

RESOLUCIÓN RELATIVA A LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE ABERTIS TELECOM, S.A.U. DEL EJERCICIO 2013 (EXPEDIENTE AEM 2013/1549).

I. ANTECEDENTES DE HECHO

PRIMERO.- Con fecha 15 de julio de 1999 el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante CMT¹) aprobó la Resolución por la que se aprueban los Principios, Criterios y Condiciones para el Desarrollo del Sistema de Contabilidad de Costes, en cuyo Anexo Único punto tercero se establece que:

«Antes del comienzo de cada ejercicio la operadora comunicará a la C.M.T. la “tasa anual” que propone aplicar para la determinación del estándar de “costes corrientes” en el ejercicio entrante, justificando su cuantía. La C.M.T. resolverá sobre su aplicación o modificación, razonada en términos del coste del dinero en el mercado y de tasa de riesgo empresarial. »

SEGUNDO.- Con fecha de 1 de junio de 2006 el Consejo de la CMT aprobó la Resolución sobre el formato y método contable a utilizar por Abertis en el sistema de contabilidad de costes.

TERCERO.- Con fecha de 14 de junio de 2007 el Consejo de la CMT aprobó la Resolución sobre el sistema de contabilidad de costes nacional de Abertis.

CUARTO.- Con fecha 10 de junio de 2010 se aprobó la Resolución por la que se actualizan los Principios, Criterios y Condiciones para el Desarrollo del Sistema de Contabilidad de Costes.

QUINTO.- Con fecha 13 de diciembre de 2012 el Consejo de la CMT aprobó la Resolución en la que se revisaba la metodología para la estimación del coste de capital de los operadores dominantes. Esta Resolución sustituye a la metodología

¹ La disposición adicional segunda de la Ley 3/2013, de 4 de junio, establece que la constitución de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) implicará la extinción de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT) y que las referencias que la normativa vigente contiene de la CMT se entenderán realizadas a la CNMC. Por su parte, el artículo 1 de la Orden ECC/1796/2013, de 4 de octubre, señala que el día 7 de octubre de 2013 se iniciará la puesta en funcionamiento de la CNMC. En consecuencia, desde el 7 de octubre de 2013, la CNMC se ha puesto en funcionamiento, continuando el ejercicio de las funciones de la extinta CMT.

aprobada el 21 de diciembre de 2006 y en su Resuelve segundo establece que la estimación del WACC se instruirá de oficio por parte de esta Comisión. En la misma Resolución también se aprobó el WACC regulado para Abertis correspondiente al ejercicio 2012.

SEXO.- El 30 de abril de 2013 se aprobó la Resolución sobre la definición y el análisis del mercado mayorista del servicio portador de la señal de televisión, la designación del operador con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas, entre ellas la de contabilidad de costes.

SÉPTIMO.- Con fecha 21 de junio de 2013 tuvo entrada en el registro de esta Comisión escrito de Abertis por el que el operador propone la tasa anual de retorno a aplicar en el ejercicio 2013. Con posterioridad este escrito se incorporó al expediente por el que se tramita el WACC de Abertis para el ejercicio 2013.

OCTAVO.- A efectos de resolver sobre la tasa anual del coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2013 de Abertis, con fecha 14 de agosto de 2013, se procedió a la apertura e instrucción del expediente correspondiente con referencia AEM 2013/1549.

NOVENO.- Con fecha 4 de septiembre se remitió a Abertis el informe de Audiencia de los Servicios de esta Comisión por el que se proponía una tasa de retorno de 13,40%. Abertis no ha formulado alegaciones a dicho informe.

II. FUNDAMENTOS DE DERECHO

II.I HABILITACIÓN COMPETENCIAL

El artículo 48.4 de la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones (en lo sucesivo, LGTel), establece que, en las materias de telecomunicaciones reguladas en esta Ley, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones ejercerá, entre otras, la siguiente función:

“g) Definir los mercados pertinentes para establecer obligaciones específicas conforme a lo previsto en el capítulo II del título II y en el artículo 13 de esta ley.”

Asimismo, y de conformidad con lo dispuesto en el artículo 11 del Real Decreto 2296/2004, de 10 de diciembre, mediante el que se aprueba el Reglamento sobre mercados de comunicaciones electrónicas, acceso a las redes y numeración, (en adelante, Reglamento de Mercados) se faculta a la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones a imponer la obligación de control de precios y contabilidad de costes a los operadores declarados con poder significativo en los mercados al por

mayor, incluyendo la obligación de orientar los precios en función de los costes de producción de los servicios. El epígrafe 3 de dicho artículo establece que en el caso en que se haya impuesto una obligación de la orientación de costes la carga de la prueba, incluyendo una tasa razonable de rendimiento de la inversión, recaerá sobre el operador. Sin embargo, *“la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones determinará el sistema de contabilidad de costes que deberá aplicarse, y podrá precisar el formato y el método contable que se habrá de utilizar.”*

El artículo 19 del Reglamento de Mercados establece que se podrá establecer una obligación de control de precios para operadores con poder significativo en mercados al por menor si las obligaciones impuestas al por mayor y de selección de operador no bastan para alcanzar los objetivos del artículo 3 de la LGTel. El artículo 20 de dicho Reglamento establece que en estos casos, la Comisión podrá precisar el formato y el método contable de la contabilidad de costes del operador.

En uso de la habilitación competencial citada, con fecha 30 de abril de 2013, esta Comisión aprobó la Resolución sobre la definición y el análisis del mercado mayorista del servicio portador de la señal de televisión, la designación² de Abertis como operador con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas, entre ellas la de separación de cuentas y contabilidad de costes, donde resulta especialmente relevante la estimación del coste medio ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés “Weighted Average Cost of Capital”) a aplicar en el Sistema de Contabilidad de Costes (SCC) de Abertis.

Asimismo, de conformidad con el artículo 2.2 de la Ley 3/2013, la Comisión se regirá por lo dispuesto en la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, y en la legislación especial de los mercados y sectores sometidos a su supervisión a que hacen referencia los artículos 6 a 11 de esta Ley y, supletoriamente, por la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (en adelante, LRJPAC), por la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado, de acuerdo con lo previsto en su Disposición adicional décima, por la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria, y por el resto del ordenamiento jurídico.

El presente procedimiento fue iniciado por la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, en virtud de la habilitación competencial antes citada. Sin embargo, la Disposición Adicional Segunda, apartado 1, de la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia,

² Abertis ya había sido designado anteriormente operador con poder significativo de mercado, mediante resoluciones del Consejo de esta Comisión de 2 de febrero de 2006 y de 21 de mayo de 2009 por la que se aprobaron la definición y análisis del mercado de transmisión de señales de televisión, la designación de los operadores con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas. En ambas resoluciones se impuso a Abertis, entre otras, las obligaciones de contabilidad de costes y separación de cuentas.

señala que la constitución de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia implicará la extinción, entre otros organismos, de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones.

En virtud de lo anterior, de conformidad con lo dispuesto en la Disposición Transitoria Quinta, apartado 1, de la Ley 3/2013, una vez constituida la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia y atendiendo a lo previsto en el artículo 20.1 de la citada Ley, el órgano competente para resolver el presente procedimiento es la Sala de Regulación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.

II.II OBJETO DEL PROCEDIMIENTO

El objeto del presente procedimiento es realizar una estimación de la tasa anual de retorno regulada a aplicar a Abertis para el ejercicio 2013.

El valor que se apruebe para dicha tasa de retorno se aplicará para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes regulatoria de dicho operador, al objeto de contemplar una tasa razonable de rendimiento sobre las inversiones realizadas, según la siguiente fórmula:

$$\text{Coste de capital} = \text{VNC} \times \text{WACC}$$

Donde VNC representa el valor neto contable a corrientes de los activos y WACC representa la tasa anual de retorno aprobada por esta Comisión para el ejercicio.

Según se expone en el antecedente de hecho quinto, la estimación se realiza conforme a la metodología de cálculo del coste medio ponderado del capital de los operadores declarados con poder significativo de mercado por la CMT, aprobada en la Resolución de 13 de diciembre de 2012 (MTZ 2012/1616).

La fecha de referencia para la toma de datos de los parámetros con que se realiza la estimación es 31 de diciembre de 2012.

III. CÁLCULO DEL WACC DE 2013

A continuación se implementa la metodología aprobada en la Resolución de 13 de diciembre de 2012 (en adelante, la Metodología), calculando cada uno de los parámetros relevantes de estimación de la tasa de retorno o WACC.

³ La citada Disposición señala que los procedimientos iniciados con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 3/2013, de 4 de junio, continuarán tramitándose por los órganos de la autoridad a los que la citada Ley atribuye las funciones anteriormente desempeñadas por los organismos extinguidos.

El WACC después de impuestos es el resultado de la suma de sus estimaciones del coste del capital propio y del coste de la deuda, ponderados en función de la composición de su estructura financiera conforme a la expresión:

$$WACC = K_e E/(E + D) + K_d D/(E + D),$$

Donde K_e es el coste de los recursos propios, K_d es el coste de la deuda financiera después de impuestos, E es el valor de recursos propios, y D es el valor de los recursos ajenos.

En relación a la estimación del coste de los recursos propios, la Metodología aplica la teoría *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) para la que se requiere de los siguientes parámetros adicionales:

$$K_e = R_f + \beta_i * P_m$$

Donde:

R_f: Tasa libre de riesgo

β_i: Beta apalancada

P_m: Prima por riesgo de mercado

En primer lugar se estimarán cada uno de los parámetros necesarios para el cálculo del WACC y, posteriormente, se calculará el WACC antes y después de impuestos.

Se incluye como Anexo I un glosario de términos financieros usados en la presente Resolución.

III.I ESTIMACIÓN DEL RATIO DE APALANCAMIENTO [D/E]

El ratio de apalancamiento se calcula a partir de la información sobre la estructura de capital promedio del conjunto de empresas comparables seleccionado en la Metodología. La fecha de referencia de las estimaciones es el cierre del ejercicio 2012. El conjunto de empresas comparables seleccionado es: Crown Castle International Corp; SES SA; American Tower Corp; El Towers; SBA Communications Corp; Inmarsat PLC; Eutelsat Communications S.A. y GTL Infrastructure.

De la muestra de empresas comparables se ha excluido El Towers, resultante de la fusión de DMT y Mediaset en diciembre de 2011, por no tener datos suficientes disponibles. El mismo motivo justifica el descarte de GTL. Aunque en el escrito de Abertis de 21 de junio se mostraban datos de GTL, no se pueden utilizar al no haber acompañado Abertis la fuente de dicha información para su comprobación.

[CONFIDENCIAL]

Tabla1: cálculo del ratio de apalancamiento

FIN CONFIDENCIAL]

Para el conjunto de comparables seleccionados para Abertis, la estructura financiera promedio arroja un valor para D/E de 0,46.

A partir del valor de $[D/E]$ se obtienen de forma directa los siguientes ponderadores:

- Ponderador de recursos ajenos $[D/(D+E)] = (D+E) / [1+ (D+E)] = 31,54\%$
- Ponderador de recursos propios $[E/(D+E)] = 1- [D/(D+E)] = 68,46\%$

III.II ESTIMACIÓN DEL COSTE MEDIO DE LA DEUDA ANTES DE IMPUESTOS [KD]

De acuerdo a la Metodología, se estima el coste de la deuda a través del coste de la deuda del Grupo en que el operador está integrado.

En un orden práctico, se establece que la principal referencia para la estimación la constituye la media aritmética de la rentabilidad hasta vencimiento o “*yield to maturity*” (YTM) de las observaciones realizadas durante los seis meses anteriores al 31 de diciembre (fecha de referencia para el cálculo del WACC) de emisiones representativas del Grupo al que pertenece cada operador.

Se considera que aumenta la representatividad de las emisiones elegibles cuando:

- se trate de emisiones recientes (deuda emitida en los últimos 2 años),
- tengan vencimiento próximo a 10 años (con vencimiento comprendido entre 8 y 12 años),
- el volumen de la emisión sea suficientemente significativo,
- y no estén vinculada a un proyecto concreto no sujeto a la actividad regulada.

Una buena estimación se obtendrá de un número suficiente de emisiones, reduciendo así la influencia de posibles emisiones atípicas (condiciones ventajosas o gravosas).

En caso de no disponer de emisiones propias suficientes que cumplieran las condiciones indicadas, se podrían incluir emisiones de empresas comparables con el mismo rating y que operen en un país con un rating equivalente o, en su defecto, emplear como referencia el “*Interest Rate Swap*” (IRS) más el “*Credit Default Swap*” (CDS) del Grupo.

En cualquier caso, se debe tratar de evitar tomar como referencia emisiones de deuda con rentabilidades atípicas (por haberse emitido con algún tipo de garantía, o condiciones que se desconocen) que no sean representativas del coste de la deuda real, propio del rating de la compañía y/o la coyuntura del país en el que se realiza la emisión.

Para la deuda de ABERTIS, las emisiones consideradas y el promedio calculado se resumen en la siguiente tabla:

[CONFIDENCIAL

Tabla2: cálculo de K_d

FIN CONFIDENCIAL]

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para ABERTIS en el cálculo será de 5,24%.

III.III ESTIMACIÓN DE LA TASA LIBRE DE RIESGO [R_f]

De acuerdo a la Metodología se calcula el promedio de la rentabilidad del bono español con vencimiento a diez años. Como medida de la rentabilidad se toma la rentabilidad hasta el vencimiento realizando una media aritmética de las cotizaciones diarias observadas durante los seis meses anteriores a 31 de diciembre de 2012.

Como resultado de aplicar este criterio se estima que R_f tiene un valor de 6,02%.

III.IV ESTIMACIÓN DE LA PRIMA DE MERCADO [P_m]

De acuerdo a la Metodología se estima P_m calculando la mediana de las fuentes escogidas.

En particular, se calcula la mediana de los siguientes valores:

Tabla3: cálculo de P_m

Fuente utilizadas	P_m %	Ámbito territorial	Método	Observaciones
Ibbotson Associates	8,00	España	Histórico	Ibbotson International Risk Premia Report 2013, ERP histórico período 1979-2012
Dimson, Staunton & Marsh	4,10	España	Histórico	Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton. Damodaran Report, 2013
Credit Suisse - HOLT	6,10	Europa	Previsiones	Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2011, February 2011
Media Pablo Fernández*	5,87		Encuesta	Fernández: Market Risk Premium Used in 82 Countries in 2012: A Survey with 7,192 Answers, IESE Business School, May 15 2013.
Bancos de Inversión y otras agencias	7,46			Media (Informes GS, DB, UBS, KPMG)
Mediana	6,10			

* Se ha estimado la media aritmética de las P_m de los tres grupos considerados en el informe: Analistas (5,6%), Profesores (5,7%) y Empresas (6,3%).

La Pm obtenida como mediana de tales estimaciones resulta en un valor de 6,10%.

En el escrito de Abertis de 21 de junio se incluyen otras fuentes, que a pesar de ser de reconocido prestigio y no estar desactualizadas, no se pueden incorporar al cálculo por los siguientes motivos:

- *Dimson, Staunton & Marsh*: la serie propuesta por Abertis difiere de la incluida en la Tabla 3 por no estar referida a España sino a 20 mercados diferentes. En conformidad con la Metodología se considera más representativa una serie específica sobre la prima de riesgo en España.
- *Credit Suisse Global Investment Yearbook 2013*: a diferencia del informe Credit Suisse de 2011 incluido en la Tabla 3 este informe no muestra una prima de riesgo para Europa en conformidad con lo establecido en la Metodología.
- *Publicación de la Reserva Federal de Nueva York*: centrada en el mercado americano, incumpliendo por tanto lo establecido en la Metodología.

Con respecto a la Pm obtenida a partir de informes de bancos de inversión y agencias, en la siguiente tabla se desglosan los estudios considerados y la media obtenida:

Tabla4: desglose de informes de bancos de inversión

Banco de inversión	Pm %	Ámbito territorial	Método	Observaciones
KPMG	6,20	Europa	Histórica	Página 6 Informe, basado en Stoxx 600
Deutsche Bank	6,00	Europa	Prospectivo	Página 16 Informe 27/9/2012 World Outlook 2013
Goldman Sachs	8,00	Europa	Prospectivo	Página 6 Informe 7/1/13, 'Why the risk premium could unlock so much value'
UBS	9,20	Zona Euro	Método Prospectivo, basado en consenso de beneficios.	CIO Year Ahead 2013. Diciembre 2012
UBS	7,90	Zona Euro	Prospectivo, basado en beneficios ajustados	CIO Year Ahead 2013. Diciembre 2012
Media	7,46			

III.V TASA IMPOSITIVA

De acuerdo a la Metodología, se utiliza, en todos los casos, la tasa impositiva nominal. Para Abertis la tasa impositiva nominal utilizada es la de España, el 30%.

Para el resto de empresas se han utilizado los tipos impositivos nominales vigentes en 2012 en los países donde están establecidas y se recogen en la siguiente tabla:

Tabla5: listado tasas impositivas nominales utilizadas por país

País	Tasa impositiva nominal
Alemania	29,37%
Austria	25,00%
Bélgica	33,99%
España	30,00%
Estados Unidos	40,00%
Francia	33,33%
Holanda	25,00%
Italia	31,40%
Luxemburgo	28,80%
Noruega	28,00%
Portugal	25,00%
Reino Unido	28,00%
Rusia	20,00%
Suecia	26,30%
Suiza	21,17%

III.VI ESTIMACIÓN DE LA BETA DESAPALANCADA [β_u] Y APALANCADA [β_l]

Conforme a la Metodología se selecciona como muestra para el cálculo de la Beta los datos semanales de las β del conjunto de compañías seleccionadas como comparables, observados durante los cinco años anteriores a 31 de diciembre de 2012, usando los índices locales donde cotizan dichas compañías comparables.

A continuación, se realiza un ajuste bayesiano de las Betas calculadas para cada operador⁴.

Para apalancar y desapalancar la Beta se emplea la fórmula de Hamada, considerando la tasa impositiva nominal correspondiente:

$$\beta_u = \beta_l / [1+(1-t)(D/E)] \text{ y } \beta_l = \beta_u * [1+(1-t)(D/E)]$$

En coherencia con lo señalado en el apartado III.1, el conjunto de empresas comparables seleccionado es: Crown Castle International Corp; SES SA; American Tower Corp; SBA Communications Corp; Inmarsat PLC; Eutelsat Communications

⁴ En conformidad a la Metodología el ajuste bayesiano se realiza mediante la fórmula de Marshall Blume:

$\beta_{ajustada} = \beta_{calculada} * P + 1,0 * (1-P)$ con p igual a 2/3; $\beta_{ajustada}$ en la tabla significa "ajustada".

S.A. y GTL Infrastructure. Siendo que de la muestra de empresas comparables se ha excluido EI Towers, y GTL por los motivos allí expuestos.

El parámetro Beta desapalancada β_U se estima como promedio de las betas desapalancadas del grupo de comparables seleccionado, depurada la muestra según lo expuesto en el párrafo anterior. El resultado del cálculo arroja un valor para la Beta desapalancada β_U de 0,7430.

[CONFIDENCIAL

Tabla6: cálculo media de β_U de empresas comparables

FIN CONFIDENCIAL]

Para el cálculo de la beta reapalancada β_I de Abertis se aplica fórmula de Hamada ($\beta_I = \beta_U * [1+(1-t)(D/E)]$) a la β_U sectorial antes calculada. Utilizando los valores de apalancamiento (0,46) y de t (30%) calculados en los apartados anteriores, resulta una beta reapalancada β_I de Abertis igual a 0,9826.

IV RESULTADO DE LA ESTIMACIÓN DEL WACC PARA EL EJERCICIO 2013.

La siguiente tabla contiene el cálculo realizado para Abertis en base a la Metodología y a partir de las conclusiones sobre la estimación de cada uno de los parámetros del WACC que se han detallado en los apartados anteriores.

Tabla7: cálculo del WACC y comparación con el ejercicio anterior

Parámetros	WACC 2012 aprobado	WACC 2013
Tasa libre de riesgo [Rf]	5,53%	6,02%
Prima riesgo de mercado [Pm]	5,10%	6,10%
Beta desapalancada [β_u]	0,7320	0,7430
Ratio apalancamiento [D/E]	0,52	0,46
Tasa impositiva [t]	30%	30,00%
Beta reapalancada [β_l]	0,9967	0,9826
Coste medio deuda antes de impuestos [Kd]	6,13%	5,24%
D/(D+E)	34,06%	31,54%
E/(E+D)	65,94%	68,46%
Coste de los recursos propios [Ke]= Rf+(Pm*β_l)	11,31%	12,02%
Coste de los recursos ajenos [Kd']= Kd*(1-t)	4,29%	3,67%
WACC después de impuestos [WACC = (E/(D+E)*Ke)+(D/(D+E)*Kd)]	8,92%	9,38%
WACC antes de impuestos [WACC_{AI} = WACC/(1-t)]	12,74%	13,40%

Vistos los citados antecedentes y fundamentos jurídicos, la Sala de Supervisión Regulatoria del Consejo de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, en su sesión de 14 de noviembre de 2013,

RESUELVE

ÚNICO – Establecer la tasa anual del coste medio ponderado del capital antes de impuestos para Abertis Telecom, S.A.U. en el ejercicio de 2013 en el 13,40%.

La presente Resolución pone fin a la vía administrativa de conformidad con lo establecido en el artículo 36.2 de la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. En consecuencia, contra la presente Resolución podrá interponerse directamente recurso contencioso-administrativo ante la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional, en el plazo de dos meses a contar desde el día siguiente a su notificación, de acuerdo con lo establecido en el artículo 36.2 de la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, y en la Disposición Adicional Cuarta, apartado 5, de la Ley 29/1998, de 13 de julio, Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa; todo ello sin perjuicio de lo previsto en el número 2 del artículo 58 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

ANEXO 1: GLOSARIO

CAPEX que deriva de la expresión en inglés “CAPital EXpenditures” y se refiere a las inversiones en bienes de capital realizadas por una compañía con la intención de crear beneficios futuros.

CDS/IRS:

Credit Default Swap (CDS por sus siglas en inglés). Es un instrumento financiero por el cual el vendedor de los CDS compensará al comprador de los mismos en caso de impago. El comprador realiza desembolsos periódicos a favor del vendedor (el llamado CDS “spread”) y, en caso de impago, recibe del vendedor una compensación (normalmente el valor nominal del crédito o valor “a la par” o una cantidad substancialmente inferior de ejecutarse un procedimiento de subasta sobre dicha deuda), tomando el vendedor posesión del crédito impagado.

Los CDS cotizan de forma diaria y esta cotización indica la calidad crediticia que el mercado asigna al prestatario. En caso de que el mercado perciba un mayor riesgo de impago, la cotización de los CDS aumentará, en el sentido de un mayor pago habrá de realizarse – mayor “spread” – como protección contra el evento de impago del emisor. Las cotizaciones de CDS son usadas por la comunidad financiera para realizar un seguimiento del riesgo que el mercado atribuye a las compañías cuyos CDS cotizan y pueden ser comparados con las calificaciones crediticias que emiten las agencias de rating.

Interest Rate Swap (IRS por sus siglas en inglés). Se trata de un contrato por el que las partes “permutan tipos de interés”, frecuentemente uno de ellos un interés fijo y otro variable, el variable ligado a una referencia como el LIBOR o el EURIBOR. Inicialmente se crearon para soslayar los controles sobre cambios de moneda, pues tanto el principal sobre el que se calculan los intereses como el flujo monetario correspondiente al interés intercambiado pueden estar nominados en divisas distintas. Hoy las compañías usan los IRS para limitar la exposición a las fluctuaciones de tipos de interés a que se ven sometidas, o para obtener una tasa ligeramente inferior a la que obtendrían sin el IRS.

En ausencia de presiones especulativas, los IRS son una referencia de consenso sobre el tipo de interés de mercado de la operación financiera de que se trate.

Enterprise Value (EV) o “Valor Empresa” es una medida del valor de mercado de un negocio. Se calcula mediante la adición de (i) la capitalización bursátil de la compañía, (ii) la deuda, los intereses minoritarios y las acciones preferentes (estas

tres a valor de mercado), que se minoran por (iii) los activos líquidos (comúnmente conocido como “caja y equivalentes”), (iv) y las inversiones en empresas asociadas y en general otros activos considerados no necesarios para el negocio que se está valorando.

EBITDA es el acrónimo para la expresión en inglés “*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*”, que refiere al beneficio contable antes de ser minorado por los importes calculados de intereses, impuestos, imputación de inversiones periodificadas y amortizaciones de los activos.

Investment Grade: Es comúnmente considerado por la comunidad financiera que las compañías con un rating superior a BB+ son “*Investment grade*” al considerarse que tienen bajo riesgo de impago (“*low risk of default*”). En ese sentido se consideran “*Investment Grade*”:

- *High Grade* (Grado elevado): AAA/AA+/AA/AA-
- *Upper-Medium Grade* (Grado medio-alto): A+/A/A-
- *Lower-Medium Grade* (Grado medio-bajo): BBB+/BBB/BBB-

Calificaciones crediticias inferiores a BBB- son consideradas “*Non Investment Grade*” o especulativas.

Se utiliza la terminología de Standard & Poors para largo plazo (S&P, long term)

Yield to maturity (YTM) refiere a la “rentabilidad hasta el vencimiento” de un bono u otro activo financiero de rentabilidad fija. YTM es la tasa de descuento que iguala el valor actual de los flujos de caja futuros que generará dicho activo con el precio del bono. Se asume que los pagos pendientes (cupón y principal) serán atendidos en las fechas previstas y que dichos cupones pendientes serán reinvertidos a la tasa actual de rentabilidad del bono.

La referencia utilizada en la Metodología es el promedio del YTM observado en los seis meses anteriores a la fecha de referencia de las emisiones consideradas.