodo temporal mencionado anteriormente. Con el objetivo de identificar las que presentaban mayores similitudes, también establecimos una serie de métricas financieras (reportadas en euros) y operativas que nos permitieran clasificar el universo de compañías, las cuales fueron de carácter orientativo y no excluyente. Estas fueron: un EBITDA medio en el periodo superior a 700 millones de euros, un valor de empresa (capitalización bursátil + deuda neta) medio superior a 23.500 millones de euros, y una plantilla media de más de 11.000 empleados. Tras aplicar todos estos criterios, seleccionamos las siguientes *utilities*: Endesa, Enel, E.on, RWE, Iberdrola, Naturgy y Eni. La tabla 2 muestra los valores descriptivos de la muestra.

Tabla 2. Descriptivos de la muestra

Empresa	Ingresos 2013	EBITDA 2013	Empleados 2013
<i>Endesa</i>	€20,5 bn	€4,0 bn	22.995
<i>Enel</i>	€75,4 bn	€14,2 bn	71.394
<i>E.ON</i>	€119,7 bn	€7,0 bn	61.327
<i>RWE</i>	€49,7 bn	€5,6 bn	64.896
<i>Iberdrola</i>	€32,8 bn	€6.7 bn	28.212
<i>Naturgy (Gas Natural Fenosa)</i>	~€24.3 bn	€4.4 bn	14.982
<i>Eni</i>	~€114.7 bn	€19.9 bn	82.289

Fuente: FactSet.

El segundo paso comprendió la determinación de qué métricas utilizar de tal forma que fuese posible comparar las compañías elegidas. Para ello, seleccionamos una serie de métricas clave que reflejan el rendimiento económico, el valor de la empresa tanto para inversores como para acreedores, la rentabilidad para el accionista y la dimensión operativa de la compañía, tal y como muestra la tabla 3.

Tabla 3. Relación de variables seleccionadas

Variable	Descripción	Unidad
Revenues	Ingresos del ejercicio, ventas	Millones de euros
EBITDA	Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones por deterioro y amortización	Millones de euros
Capex	Inversión en activos fijos	Millones de euros
Total Shareholder Return (TSR)	Suma de la variación del precio del activo y los dividendos recibidos	Euros
Employees	Empleados de la compañía	Número

Fuente: Elaboración propia

En particular, las variables seleccionadas reflejan el rendimiento económico, la valoración de la empresa, la rentabilidad al accionista y la dimensión operativa, trimestralmente, con este detalle:

-Variables de rendimiento económico

- Revenues: ingresos totales que genera una compañía por la venta de bienes o la prestación de servicios
- EBITDA: mide la rentabilidad sin tener en cuenta el efecto de los gastos no monetarios y la estructura de capital de la compañía
- Capex: indica la inversión en activos fijos, fundamental para el crecimiento y mantenimiento de la compañía.

-Variable de rentabilidad para el accionista

- Total Shareholder Return (TSR): Suma la evolución del precio de la acción con los dividendos recibidos. Proporciona una visión del desempeño económico y bursátil de la compañía.

-Variable de dimensión operativa

- Número de empleados: permite comparar los tamaños de las compañías y analizar la eficiencia en términos de productividad.

El tercer paso supuso la obtención de los datos con carácter trimestral, obteniendo resultados más precisos que los que obtendríamos utilizando datos de carácter anual. Para ello utilizamos dos bases de datos, FactSet y Bloomberg. De las variables mencionadas anteriormente, las de rendimiento económico y dimensión operativa fueron obtenidas de Bloomberg, mientras que las de valoración de la empresa y rentabilidad para el accionista fueron obtenidas de FactSet. Estos datos fueron extraídos tanto en formato anual como en formato trimestral. Al descargar la información de estas bases de datos, nos encontramos con varios problemas en cuanto a la disponibilidad de la información:

En ámbitos de información financiera y operativa, FactSet no permite obtener toda la información seleccionada con carácter trimestral, solo está disponible anualmente. Por lo tanto, utilizamos Bloomberg para la obtención de estos datos.

Al descargar la información de carácter trimestral en Bloomberg, no todos los periodos estaban disponibles para las siguientes variables: EBITDA, EBIT, Capex y Número de empleados. Por este motivo, tuvimos que estimar el valor de dichas variables para aquellos periodos que no estaban disponibles.

El cuarto paso supuso la estimación de aquellos datos trimestrales que no estaban disponibles en Bloomberg, específicamente EBIT, EBITDA, Capex, número de empleados y Total Shareholder Return (TSR). Para ello, primero se comprobó que el dato estuviera en formato anual; en ese caso, se restaba al dato anual los datos trimestrales disponibles y se dividía el resultado entre el número de datos trimestrales faltantes. Los datos de Capex y número de empleados no estaban disponibles

datos anuales ni trimestrales para algunos periodos. Para poder estimarlos, realizamos dos métricas:

Capex:

Calculamos el porcentaje medio de Capex sobre EBITDA durante el periodo analizado, y utilizamos dicho valor como estimación. Posteriormente, multiplicamos dicha estimación por el EBITDA del año en que no se dispone del dato de Capex.

Número de empleados:

Calculamos los ingresos medios por empleado a lo largo del periodo analizado, posteriormente multiplicamos dicha aproximación por los ingresos del año, ya que no se dispone del número de empleados.

Una vez estimados estos datos y teniendo todas las variables completas, construimos la base de datos para poder desarrollar el modelo.

En cuanto al *Total Shareholder Return*, hubo que transformar los datos en base 100 para evitar errores en R Studio. Para ello, asumimos que el primer dato disponible de cada utility era igual a 100. A partir de ahí, dividimos todos los valores entre el inicial y los multiplicamos por 100, con el objetivo de reflejar la variación porcentual acumulada.

En total tenemos 6 compañías comparables a Endesa, por lo que la muestra del estudio se compone de: Endesa, Enel, E.on, RWE, Iberdrola, Naturgy y Eni. Recogiendo datos desde enero de 2000 hasta diciembre de 2017 para cada una, obtenemos un total de 504 observaciones para las 7 variables seleccionadas.

4. Resultados

4.1. Índice Sintético

De las empresas utilizadas como base para formar el conjunto de comparación, el modelo selecciona únicamente aquellas que, combinadas mediante ponderaciones óptimas, reproducen de la manera más precisa posible el comportamiento de Enersis antes del *spin-off*. La relación

completa de entidades consideradas, así como los pesos finales asignados por el procedimiento se han obtenido mediante la función `synth.out <- synth(dataprep.out)`. La tabla 4 resume los pesos de las empresas incluidas en el control sintético.

Tabla 4. Resultados ponderación por compañía para control sintético

Compañía	Peso en el control sintético (%)
Endesa	0.00%
Enel	0.41%
E.on	0.00%
RWE	51.57%
Iberdrola	0.02%
Naturgy	4.18%
ENI	43.82%

Las compañías combinadas según los pesos indicados logran reproducir con mayor exactitud el comportamiento de Enersis antes del *spin-off*. La composición final del índice sintético refleja la contribución predominante de RWE (51,27%), seguida de ENI (43,82%) y Naturgy (4,18%), mientras que el resto de las compañías presentes en la base de datos aportan una ponderación irrelevante.

RWE y ENI, dos de los principales utilities de Europa, constituyen el núcleo del índice sintético. Debido a su tamaño, estructura regulatoria y modelo de negocio, sus cifras se alinean con la evolución histórica de Endesa previa a la reestructuración corporativa. Su peso mayoritario dentro del índice confirma que sus patrones financieros son los más representativos para aproximar el comportamiento de la compañía tratada, es decir, Endesa.

La tabla 5 recoge los pesos aplicados a cada métrica evaluada en el índice sintético empleado para evaluar la evolución del TSR de Endesa:

Tabla 5. Resultados ponderación por variable para control sintético

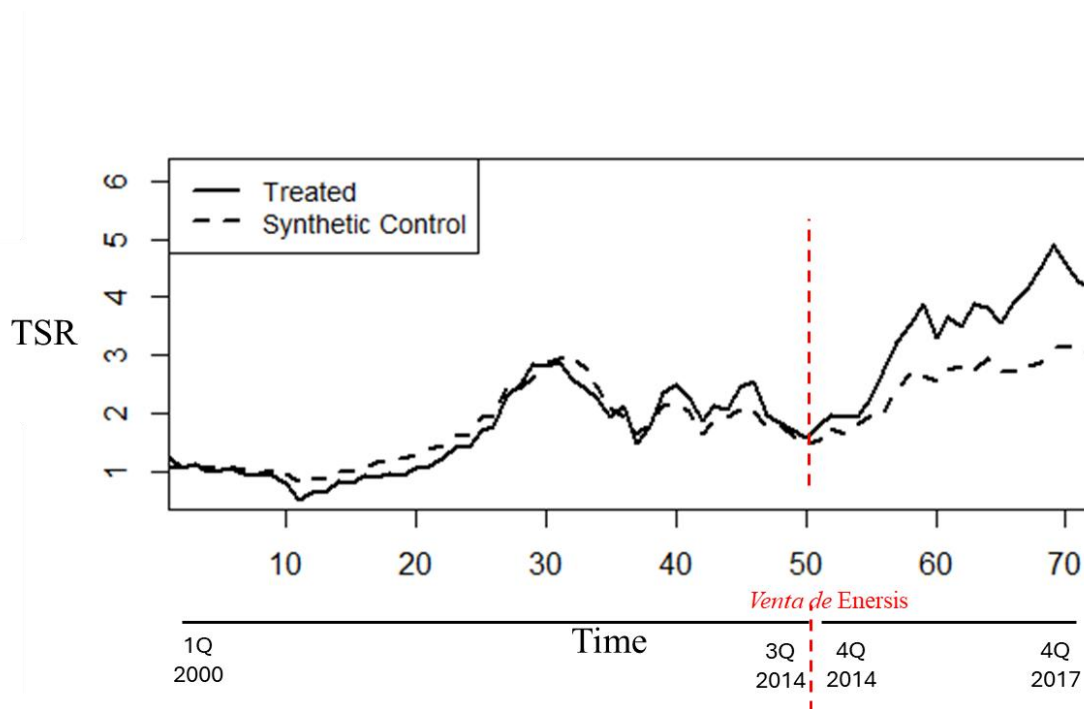
Variable	Peso en el control sintético (%)
Revenues	15.65%
EBITDA	72.29%
Capex	0.10%
Employees	11.76%

Como se puede ver en la tabla, el peso de las diferentes variables en la construcción del índice sintético se concentra en el EBITDA, seguido de Revenues y Employees.

4.2. Efecto del Tratamiento

El gráfico 1 describe la evolución del TSR de Endesa, además de mostrar una comparación directa con la misma evolución para el control sintético compuesto por Endesa, Enel, E.on, RWE, Iberdrola, Naturgy y ENI antes y después de la segregación de los activos latinoamericanos por parte de Endesa, que ocurre en julio de 2014.

Gráfico 1. Evolución temporal del TSR real u observado de Endesa frente a su TSR sintético obtenido por control sintético



El eje vertical representa el valor de TSR real u observado de la empresa tratada (Endesa) 'treated' (línea continua) y su TSR sintético o estimado a partir del control sintético 'synthetic control' (línea discontinua). El eje horizontal representa el periodo temporal desde el año 2000, donde 50 equivale a la fecha de operación de la segregación, anunciada el 31 de Julio de 2014 y aprobada en octubre de 2014, a efectos de datos trimestrales a final del tercer trimestre de 2014.

De la gráfica 1 destacan dos aspectos principales. El primero, y más importante de cara a la validez interna del presente estudio, se ve reflejado en la cercanía de las líneas de TSR para Endesa y su control sintético desde el año 2000 hasta la fecha de operación aprobada en octubre del año 2014. Esta fiel réplica de la variable objetivo durante los años pre-intervención otorga validez al control sintético, como predicción fiable del TSR de Endesa si nunca hubiese sucedido el spin-off.

La segunda conclusión se presenta evidente al ver la divergencia de las dos líneas desde 2014 en adelante. El TSR de Endesa es marcadamente superior al del control sintético durante estos años, indicando que el valor obtenido por los accionistas de Endesa tras la segregación es superior al que hubieran obtenido sin esta operación. Estos resultados permiten verificar nuestra hipótesis: la segregación de los activos latinoamericanos de Endesa generó valor para el accionista.

5. Discusión y Conclusiones

El análisis realizado en este trabajo permite evaluar empíricamente si la segregación de los activos latinoamericanos de Endesa, formalizada en 2014 bajo la operación de spin-off que dio lugar a la venta de Enersis a Enel, generó valor para el accionista. Este objetivo se abordó mediante la construcción de un control sintético que estima la trayectoria del *Total Shareholder Return (TSR)* de Endesa en ausencia de la operación. Los resultados obtenidos aportan evidencia en favor de la hipótesis planteada: la operación de segregación creó valor para el accionista, ya que el TSR observado supera al estimado por el control sintético.

5.1. Discusión de los resultados

El Gráfico 1, que constituye el núcleo del análisis empírico, muestra dos comportamientos claramente diferenciados. En primer lugar, durante el periodo pre-segregación —entre el año 2000 y el tercer trimestre de 2014— la evolución del TSR observado de Endesa y la del control sintético construido a partir de utilities europeas comparables es prácticamente idéntica. Esta coincidencia es clave, ya que valida la calidad del control sintético y confirma que las empresas seleccionadas como donantes reproducen con precisión la trayectoria que habría seguido Endesa en ausencia del

spin-off. En consecuencia, cualquier divergencia posterior puede atribuirse razonablemente al efecto de la segregación, y no a diferencias estructurales o a tendencias propias del sector.

La segunda parte del gráfico proporciona la evidencia más relevante: tras la segregación, el TSR observado de Endesa se desvía de manera sostenida y significativa del de su control sintético. Esta divergencia, consistente y creciente en el tiempo, indica que la operación generó beneficios tangibles para los accionistas. La magnitud de la brecha sugiere que el mercado percibió positivamente la nueva estructura corporativa y que la especialización derivada de la escisión tuvo efectos reales positivos sobre la valoración de la compañía.

Estos resultados son coherentes con la literatura previa, que ha documentado efectos positivos asociados a los spin-offs, especialmente cuando corrigen el descuento por conglomerado o cuando permiten clarificar modelos de negocio heterogéneos (Cusatis et al., 1993; Daley et al., 1997; Desai & Jain, 1999).

5.2. Implicaciones prácticas

Desde la perspectiva de los inversores de Endesa, los resultados del análisis sugieren que la segregación de activos puede constituir una herramienta estratégica eficaz para mejorar la creación de valor. Para los directivos que consideran procesos de spin-off, este caso puede aportar evidencias de que la especialización corporativa puede reducir la complejidad, aumentar la transparencia y generar un ajuste más eficiente entre la compañía y su base inversora.

Asimismo, para analistas financieros y gestores de inversión, este estudio puede reforzar la idea de que las estructuras corporativas simplificadas y alineadas con un nicho inversor concreto pueden presentar mejores perspectivas de rentabilidad ajustada al riesgo. La evidencia presentada aquí indica que, los mercados pueden premiar las compañías con un foco estratégico claro y con modelos de negocio más fácilmente valorables.

5.3. Limitaciones del estudio

Aunque el análisis basado en control sintético aporta un marco sólido para la evaluación del efecto causal, es importante señalar algunas limitaciones. En primer lugar, el método depende de la

calidad y disponibilidad de los datos utilizados para construir tanto la variable tratada como las predictoras del control sintético. En segundo lugar, cambios en el donor pool y en la variable objetivo podrían modificar los resultados. No obstante, la elección de ambos elementos (donor pool y variable objetivo TSR) se encuentra adecuadamente justificada y respaldada por la literatura (Abadie & Gardeazabal, 2003). Por último, la estimación por control sintético se basa en supuestos que no pueden verificarse completamente, especialmente la ausencia de shocks que afecten de manera diferencial a la empresa tratada. Finalmente, el sector energético es particularmente sensible a cambios regulatorios, tecnológicos y macroeconómicos, lo que introduce elementos externos que pueden influir en la evolución del TSR.

5.4. Conclusiones generales

El estudio ofrece evidencia de que la segregación de los activos latinoamericanos de Endesa generó valor para el accionista. El comportamiento del TSR tras la operación, significativamente superior al del control sintético como indica la distancia entre ambos en el gráfico 1, indica que el mercado valoró positivamente la especialización estratégica de la compañía. Estos resultados son consistentes con la literatura académica que destaca los beneficios de la simplificación de estructuras corporativas, la mejora de la transparencia y la corrección del descuento por conglomerado.

Además, el análisis contribuye a un entendimiento más profundo sobre el papel del alineamiento entre perfil de negocio y perfil inversor. La operación permitió que Endesa consolidara su posición como empresa orientada al flujo de caja y al dividendo, reforzando su atractivo para inversores *value*, mientras que los activos latinoamericanos, tras su integración en Enel Américas, pudieron captar la atención de inversores *growth*. Esta distinción estratégica constituye una de las claves explicativas del aumento de valor post-segregación.

Referencias

- Abadie, A., & Gardeazabal, J. (2003). The economic costs of conflict: A case-control study for the Basque Country. *American Economic Review*, 93(1), 113–132.
- Abadie, A., Diamond, A., & Hainmueller, J. (2010). Synthetic Control Methods for comparative case studies: Estimating the effect of California's tobacco control program. *Journal of the American Statistical Association*, 105(490), 493—505.
- Abadie, A., Diamond, A., & Hainmueller, J. (2011). Synth: An R Package for Synthetic Control Methods in Comparative Case Studies. *Journal of Statistical Software*, 42(13), 1-17.
- Abadie, A., Diamond, A., & Hainmueller, J. (2014). Comparative politics and the Synthetic Control Method. *American Journal of Political Science*, 59(2), 495—510.
- Ahn, S., & Denis, D. J. (2004). Internal capital markets and investment policy: Evidence from corporate spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 71(3), 489–516.
- Asness, C. S., Moskowitz, T. J., & Pedersen, L. H. (2013). Value and momentum everywhere. *The Journal of Finance*, 68(3), 929-985.
- Bekaert, G., & Harvey, C. R. (1997). Emerging equity market volatility. *Journal of Financial Economics*, 43(1), 29–77.
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2007). Liquidity and expected returns: Lessons from emerging markets. *Review of Financial Studies*, 20(6), 1783–1831.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39–65.
- Bressan, S., & Weissensteiner, A. (2021). Conglomerate discount and skewness preferences. *Journal of Banking & Finance*, 133, 106277.
- Burch, T. R., & Nanda, V. (2003). Divisional diversity and the conglomerate discount: evidence from spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 70(1), 69-98.
- Campa, J. M., & Kedia, S. (2002). Explaining the diversification discount. *Journal of Finance*, 57(4), 1731–1762.
- Chan, L. K., & Lakonishok, J. (2004). Value and growth investing: Review and update. *Financial Analysts Journal*, 60(1), 71-86.
- Chemmanur, T. J., & Yan, A. (2004). A theory of corporate spin-offs. *Journal of Financial Economics*, 72(2), 259–290.
- Chemmanur, T. J., Krishnan, K., & Yu, Q. (2010). The role of institutional investors in corporate spin-offs. *Review of Financial Studies*, 23(7), 2538–2574.

- Cusatis, P. J., Miles, J. A., & Woolridge, J. R. (1993). Restructuring through spin-offs: The stock market evidence. *Journal of Financial Economics*, 33(3), 293–311.
- Daley, L., Mehrotra, V., & Sivakumar, R. (1997). Corporate focus and value creation: Evidence from spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 45(2), 257–281.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Wiley.
- Desai, H., & Jain, P. C. (1999). Firm performance and focus: Long-run stock market performance following spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 54(1), 75–101.
- Eulerich, M., & Fligge, B. (2025). Reevaluating the conglomerate discount in Germany: the role of design choices. *Journal of Business Economics*, 95(1), 155-185.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56.
- Gilson, S. C., Healy, P. M., Noe, C. F., & Palepu, K. G. (2001). Analyst specialization and conglomerate stock breakups. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 55–83.
- Graham, B., & Dodd, D. L. (1934). *Security analysis*. Whittlesey House.
- Hoechle, D., Schmid, M. M., Walter, I., & Yermack, D. (2012). How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 103(1), 41–60.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Kaplan, S. N., & Weisbach, M. S. (1992). The success of acquisitions: Evidence from divestitures. *Journal of Finance*, 47(1), 107–138.
- Kim, S., & Yoon, Y. (2023). CEO's characteristics and value creation from corporate spin-offs. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 34(3), 158–183.
- Krishnaswami, S., & Subramaniam, V. (1999). Information asymmetry, valuation, and the corporate spinoff decision. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 73–112.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance*, 49(5), 1541–1578.
- Lamont, O., & Polk, C. (2002). Does diversification destroy value? Evidence from industry shocks. *Journal of Financial Economics*, 63(1), 51–77.

- Lang, L. H. P., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248–1280.
- Lins, K. V., & Servaes, H. (1999). *International evidence on the value of corporate diversification*. *Journal of Finance*, 54(6), 2215–2239.
- Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). *Equity valuation using multiples*. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135–172.
- MacLean, R., Strong, N., & Xu, X. (2011). Equity-style timing. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 120–138.
- McConnell, J. J., & Ovtchinnikov, A. V. (2004). Predictability of long-term spinoff returns. *Journal of Investment Management*, 2(1), 40–54.
- Owers, J. E., & Sergi, B. S. (2021). The ongoing contributions of spin-off research and practice to understanding corporate restructuring and wealth creation. *Humanities and Social Sciences Communications*, 8(1), 1–8.
- Penman, S. H., & Reggiani, F. (2018). Fundamentals of value versus growth investing and an explanation for the value trap. *Financial Analysts Journal*, 74(4), 103–119.
- Piroski, J. D. (2000). Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 38(Supplement), 1–41.
- Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. Free Press.
- Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. V. (2004). Do spin-offs really create value? The European case. *Journal of Banking & Finance*, 28(5), 1111–1135.
- Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. V. (2009). Value creation through spin-offs: A review of the empirical evidence. *International Journal of Management Reviews*, 11(4), 407–420.
- Villalonga, B. (2004). Diversification discount or premium? New evidence from the business information tracking series. *Journal of Finance*, 59(2), 479–506.
- Zohrehvand, A., Doshi, A. R., & Vanneste, B. S. (2024). Generalizing event studies using synthetic controls: An application to the Dollar Tree–Family Dollar acquisition. *Long Range Planning*, 57(1), 102392.

Anexo I



Press
Release

Media Relations

T +39 06 8305 5699
F +39 06 8305 3771
ufficiostampa@enel.com

Investor Relations

T +39 06 8305 7975
F +39 06 8305 7940
investor.relations@enel.com

enel.com

ENDESA SHAREHOLDERS MEETING APPROVES SALE OF 60.62% OF ENERSIS TO ENEL ENERGY EUROPE AND RELATED DISTRIBUTION OF EXTRAORDINARY DIVIDEND

Rome, October 21st, 2014 – Within the framework of the plan for the reorganisation of Enel Group activities in Iberia and Latin America, The Shareholders' Meeting of Enel's subsidiary Endesa S.A. ("Endesa"), meeting today, has approved the binding proposal – already examined and accepted, within the scope of its responsibilities, by the Board of Directors of Endesa at its meeting of September 17th, 2014 – put forth by Enel Energy Europe S.L. ("EEE", a company incorporated under Spanish law that is wholly-owned by Enel SpA and which in turn holds 92.06% of Endesa) regarding:

1. the acquisition by EEE of the 60.62% interest held directly and indirectly by Endesa in the Chilean company Enersis S.A. ("Enersis"), parent company for operations in Latin America. More specifically, the stakes to be acquired are 20.30% of Enersis held directly by Endesa, and 100% of Endesa Latinoamérica S.A. ("Endesa Latinoamérica"), which in turn holds 40.32% of Enersis. The proposal provides for a total purchase price for the above interests equal to 8,252.9 million euros based upon an implicit unit price for Enersis shares of 215.0 Chilean pesos (equal to 0.28 euros at the exchange rate prevailing as of September 10th, 2014) and net of Endesa Latinoamérica's structural costs and net liabilities, equal to a negative 144 million euros;
2. the distribution by Endesa of an extraordinary cash dividend, in the total amount of 8,252,972,752.02 euros (equal to 7.795 euros per share), substantially equivalent to the consideration in favour of Endesa agreed upon for the sale of 60.62% of Enersis to EEE.
The above dividend will be supplemented by an additional extraordinary cash dividend in the form of an interim dividend on 2014 net income of 6.0 euros per share, for a total of 6,352,512,702.00 euros, authorised by the Endesa Board of Directors as part of the updating of the business plan (announced to the market on October 8th, 2014) in order to achieve a more balanced and efficient financial structure for the company.
Both the extraordinary dividends are scheduled for payment on October 29th, 2014, subject to the completion of the sale of Endesa's interest in Enersis to EEE.

Enel press releases have all now smartphone and tablet versions. Download Enel Mobile App from [**Apple Store**](#) and, [**Google Play**](#)