



**ACUERDO POR EL QUE SE APRUEBA EL
INFORME POR EL QUE SE DESARROLLA
LA METODOLOGÍA DE CÁLCULO DEL
TIPO DE INTERÉS QUE DEVENGARÁN
LOS DERECHOS DE COBRO DEL
SISTEMA GASISTA**

11 de diciembre de 2014

INF/DE/0160/14

www.cnmc.es

Índice

1 ANTECEDENTES	5
2 CONSIDERACIONES GENERALES	7
2.1 Sobre la deuda del sistema y los derechos de cobro reconocidos	7
2.2 Sobre el tipo de interés en condiciones equivalentes a las del mercado para el déficit acumulado a 31 de diciembre de 2014	10
2.3 Sobre el tipo de interés en condiciones equivalentes a las del mercado de GAS NATURAL SDG, S.A. en relación al derecho de cobro del Laudo	15
2.4 Estimación de las anualidades con cargo al sistema gasista correspondientes a los derechos de cobro reconocidos	16
2.4.1 Anualidad correspondiente al déficit acumulado a 31 de diciembre de 2014.....	16
2.4.2 Anualidad correspondiente al Laudo del Arbitraje de GAS NATURAL	17
2.4.3 Anualidad correspondiente a la compensación por la hibernación del almacenamiento de gas subterráneo “CASTOR”	18
2.4.4 Impacto de las anualidades sobre los costes del sistema	19

**ACUERDO POR EL QUE SE APRUEBA EL INFORME POR EL QUE SE
DESARROLLA LA METODOLOGÍA DE CÁLCULO DEL TIPO DE INTERÉS
QUE DEVENGARÁN LOS DERECHOS DE COBRO DEL SISTEMA GASISTA**

Expte: INF/DE/0160/2014

SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA DE LA CNMC

Presidenta

D^a. María Fernández Pérez

Consejeros

D. Eduardo García Matilla

D. Josep Maria Guinart Solà

D^a. Clotilde de la Higuera González

D. Diego Rodríguez Rodríguez

Secretario de la Sala

D. Miguel Sánchez Blanco, Vicesecretario del Consejo.

En Madrid, a 11 de diciembre de 2014.

Visto el expediente relativo a la propuesta de metodología de cálculo del tipo de interés que devengarán los derechos de cobro del sistema gasista, la **SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA**, acuerda emitir el siguiente:

INFORME POR EL QUE SE DESARROLLA LA METODOLOGÍA DE CÁLCULO DEL TIPO DE INTERÉS QUE DEVENGARÁN LOS DERECHOS DE COBRO DEL SISTEMA GASISTA

Este informe tiene por objeto proponer la metodología para determinar el tipo de interés en condiciones equivalentes a las de mercado que aplicará al déficit acumulado del sistema gasista a 31 de diciembre de 2014, así como el tipo de interés en condiciones equivalentes a las del mercado que aplicará al desvío correspondiente a la retribución del gas natural destinado al mercado a tarifa procedente del contrato de Argelia y suministrado a través del gasoducto del Magreb, como consecuencia del Laudo dictado por la Corte Internacional de Arbitraje de París el día 9 de agosto de 2010 (artículo 66 de la Ley 18/2014).

Por otra parte, el Real Decreto-ley 13/2014 por el que se adoptan medidas urgentes en relación con el sistema gasista establece la hibernación de las instalaciones del almacén Castor, la extinción de la concesión, la asignación de la administración de las instalaciones a Enagás Transporte y el reconocimiento de inversiones a Escal UGS, S.L. (1.351 M€) reconociéndose un derecho de cobro con cargo al sistema gasista que se recuperará a través de la facturación por peajes de acceso y cánones del sistema gasista durante 30 años (a partir del 1 de enero de 2016) con base en un tipo de interés fijo del 4,267%.

En este informe se recoge el cálculo de la anualidad correspondiente a las siguientes categorías de derechos de cobro del sistema gasista:

- Déficit acumulado a 31 de diciembre de 2014¹.
- Laudo dictado por la Corte Internacional de Arbitraje de París el día 9 de agosto de 2010 (en adelante Laudo Arbitraje GAS NATURAL).
- Compensación por la hibernación del almacenamiento Castor

¹ El déficit acumulado del sistema gasista a 31 de diciembre de 2014 se determinará en la liquidación definitiva de 2014.

1 ANTECEDENTES

- (1) El Capítulo II (“Sostenibilidad económica del sistema de gas natural”) de la Ley 18/2014², de 15 de octubre, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia, contempla una serie de medidas respecto de distintas categorías de déficit reconocidos en el sistema gasista.

El artículo 66 contempla que a los costes del sistema gasista enumerados en el artículo 59.4³, se añadirán los siguientes para los periodos indicados:

- a. En el apartado a, reconoce el pago correspondiente al déficit acumulado del sistema gasista a 31 de diciembre de 2014 (en adelante Déficit acumulado 2014), que se determinará en la liquidación definitiva de 2014. Para este déficit, reconoce el derecho a recuperar las anualidades correspondientes al déficit acumulado en los 15 años siguientes, reconociéndose un tipo de interés en condiciones equivalentes a las de mercado. La cantidad de déficit reconocido, la anualidad correspondiente y el tipo de interés aplicado, serán aprobados por orden del Ministro de Industria, Energía y Turismo, a propuesta de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia

² Estas medidas se incluyeron inicialmente en el Real Decreto-ley 8/2014, de 4 de julio, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia, que fue convalidado por el Congreso de los Diputados mediante la resolución de la Presidencia del Congreso de los Diputados de 10 de julio de 2014, fue tramitado posteriormente en forma de ley mediante trámite de urgencia, a resultas de lo cual fue aprobado finalmente la Ley 18/2014, de 15 de octubre. Tanto el real decreto-ley como la ley dedican el Capítulo II del Título III a la sostenibilidad económica del sistema de gas natural, incluyendo en sus artículos 59º y 60º los principios de régimen económico y en el 61º y siguientes los procedimientos de cálculo de las retribuciones y el tratamiento de los desajustes temporales entre ingresos y costes.

³ Los costes del sistema gasista recogidos en el artículo 59.4 son los siguientes: a) costes Retribución de las actividades de transporte, regasificación, almacenamiento básico y distribución; b) retribución de la gestión técnica del sistema. c) tasa de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia y del Ministerio de Industria, Energía y Turismo. d) En su caso, el coste diferencial del suministro de gas natural licuado o gas manufacturado y/o aire propanado distinto del gas natural en territorios insulares que no dispongan de conexión con la red de gasoductos o de instalaciones de regasificación, así como la retribución correspondiente al suministro a tarifa realizado por empresas distribuidoras, en estos territorios. e) Medidas de gestión de la demanda, en el caso en que así sean reconocidas reglamentariamente, conforme a lo establecido en el artículo 84.2 de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, del sector de hidrocarburos. f) Anualidad correspondiente a los desajustes temporales a la que se hace referencia en el artículo 61 de la presente Ley, con sus correspondientes intereses y ajustes. g) Cualquier otro coste atribuido expresamente por una norma con rango legal cuyo fin responda exclusivamente a la normativa del sistema gasista.

y previo informe favorable de la Comisión Delegada de Asuntos Económicos.

- b. En el apartado b, reconoce el desvío correspondiente a la retribución del gas natural destinado al mercado de tarifa procedente del contrato de Argelia y suministrado a través del gaseoducto Magreb, como consecuencia del Laudo dictado por la Corte Internacional de Arbitraje de París el día 9 de agosto de 2010. La cantidad correspondiente a este recargo asciende a 163.790.000 € a recuperar en un periodo de 5 años a partir del año 2015, recuperándose, con amortización fija, 32.758.000€ anuales y se reconocerá un tipo de interés en condiciones equivalentes de mercado, que se aprobará por orden del Ministro de Industria, Energía y Turismo. En este sentido cabe señalar que en la memoria de la propuesta de “Orden por la que se establecen los peajes y cánones asociados al acceso de terceros a las instalaciones gasistas y la retribución de las actividades reguladas” se incluye dentro de las necesidades de financiación para el año 2015 una partida por 1,5 millones de euros correspondiente a los intereses del Laudo señalando que se está a la espera de (énfasis añadido) “fijar el tipo de interés en una disposición dictada al efecto. Se ha presupuestado la cantidad de 1.500.000 € en este concepto”.

- (2) Por otra parte, en el Real Decreto-ley 13/2014, de 3 de octubre, por el que se adoptan medidas urgentes en relación con el sistema gasista y la titularidad de centrales nucleares, se establece la hibernación del almacenamiento subterráneo de gas natural «Castor» y se reconoce el pago de la compensación a ESCAL UGS, S.L., por las inversiones efectuadas.

El Artículo 4 reconoce como valor neto de la inversión a que hace referencia el apartado 3 del artículo 5 de la Orden ITC/3995/2006, de 29 de diciembre, por la que se establece la retribución de los almacenamientos subterráneos de gas natural incluidos en la red básica, la suma de 1.350.729 miles de euros. Este importe será abonado, en un solo pago a ESCAL UGS, S.L., en el plazo máximo de 35 días hábiles desde la entrada en vigor del Real Decreto-Ley, por la sociedad ENAGÁS TRANSPORTE, S.A.U.

El Artículo 5. Establece que la sociedad ENAGÁS TRANSPORTE, S.A.U., será titular de un derecho de cobro por parte del sistema gasista con cargo a la facturación por peajes de acceso y cánones del sistema gasista durante 30 años hasta la total satisfacción del importe correspondiente al pago estipulado y a la retribución financiera establecida. El derecho de cobro se abonará con independencia de que subsista o no la hibernación de la instalación y comenzará abonarse a partir de la primera liquidación

del sistema gasista correspondiente a la facturación mensual por peajes de acceso y cánones devengados desde el 1 de enero de 2016.

A estos efectos, el titular del derecho de cobro o los titulares del mismo, en el caso de cesión, se considerarán sujetos del sistema de liquidaciones de actividades reguladas de gas natural teniendo esta partida prioridad en el cobro sobre el resto de costes del sistema en las liquidaciones correspondientes,

La cantidad a pagar en virtud del derecho de cobro se compondrá de una anualidad constante durante 30 años que cubra la amortización del principal y un tipo de interés fijo del 4,267%.

El derecho de cobro será libremente disponible por ENAGÁS TRANSPORTE, S.A.U., o sus ulteriores titulares y, en consecuencia, podrá ser, total o parcialmente, cedido, transmitido, descontado, pignorado o gravado a favor de cualesquiera terceros, incluyendo fondos de titulación de activos u otros vehículos o sociedades de propósito especial, nacionales o extranjeros.

Con fecha 11 de noviembre de 2014, se ha comunicado a la CNMC la cesión de los derechos de cobro de ENAGÁS TRANSPORTE, S.A.U. a tres entidades bancarias. Dichas entidades han abonado, por cuenta de ENAGÁS TRANSPORTE, S.A.U., el importe de 1.350.729 miles de euros a ESCAL UGS, S.L.

2 CONSIDERACIONES GENERALES

2.1 Sobre la deuda del sistema y los derechos de cobro reconocidos

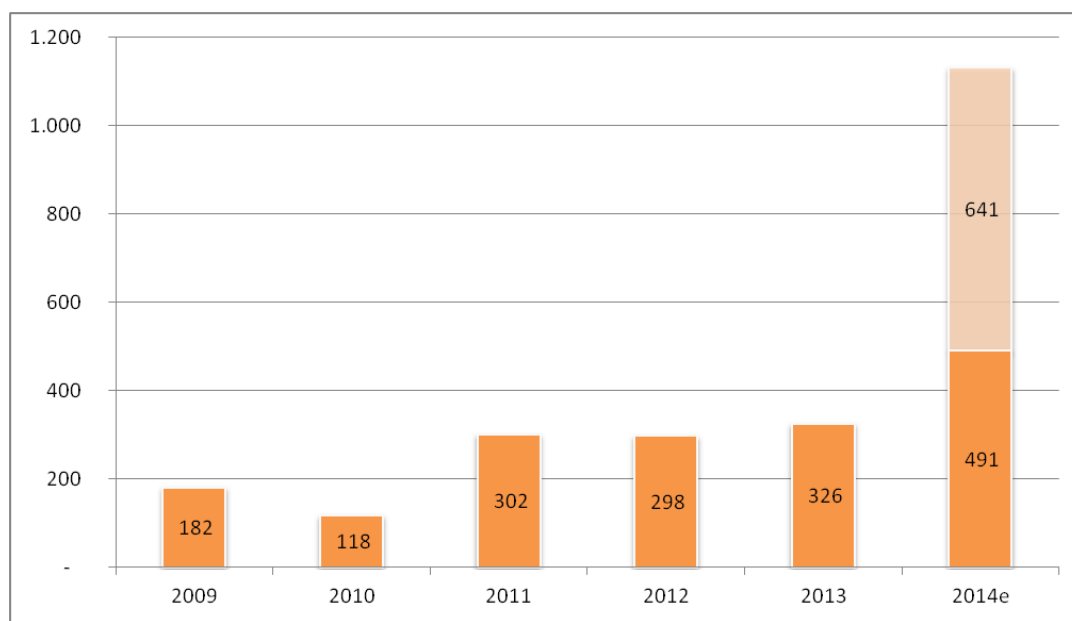
Desde el año 2009, se viene generando un déficit en el sistema gasista, por los importes que se muestran en el siguiente cuadro. Hasta la fecha, los déficits generados se adicionaban, empresa por empresa, a las liquidaciones del ejercicio inmediatamente posterior.

En base al apartado a del Artículo 66, del Real Decreto-ley 8/2014, *“La cantidad correspondiente al déficit acumulado del sistema gasista a 31 de diciembre de 2014 se determinará en la liquidación definitiva de 2014.*

Los sujetos del sistema de liquidaciones tendrán derecho a recuperar las anualidades correspondientes a dicho déficit acumulado en las liquidaciones correspondientes a los 15 años siguientes, reconociéndose un tipo de interés en condiciones equivalentes a las del mercado.”

En el siguiente gráfico se observa la evolución del déficit del sistema gasista generado entre 2009 y 2013, y el previsto para 2014.

Cuadro 1. Déficit acumulado del sistema gasista 2009 – 2014e (Millones €)



Fuente: CNMC

Según la mejor estimación disponible en la CNMC, en el *Informe sobre previsiones de demanda, ingresos y costes en el sector del gas natural para el cierre del ejercicio 2014 y 2015 (INF/DE/0176/14)*, el saldo de la deuda del sistema a 31 de Diciembre de 2014 ascenderá a 491,3 millones de euros, si bien se advierte que dicha previsión de cierre no ha tenido en cuenta “la minoración de la retribución del año 2014 por la publicación de la Ley 18/2014, señalar que su impacto sería de 59,4 millones de euros [...] respecto de los importes pendientes de incluir en el régimen retributivo se advierte de que ha observado un incremento sustancial en las entradas de propuestas de inclusión de instalaciones en el régimen retributivo, a efectos de que esta CNMC remita el correspondiente informe. En caso de que la retribución pendiente se incluyera en el régimen retributivo antes de la liquidación 14/2014, el desajuste del sistema podría aumentar en aproximadamente 700 M€”.

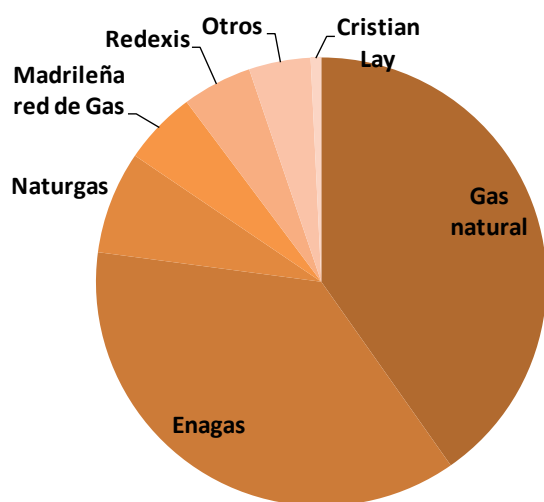
En el siguiente cuadro se detalla una estimación del porcentaje que detentan cada uno los tenedores de la deuda por grupos de sociedades.

Esta estimación supone únicamente una aproximación al reparto del déficit, que habrá de realizarse teniendo en cuenta el déficit financiado por cada empresa, año a año, con sus correspondientes actualizaciones, para llevarlo al

31 de diciembre de 2014. Este cálculo se podrá realizar con precisión una vez se disponga de la liquidación definitiva de 2014 (artículo 66 de la Ley 18/2014).

Estos porcentajes son los que se emplean para calcular el coste de financiación medio ponderado del déficit acumulado en 2014 a partir del coste financiero objetivo para cada grupo empresarial.

Cuadro 2. Estimación del déficit acumulado correspondiente por grupo empresarial



Fuente: CNMC

El presente informe plantea la metodología para la determinación del tipo de interés en condiciones equivalentes a las del mercado para el Déficit acumulado a 31 de diciembre de 2014 y para el desvío correspondiente al Laudo de gas natural.

A su vez se presenta el cálculo de la anualidad correspondiente a las tres categorías de derechos de cobro identificadas en el presente informe:

- Déficit acumulado a 31 de diciembre de 2014
- Laudo dictado por la Corte Internacional de Arbitraje de París el día 9 de agosto de 2010.
- Compensación por la hibernación del Almacenamiento Castor.

2.2 Sobre el tipo de interés en condiciones equivalentes a las del mercado para el déficit acumulado a 31 de diciembre de 2014

Para elaborar la metodología de cálculo del tipo de interés en condiciones equivalentes a las de mercado a aplicar al déficit acumulado a 31 de diciembre de 2014, se considera que deben tenerse en cuenta, a efectos de mantener la necesaria coherencia:

- La Orden IET/2176/2014, de 20 de noviembre, por la que se desarrolla la metodología de cálculo y se fija el tipo de interés definitivo que devengarán los derechos de cobro de los déficits de ingresos y los desajustes temporales del sistema eléctrico anteriores a 2013.
- La metodología propuesta en el Informe de la CNMC sobre el *Proyecto de R.D. por el que se regula el procedimiento de cesión de los Derechos de Cobro del Déficit 2013 y se desarrolla la metodología de cálculo del tipo de interés que devengarán los Derechos de Cobro de los Déficit de ingresos y los desajustes temporales (IPN/DE/0010/14)*.

Se propone el reconocimiento de un tipo de interés fijo durante el plazo establecido para la satisfacción del derecho de cobro (15 años). La aplicación de un tipo de interés de referencia fijo durante 15 años supone que los tipos de interés resultantes en la actualidad sean superiores a los que se obtendrían con tipo variable en los próximos meses, puesto que el Euribor está en los niveles más bajos de los últimos 10 años. Sin embargo, la adopción de un tipo fijo asegura al sistema gasista que la anualidad a pagar a los titulares de los derechos de cobro sea constante, y supone una cobertura de riesgo frente a los cambios en los tipos de interés, por lo que se considera, en términos globales, adecuado. La adopción de un tipo fijo a 15 años, implica que el cálculo del tipo de interés se realice una única vez al comienzo del periodo.

El coste de financiación o tipo de interés puede estimarse como la suma de un tipo de interés de referencia más un diferencial.

Según la metodología aplicada habitualmente por esta Comisión, el coste de financiación de una sociedad, puede estimarse como la suma del índice *Interest rate swap*⁴ (IRS) como tipo de interés de referencia, al que se le añade

⁴ IRS (*interest rate swap*) es el tipo de la curva swap del euro, que intercambia un tipo de interés variable (Euribor), por un tipo fijo. Es una curva de tipos líquida utilizada por entidades financieras, que refleja riesgo interbancario. Asimismo, es el tipo de interés de referencia en las emisiones a tipo fijo.

como diferencial el *Credit default swap* (CDS) ⁵ de cada empresa titular de derechos de cobro. El plazo de referencia se deberá adaptar a la duración del derecho de cobro⁶ y su plazo de recuperación. En este caso, la duración del derecho de cobro es de 8 años, y su plazo de recuperación de 15 años. Por ello, se consideran adecuadas las referencias disponibles a 8 – 10 años.

A efectos ilustrativos, en el siguiente gráfico se detalla la evolución del *Interest Rate Swap* (IRS) a 10 años a lo largo de los últimos 10 años.

Cuadro 3. Evolución de la cotización del IRS a 10 años (%)



Fuente: Bloomberg

Los CDS, que sirven como aproximación del diferencial, han tenido una alta volatilidad y se han visto muy afectados por la crisis financiera (2007-2009), y la crisis de la deuda soberana (desde 2009). Sin embargo, siguen aportando información relevante respecto del riesgo percibido por el mercado en un momento concreto, y pueden calcularse de forma continua en cualquier fecha. A continuación se muestra, e efectos ilustrativos, la evolución de los CDS de GAS NATURAL SDG, S.A. (principal tenedor de los derechos de cobro del sistema gasista).

⁵ CDS (*credit default swap*) es un seguro de riesgo de crédito, utilizado como cobertura de riesgo de impago de la deuda emitida por un determinado emisor. Los CDS aportan información acerca de la percepción del riesgo crediticio de un emisor de deuda en un momento concreto. La evolución de los CDS de las empresas permite observar la percepción del riesgo de los mercados con sus consecuentes implicaciones en el coste de financiación de las mismas a corto plazo y de su estructura financiera a medio y largo plazo.

⁶ La duración de un activo financiero compuesto de uno o varios flujos de caja, es la media ponderada de los distintos vencimientos de los flujos de caja, ponderados por el valor actual de cada uno de esos flujos. La duración sería el plazo hasta el vencimiento de un bono cupón cero equivalente, en que se devuelve el principal e intereses al vencimiento. La duración representa la longitud media del tiempo en el que se recupera el nominal.

Cuadro 4. Evolución de la cotización de los CDS a 10 años de GAS NATURAL SDG (%)



Fuente: Bloomberg

A diferencia de la financiación del Déficit 2013 en el sector eléctrico, que se lleva a cabo a través de las matrices de los 5 principales grupos de sociedades (ENDESA, S.A., IBERDROLA, S.A., GAS NATURAL SDG, S.A., HIDROELÉCTRICA DEL CANTÁBRICO, S.A., E.ON ESPAÑA, S.A.), que tienen todos ellos CDS cotizados, la situación en el sector gasista es diferente, puesto que únicamente el grupo GAS NATURAL y NATURGAS (a través de su matriz última EDP) disponen de CDS cotizados a fecha actual (representando estos sujetos, según la estimación realizada, únicamente un 47% de los tenedores de la deuda acumulada a 31 de diciembre de 2014 en el sistema gasista). En este sentido, la situación en el sector gasista es más parecida, aunque los grupos de sociedades que financian están mucho más concentrados, a la situación respecto de la financiación en el sector eléctrico de los Desajustes desde 2014 en adelante. Atendiendo a lo anterior, y de forma consistente con la propuesta realizada por esta Comisión con respecto al tipo de interés de mercado a reconocer por la financiación de dichos desajustes, se considera necesario utilizar adicionalmente datos de emisiones de deuda de las empresas.

Así, para aquellas sociedades de las que no se disponga de CDS, directamente o a través de sociedades de su grupo, pero para las que sin embargo se disponga de datos de emisiones de deuda de plazo equivalente, se propone utilizar la TIR de la emisión como representativo del coste de financiación de la sociedad.

Dado que el coste de emisión de las empresas ha mostrado una alta volatilidad a lo largo de 2014, se considera necesario acotar a los últimos meses con respecto a la fecha de cálculo, la utilización de las emisiones como referencia directa de coste de financiación de mercado. No hay ninguna emisión que cumpla estos criterios en los grupos de sociedades que financian el déficit acumulado a 31 de diciembre de 2014.

En los casos en los que no se dispone de CDS cotizados para un determinado grupo de sociedades ni emisiones de bonos de plazo equivalente cercanos a la fecha de cálculo, pero se dispone de datos de emisiones más antiguas, se propone tomar como mejor aproximación del diferencial, el valor de la diferencia entre la TIR de la emisión y el IRS a 10 años a la misma fecha, siempre y cuando esta emisión se haya realizado en los últimos 12 meses anteriores a la fecha de cálculo. Dicho diferencial se adicionará al IRS a fecha del cálculo para obtener el coste de financiación, tal y como se aplica el diferencial cuando se calcula a partir de los CDS. Este criterio puede utilizarse para estimar el coste de financiación de ENAGAS y MADRILEÑA RED DE GAS, dado que se dispone de emisiones con una antigüedad inferior a 12 meses, a plazos de 8-10 años.

Con esta metodología, que utiliza datos de IRS, CDS y emisiones, se considera que se podría obtener el coste de financiación en condiciones equivalentes a las del mercado, de una muestra representativa del 90% de los grupos de sociedades financiadoras.

El grupo REDEXIS ha realizado en 2014 una emisión de deuda, pero no se ha considerado en el cálculo, por tener un plazo inferior, de 8 años, que queda por consiguiente por debajo del plazo de 8-10 años establecido para el cálculo.

El coste de financiación de los grupos de sociedades se pondera por los porcentajes de financiación del Déficit acumulado a 31 de diciembre de 2014 de cada uno de ellos, para obtener un coste medio de financiación, que sería el tipo de interés reconocido, igual para todos ellos.

En el siguiente cuadro se muestra el tipo de interés estimado de acuerdo a la metodología expuesta, como la suma de un tipo de interés de referencia y un diferencial. Se toma para ello, como tipo de interés de referencia la media de los valores de IRS a 10 años, durante un periodo de 3 meses (agosto, septiembre y octubre de 2014), y como diferencial el promedio de los diferenciales obtenidos a partir de CDS y emisiones de Bonos, según la metodología expuesta.

Los tipos de interés obtenidos para cada grupo de sociedades se ponderan por los porcentajes de financiación de cada sociedad, según la estimación realizada en este informe que habrá de ser posteriormente corregida en función de los porcentajes reales de financiación de cada grupo de sociedades.

Los valores obtenidos se detallan en el siguiente cuadro.

Cuadro 5. Cálculo del coste de financiación

Sociedades	Fuente del diferencial	Diferencial (p.b)	IRS (%)	% Financiación	% Ponderación	IRS+ Dif (%)
Gas natural	CDS	118	1,170	40%	44,819%	2,346%
Enagas	Diferencial en la emisión	105	1,170	37%	41,060%	2,220%
Naturgas	CDS (EDP)	201	1,170	7%	8,222%	3,182%
Madrileña red de Gas	Diferencial en la emisión	148	1,170	5%	5,899%	2,650%
TOTAL				90%	100%	2,381%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

*El coste de financiación de NATURGAS calculado con base en los CDS de EDP dada la estructura de financiación intragrupo.

*Periodo de cálculo: 3 meses (agosto, septiembre y octubre de 2014).

Según la metodología de cálculo expuesta, el coste de financiación de las empresas titulares de los derechos de cobro, en el plazo de 10 años, sería del 2,381%. Este coste supone un diferencial de 13 y 78 puntos básicos respecto de la media de cotización de agosto, septiembre y octubre del bono español a 10 y 8 años, respectivamente.

La aplicación del tipo de interés del 2,381%, para un valor estimado del derecho de cobro de 491,3 M€ supondría la inclusión de una anualidad constante como coste del sistema de 39,3M€ durante 15 años. *Sin embargo, en caso de* que la retribución pendiente se incluyera en el régimen retributivo antes de la liquidación 14/2014, el cálculo de la anualidad se realizaría sobre un total de déficit aproximado de 1.132 M€, lo que supondría la inclusión de una anualidad constante como coste del sistema de 96,6 M€, durante 15 años.

Se considera que el resultado obtenido con esta metodología es robusto, y los valores obtenidos son consistentes con los resultados de las emisiones de deuda realizadas por las empresas titulares de los derechos de cobro en los últimos 12 meses.

Según los resultados de las emisiones, que se muestran en el siguiente cuadro, se desprende que las empresas han podido financiarse en los mercados de capitales en 2014, a plazos de 8-10 años, con emisiones con un cupón⁷ que se sitúan en el rango del 2,5%-2,875%. En el caso de Madrileña Red de Gas, la emisión realizada en diciembre de 2013 tiene un cupón del 4,5%. No obstante, el coste de financiación se ha reducido desde esa fecha, resultando que actualmente cotiza con una TIR del 2,23%, restando un plazo de 9,1 años hasta su amortización.

⁷ El valor del cupón no se puede equiparar al coste real de la financiación, si bien, se ha observado que en la mayoría de las emisiones el cupón refleja el coste de financiación, observando precios de emisión cercanas al 100 y por tanto se asume como una aproximación válida para el contraste.

Cuadro 6. Emisiones realizadas en 2014 con plazo de 8-10 años

Empresa	Fecha de emisión	Plazo	Cupón
Gas Natural Fenosa Finance BV	11/03/2014	10	2,875
Enagas Financiaciones SAU	11/04/2014	8	2,5
Madrilena Red de Gas Finance BV	04/12/2013	10	4,5
Gas Natural Fenosa Finance BV	08/05/2014	9	2,625

Fuente: Bloomberg

El coste de financiación observado en las emisiones del Cuadro 6 es ligeramente más alto que el actual, debido a la tendencia decreciente de los últimos meses del coste de la deuda tanto del Estado como de las Empresas. Teniendo en cuenta que las emisiones recogidas en la tabla tuvieron lugar en los primeros meses de 2014, o incluso una de ellas en diciembre de 2013, el coste de financiación a fecha actual (que es el calculado) debe ser inferior al observado en estas emisiones.

2.3 Sobre el tipo de interés en condiciones equivalentes a las del mercado de GAS NATURAL SDG, S.A. en relación al derecho de cobro del Laudo

El derecho de cobro generado por el desvío correspondiente al Laudo al que se refiere el Artículo 66.b de la Ley 18/2014, de 4 de julio, es reconocido a favor de GAS NATURAL SDG, S.A. (GAS NATURAL).

Por tanto, en el cálculo del tipo de interés a reconocer, en condiciones equivalentes a las del mercado, debe tenerse en cuenta exclusivamente el coste de financiación de GAS NATURAL.

En coherencia con la metodología anterior y teniendo en cuenta la disponibilidad de datos de cotización de CDS para GAS NATURAL, se toma la suma de la media de la cotización de los tres últimos meses del IRS y el CDS a un **plazo de 5 años**.

La media de la cotización de agosto, septiembre y octubre de 2014 del IRS a 5 años es del 0,506%. A este valor se le debe sumar la media de la cotización para el periodo de cálculo de los CDS de GAS NATURAL con el mismo plazo, cuyo valor asciende a 74,3 puntos básicos. La suma de ambos valores supone un **tipo de interés del 1,249%**.

Este importe supone un diferencial de 29 puntos básicos sobre la cotización media de agosto, septiembre y octubre del Bono del Estado a 5 años.

2.4 Estimación de las anualidades con cargo al sistema gasista correspondientes a los derechos de cobro reconocidos

De acuerdo con la metodología propuesta y los resultados obtenidos en el presente informe para el cálculo del tipo de interés en condiciones equivalentes a las de mercado, y considerando la estimación de déficit acumulado a 31 de diciembre de 2014 recogida en el *Informe sobre previsiones de demanda, ingresos y costes en el sector del gas natural para el cierre del ejercicio 2014 y 2015* de esta Comisión, a continuación se presentan los cálculos de las anualidades correspondientes a las diferentes categorías de crédito reconocidas.

2.4.1 Anualidad correspondiente al déficit acumulado a 31 de diciembre de 2014

De acuerdo a lo establecido en la Ley 18/2014, se calcula una anualidad, que se supone constante, durante 15 años.

El cálculo toma como valor estimado a reconocer del derecho de cobro, el importe de 491,3 M€, como estimación del déficit acumulado a 31 de diciembre de 2014. En cualquier caso, la cantidad correspondiente al déficit acumulado del sistema gasista a 31 de diciembre de 2014 se determinará en la liquidación definitiva de 2014 (artículo 66 de la Ley 18/2014).

Para el cálculo de la anualidad, el tipo de interés aplicado corresponde al tipo de interés en condiciones equivalentes a las de mercado calculadas de acuerdo a la metodología expuesta en el presente informe.

Cuadro 7. Cálculo de la anualidad correspondiente al déficit acumulado a 2014

Año	Tipo de Interés	IPC 31/12 (t-1)	Interés	Amortización	Anualidad calculada
1	2,381%	491.300.000	11.697.999	27.636.111	39.334.110 €
2	2,381%	463.663.889	11.039.975	28.294.135	39.334.110 €
3	2,381%	435.369.753	10.366.283	28.967.827	39.334.110 €
4	2,381%	406.401.926	9.676.550	29.657.560	39.334.110 €
5	2,381%	376.744.366	8.970.395	30.363.715	39.334.110 €
6	2,381%	346.380.651	8.247.426	31.086.684	39.334.110 €
7	2,381%	315.293.967	7.507.243	31.826.867	39.334.110 €
8	2,381%	283.467.100	6.749.436	32.584.674	39.334.110 €
9	2,381%	250.882.426	5.973.585	33.360.525	39.334.110 €
10	2,381%	217.521.901	5.179.261	34.154.849	39.334.110 €
11	2,381%	183.367.052	4.366.024	34.968.086	39.334.110 €
12	2,381%	148.398.965	3.533.423	35.800.687	39.334.110 €
13	2,381%	112.598.279	2.680.998	36.653.112	39.334.110 €
14	2,381%	75.945.167	1.808.277	37.525.833	39.334.110 €
15	2,381%	38.419.334	914.776	38.419.334	39.334.110 €
Suma	2,381%	-	98.711.649	491.300.000	590.011.649 €

Fuente: Elaboración propia

2.4.2 Anualidad correspondiente al Laudo del Arbitraje de GAS NATURAL

De acuerdo a la metodología expuesta en la Ley 18/2014, se calcula una amortización constante para los 5 años.

El cálculo toma como valor de partida los 163.790.000 € del derecho de cobro reconocido en el apartado b del artículo 66 de la Ley 18/2014.

Para el cálculo de la anualidad, el tipo de interés aplicado corresponde al tipo de interés en condiciones equivalentes a las de mercado calculado de acuerdo a la metodología expuesta en el presente informe.

Cuadro 8. Cálculo de la anualidad correspondiente Laudo Arbitraje GAS NATURAL

Año	Tipo de Interés	IPC a 31/12 (t-1)	Interés	Amortización	Anualidad
1	1,249%	163.790.000 €	2.045.067	32.758.000 €	34.803.067 €
2	1,249%	131.032.000 €	1.636.054	32.758.000 €	34.394.054 €
3	1,249%	98.274.000 €	1.227.040	32.758.000 €	33.985.040 €
4	1,249%	65.516.000 €	818.027	32.758.000 €	33.576.027 €
5	1,249%	32.758.000 €	409.013	32.758.000 €	33.167.013 €
Suma	1,249%	- €	6.135.201 €	163.790.000 €	169.925.201 €

Fuente: Elaboración propia

2.4.3 Anualidad correspondiente a la compensación por la hibernación del almacenamiento de gas subterráneo “CASTOR”

De acuerdo a la metodología expuesta en el R.D.-Ley 13/2014, se calcula una anualidad constante para los 30 años.

El cálculo toma como valor de partida los 1.350.729.000 € del derecho de cobro reconocidos en el R.D-Ley 13/2014 y el tipo de interés corresponde al reconocido en dicha norma (4,267%).

Cuadro 9. Cálculo de la anualidad correspondiente a la compensación por la hibernación del almacenamiento subterráneo de gas natural CASTOR

Año	Tipo de Interés	IPC 31/12 (t-1)	Interés	Amortización	Anualidad calculada
1	4,267%	1.350.729.000	57.635.606,43	23.029.118,53	80.664.725 €
2	4,267%	1.327.699.881	56.652.953,94	24.011.771,02	80.664.725 €
3	4,267%	1.303.688.110	55.628.371,67	25.036.353,29	80.664.725 €
4	4,267%	1.278.651.757	54.560.070,48	26.104.654,48	80.664.725 €
5	4,267%	1.252.547.103	53.446.184,87	27.218.540,09	80.664.725 €
6	4,267%	1.225.328.563	52.284.769,77	28.379.955,19	80.664.725 €
7	4,267%	1.196.948.607	51.073.797,08	29.590.927,88	80.664.725 €
8	4,267%	1.167.357.680	49.811.152,19	30.853.572,77	80.664.725 €
9	4,267%	1.136.504.107	48.494.630,23	32.170.094,73	80.664.725 €
10	4,267%	1.104.334.012	47.121.932,29	33.542.792,67	80.664.725 €
11	4,267%	1.070.791.219	45.690.661,33	34.974.063,63	80.664.725 €
12	4,267%	1.035.817.156	44.198.318,03	36.466.406,93	80.664.725 €
13	4,267%	999.350.749	42.642.296,45	38.022.428,51	80.664.725 €
14	4,267%	961.328.320	41.019.879,43	39.644.845,53	80.664.725 €
15	4,267%	921.683.475	39.328.233,87	41.336.491,09	80.664.725 €
16	4,267%	880.346.984	37.564.405,79	43.100.319,17	80.664.725 €
17	4,267%	837.246.664	35.725.315,17	44.939.409,79	80.664.725 €
18	4,267%	792.307.255	33.807.750,56	46.856.974,40	80.664.725 €
19	4,267%	745.450.280	31.808.363,46	48.856.361,50	80.664.725 €
20	4,267%	696.593.919	29.723.662,52	50.941.062,44	80.664.725 €
21	4,267%	645.652.856	27.550.007,38	53.114.717,58	80.664.725 €
22	4,267%	592.538.139	25.283.602,38	55.381.122,58	80.664.725 €
23	4,267%	537.157.016	22.920.489,88	57.744.235,08	80.664.725 €
24	4,267%	479.412.781	20.456.543,37	60.208.181,59	80.664.725 €
25	4,267%	419.204.600	17.887.460,26	62.777.264,70	80.664.725 €
26	4,267%	356.427.335	15.208.754,38	65.455.970,58	80.664.725 €
27	4,267%	290.971.364	12.415.748,11	68.248.976,85	80.664.725 €
28	4,267%	222.722.387	9.503.564,27	71.161.160,68	80.664.725 €
29	4,267%	151.561.227	6.467.117,54	74.197.607,42	80.664.725 €
30	4,267%	77.363.619	3.301.105,64	77.363.619,31	80.664.725 €
Suma	4,267%	- €	1.069.212.749 €	1.350.729.000 €	2.419.941.749 €

Fuente: Elaboración propia

2.4.4 *Impacto de las anualidades sobre los costes del sistema*

Con base en los cálculos presentados, la suma de las anualidades calculadas para los conceptos de Castor, Laudo Arbitraje GAS NATURAL y Déficit Acumulado a 2014, ascenderían a 154,8M€, tal y como se recoge en el siguiente cuadro.

Cuadro 10. Anualidades sistema gasista (millones €)

Derecho de cobro	Plazo	Anualidad
Déficit acumulado 2014	15 años	39,34
Laudo arbitraje GAS NATURAL	5 años	34,80
Almacenamiento CASTOR	30 años	80,66
TOTAL		154,80

Fuente: Elaboración propia

