

MEMORIA JUSTIFICATIVA DE LA COMUNICACIÓN 1/2019, DE 17 DE OCTUBRE, DE LA COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA, DE DEFINICIÓN DE RATIOS PARA VALORAR EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO Y LA CAPACIDAD ECONÓMICO-FINANCIERA DE LAS EMPRESAS QUE REALIZAN ACTIVIDADES REGULADAS, Y DE RANGOS DE VALORES RECOMENDABLES DE LOS MISMOS

1.- OBJETO DE LA COMUNICACIÓN

Esta Comunicación tiene por objeto servir de guía a las empresas que realizan actividades reguladas en los sectores eléctrico y gasista, al definir un conjunto de ratios para medir su nivel de endeudamiento y su capacidad económico-financiera, así como enunciar los rangos de valores recomendables de estos ratios. Adicionalmente, se enuncia un Índice Global de Ratios, que se calcula a través de una ponderación de los mismos.

Se pretende con ella dar la oportuna difusión a estos ratios y a los rangos de valores recomendables, así como al Índice Global de Ratios, dado que todos ellos podrán ser utilizados por la CNMC en los informes de análisis que realice en el ámbito del artículo 4 de la Orden ITC/1548/2009, de 4 de junio, *por la que se establecen las obligaciones de presentación de información de carácter contable y económico-financiero para las empresas que desarrollen actividades eléctricas, de gas natural y gases manufacturados por canalización*, en los análisis de los riesgos dentro de las Resoluciones sobre las tomas de participaciones que se realicen en el ámbito de la disposición adicional novena de la Ley 3/2013, de 4 de junio, *de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia*, considerando la disposición adicional tercera, punto 1, del Real Decreto-Ley 9/2013, de 12 de julio, así como en cualquier otro análisis que en el ámbito de sus funciones y en el ejercicio de sus competencias, la CNMC deba realizar en relación con el nivel de endeudamiento y la capacidad económico-financiera de las empresas comprendidas en el ámbito de esta comunicación.

Considerando lo establecido en el Real Decreto-ley 1/2019, de 11 de enero, *de medidas urgentes para adecuar las competencias de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia a las exigencias derivadas del derecho comunitario en relación a las Directivas 2009/72/CE y 2009/73/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre normas comunes para el mercado interior de la electricidad y del gas natural*, estos ratios y los rangos de valores recomendables, así como el Índice Global de Ratios, podrán tomarse como referencia también en el ámbito de las funciones 7.1 g) y h) establecidas en la Ley 3/2013, de 4 de junio, *de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia*, en su nueva redacción dada por el Real Decreto-ley 1/2019, de 11 de enero.

A este respecto, el artículo 30.3 de la Ley 3/2013, de 4 de junio, *de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia*, establece que la CNMC podrá dictar comunicaciones que aclaren los principios que guían su actuación.

2.- NECESIDAD DE LA PROPUESTA

El artículo 5 de la Ley 3/2013, de 4 de junio, *de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia*, establece como función de carácter general de la CNMC la de garantizar, preservar y promover el correcto funcionamiento, la transparencia y la existencia de una competencia efectiva en todos los mercados y sectores productivos, en beneficio de los consumidores y usuarios. En particular, el artículo 7 de la Ley 3/2013 establece que la CNMC supervisará y controlará el correcto funcionamiento del sector eléctrico y del sector del gas natural.

Resulta un aspecto esencial para preservar el correcto funcionamiento del sector eléctrico y del sector del gas natural, el supervisar que las empresas que realizan actividades reguladas, dispongan de una adecuada capacidad económico-financiera, estén debidamente capitalizadas y tengan una estructura de la deuda sostenible, que no pudiera resultar en una incapacidad de la sociedad para atender las inversiones necesarias, así como la operación y mantenimiento de las redes. Dicha capacidad debe permitir a estas empresas financiar las inversiones en infraestructuras, que tienen periodos largos de recuperación, a un coste razonable.

Por otra parte, es necesario en beneficio de los consumidores y usuarios, supervisar que aquellas decisiones que puedan adoptar las empresas que pudiesen poner en riesgo su capacidad económico-financiera, no impliquen, en última instancia, un impacto negativo en los consumidores y usuarios.

Teniendo en cuenta la importancia de las actividades reguladas para el correcto funcionamiento del sector eléctrico y del sector del gas natural, una insuficiente capacidad económico-financiera de las empresas que las realizan podría suponer, en última instancia, un incremento en los costes soportados por los consumidores, así como un empeoramiento de los niveles de calidad de suministro, por falta de la operación y mantenimiento necesaria en las redes, así como por la falta de financiación de las inversiones necesarias, o el excesivo coste para acceder a ésta.

Resulta, por tanto, necesario definir un conjunto de ratios para medir el nivel de endeudamiento y la capacidad económico-financiera de las sociedades que realizan actividades reguladas, y enunciar los valores recomendables de dichos ratios. Y, paralelamente, se estima igualmente necesario dar la oportuna difusión a dichos ratios y valores, a fin de que las empresas puedan tener suficiente

conocimiento de los criterios que emplea la CNMC en el ejercicio de las antedichas funciones regulatorias y de supervisión.

Esta necesidad resulta especialmente relevante teniendo en consideración el nuevo paradigma que existe en la actividad de distribución de gas natural, con inversores financieros que han adquirido posiciones importantes, y en menor medida en el sector eléctrico, y que mantienen una estrategia de multiplicar los niveles de endeudamiento.

Mayoritariamente, se observa el patrón de que estos inversores financieros pagan parte del precio de compra de las sociedades reguladas mediante deuda, que posteriormente no asumen ellos directamente, sino que trasladan a las distribuidoras a través de sucesivas operaciones corporativas, siendo la distribuidora la que termina haciendo frente a la devolución de la deuda derivada del precio de su propia compra. Se trata, por lo tanto, de una deuda que no se adquiere por la distribuidora para financiar infraestructuras.

Determinados niveles de deuda observados en las empresas reguladas pueden conllevar, en ciertos escenarios, un incremento en los costes soportados por los consumidores, así como un empeoramiento de los niveles de calidad de suministro, por falta de la inversión y de la operación y mantenimiento necesaria en las redes, puesto que se limita la capacidad de la empresa regulada de reaccionar ante escenarios y efectos adversos, así como de acceder a la financiación necesaria a un coste razonable.

Por todas las razones mencionadas anteriormente, la CNMC estima necesario definir en esta Comunicación un conjunto de ratios para medir el nivel de endeudamiento y la capacidad económico-financiera de las empresas que realizan actividades reguladas, así como enunciar los rangos de valores recomendables que se deberían obtener del cálculo de estos ratios.

Todo ello sin perjuicio del establecimiento y/o actualización de los requisitos normativos de capacidad económica¹ para realizar actividades reguladas, que

¹ Los requisitos de capacidad económica para realizar la actividad de distribución de gas natural fueron establecidos hace 16 años y no se han actualizado desde entonces, en el artículo 9 del Real Decreto 1434/2002, de 27 de diciembre, *por el que se regulan las actividades de transporte, distribución, comercialización, suministro y procedimientos de autorizaciones de instalaciones de gas natural*, que establece que la capacidad económica podrá acreditarse mediante la aportación de la documentación que garantice la viabilidad económico financiera de los proyectos. Asimismo, establece que se considerará que la capacidad económica es suficiente si la empresa solicitante cuenta con unos recursos propios afectos a la actividad de distribución superiores a la mayor de las cantidades siguientes: 1.000.000 euros o el 50% del presupuesto de las nuevas instalaciones que pretenda realizar.

se considera asimismo necesaria, como ha puesto de manifiesto en sucesivos informes², y que compete al Ministerio para la Transición Ecológica.

3.- EMPRESAS A LAS QUE SE DIRIGE LA COMUNICACION

Como consecuencia de los motivos que justifican la necesidad de realizar esta propuesta, la Comunicación se dirige a las empresas que realizan actividades reguladas:

- En el sector eléctrico, las actividades de transporte, distribución, operación del sistema y operación del mercado de energía eléctrica, conforme a lo dispuesto en la Ley 24/2013, de 26 de diciembre, *del sector eléctrico*.
- En el sector gasista, las actividades de transporte, distribución, regasificación, almacenamiento, gestión técnica del sistema gasista, conforme a lo dispuesto en la Ley 34/1998, de 7 de octubre, *del sector de hidrocarburos*.

A los efectos del análisis de las operaciones de toma de participaciones, la presente Comunicación también se dirige:

- En el sector eléctrico, a las empresas que realizan actividades en territorios no peninsulares
- A las empresas que realizan actividades en el sector de hidrocarburos, tales como refinado de petróleo, transporte por oleoductos y almacenamiento de productos petrolíferos.

En el sector eléctrico, se establecieron hace 18 años y no se han actualizado desde entonces. Los requisitos de capacidad económica están establecidos en el Real Decreto 1955/2000, de 1 de diciembre, *por el que se regulan las actividades de transporte, distribución, comercialización, suministro y procedimientos de autorización de instalaciones de energía eléctrica*, en el que se establece lo siguiente:

“6. Para acreditar la capacidad económica, las entidades que realizan la actividad de distribución deberán poseer un inmovilizado material mínimo de 50 millones de pesetas, financiado al menos un 50 por 100 mediante recursos propios”.

² “Informe de Análisis Económico-Financiero de la Actividad de Transporte de Energía Eléctrica (2013-2016)” (INF/DE/045/18), de fecha 12 de abril de 2018, “Informe de Análisis Económico-Financiero de la Actividad de Generación en los Sistemas No Peninsulares (2012-2016)” (INF/DE/074/18), de fecha 28 de junio de 2018 e “Informe de Análisis Económico-Financiero de las principales empresas de transporte del sector gasista (2013-2016)” (INF/DE/118/18), de fecha 20 de septiembre de 2018.

4.- ESTRUCTURA DE LA COMUNICACIÓN

La Comunicación se estructura en 6 apartados. En el apartado Primero, se especifican las empresas a las que se dirige la presente Comunicación. En el apartado Segundo, se indica el mecanismo empleado para la obtención de los datos necesarios en el cálculo de los ratios establecidos para valorar la adecuada capacidad económico-financiera de las empresas. A continuación, en el apartado Tercero, se definen una serie de magnitudes intermedias empleadas en el cálculo de dichos ratios. En el apartado Cuarto, se especifica el conjunto de ratios a emplear por la CNMC con el objeto de medir la capacidad económico-financiera de las empresas reguladas. En el apartado Quinto, se enuncian los rangos de valores recomendables, correspondientes a cada uno de los ratios definidos. Finalmente, en el apartado Sexto, se define el Índice Global de Ratios como medida general del nivel de endeudamiento y la capacidad económico-financiera de cada empresa.

5.- DESCRIPCIÓN DE LA TRAMITACIÓN

Con fecha 23 de enero de 2019, la Sala de Supervisión Regulatoria acordó realizar la consulta pública sobre la *“Comunicación XX/XXX, de XX de XX, de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, de definición de ratios para valorar el nivel de endeudamiento y la capacidad económico-financiera de las empresas que realizan actividades reguladas, y de rangos de valores recomendables de los mismos”*, dando la posibilidad de remitir alegaciones hasta el 25 de febrero de 2019.

Adicionalmente, se puso en conocimiento de los miembros de los Consejos Consultivos de Electricidad e Hidrocarburos la publicación de la consulta.

Una vez concluido el plazo, se han recibido comentarios de los siguientes agentes:

- En el ámbito de las empresas del sector eléctrico, se han recibido alegaciones de RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA, S.A.U., I-DE REDES ELÉCTRICAS INTELIGENTES, S.A. (anteriormente, IBERDROLA DISTRIBUCIÓN ELÉCTRICA, S.A.), ENDESA, S.A., VIESGO DISTRIBUCIÓN ELÉCTRICA, S.L. y BARRAS ELÉCTRICAS GALAICO-ASTURIANAS, S.A.
- En el ámbito de las empresas del sector gasista, se han recibido alegaciones de ENAGÁS TRANSPORTE, S.A.U., REDEXIS GAS, S.A., MADRILEÑA RED DE GAS, S.A.U. y NORTEGÁS ENERGÍA DISTRIBUCIÓN, S.A.U.
- En el ámbito de las asociaciones empresariales, se han recibido alegaciones de ASEME y SEDIGAS.

- En el ámbito del sector de hidrocarburos líquidos, se han recibido alegaciones de CLH, dentro de la representación en el Consejo Consultivo de la actividad de Almacenamiento y Logística de Hidrocarburos.
- Por su parte, la Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos (CORES) y el Consejo de Consumidores y Usuarios han manifestado no tener ningún comentario sobre el documento de consulta pública.

A continuación, se resumen las principales alegaciones recibidas:

- En lo que se refiere a la habilitación competencial de la CNMC, algunos agentes indican que ésta debería limitarse a supervisar el cumplimiento de los requisitos de capacidad económica establecidos en la normativa actual, y añaden que tanto el objeto como el contenido de la Comunicación exceden el exclusivo carácter clarificador que le confiere la Ley a este instrumento. Otras alegaciones indican que no se concretan los efectos de la Comunicación. A este respecto, cabe indicar que la Comunicación no tiene carácter vinculante, sino que constituye un instrumento de difusión que permite que las empresas puedan conocer el criterio que puede mantener la CNMC en el ejercicio de sus funciones. Mediante esta Comunicación se aclaran los ratios que van a utilizarse, cómo se calculan y los rangos de valores recomendables, a efectos de los informes de análisis económico-financiero, los análisis de los riesgos en el ámbito de las resoluciones sobre tomas de participaciones, y las funciones 7.1 g) y h) establecidas en la Ley 3/2013, de 4 de junio, en redacción dada por el Real Decreto-ley 1/2019, de 11 de enero.
- En cuanto a la definición de los ratios, se alega que no deberían existir discrepancias con los criterios utilizados por las agencias de rating en sus metodologías. Además, se advierte que las metodologías de las agencias de rating consideran muchos más factores además de ratios financieros. Sobre esta alegación, cabe indicar que la propuesta de Comunicación se concentra en un conjunto de ratios sobre los que las empresas pueden influir al estar bajo su gestión y no se centra en aspectos que, aunque sean importantes para las agencias de rating, quedan fuera de la gestión de las empresas. Los ratios se han definido considerando la información disponible en la CNMC.
- Respecto a los rangos de valores recomendables enunciados para los ratios, se solicita que se considere suficiente una calificación crediticia de *investment grade* y se cuestiona la fijación de los umbrales de referencia a partir de un percentil 75% de los valores observados en las empresas, indicándose además que las decisiones que se adopten sobre la retribución de las empresas reguladas pueden afectar a sus ratios. En este sentido, procede aclarar que, si bien determinadas decisiones regulatorias pueden afectar al valor de algunas magnitudes empleadas en el cálculo de los ratios, los valores de rangos recomendables propuestos para cada uno de ellos en base a los valores observados, no son especialmente restrictivos, en el sentido de que la mayoría de ellos son consistentes con métricas de “Baa”, el último escalón

de *investment grade*. Por su parte, si bien en el análisis de los ratios efectuado se ha considerado el percentil 75% como suficientemente representativo de los valores obtenidos para cada ratio, éste se ha tomado como orientativo de cara al establecimiento de los rangos de valores recomendables, habiéndose tenido también en cuenta otros factores.

Por otro lado, algunos agentes consideran que no deberían aplicarse los mismos ratios y rangos de valores recomendables para todos los sectores, solicitándose además que se incremente el espectro de compañías analizadas. Sobre este punto, la CNMC considera que, aunque en la propuesta de Comunicación no se hayan enunciado ratios y rangos de valores recomendables específicos por sector, para el establecimiento de los mismos se han calculado los ratios para la mayoría de sociedades a las que se dirige la comunicación, lo que incluye a empresas reguladas que operan en los sectores eléctrico y gasista, tanto transportistas como distribuidoras. Y en cuanto a las compañías analizadas, se considera razonable que los rangos de valores recomendables de los ratios que se establezcan tengan en consideración la situación de empresas que operan en España y de las que además se disponga de información económico-financiera suficiente a través de la Circular 5/2009.

Ciertos agentes solicitan además que el rating obtenido para la matriz de un grupo de empresas sea válido para todas las empresas reguladas que formen parte del mismo. En este sentido, si bien el ámbito de la Comunicación comprende a las empresas que realizan actividades reguladas en los sectores eléctrico y gasista, sí se considera adecuado que, en el caso concreto de sociedades que realizan actividades reguladas cuyas filiales realizan también en su mayoría actividades reguladas, los ratios se calculen considerando la sociedad matriz y sus filiales reguladas de forma consolidada o agregada entre ambas, no incluyéndose en ningún caso las filiales no reguladas.

- Sobre las empresas a las que se dirige la propuesta de Comunicación, se solicita que sean únicamente las empresas que son sujetos obligados en la Circular 5/2009 y que no se aplique al análisis de toma de participaciones en el sector de hidrocarburos líquidos. Se critica además que no se concreten los efectos y consecuencias derivadas de la Comunicación. A este respecto, se considera necesario que la Comunicación tenga un ámbito general que se extienda también a estas sociedades, de forma que puedan calcularse los ratios también para ellas, con información procedente de sus cuentas anuales, principalmente a los efectos de los análisis de los riesgos que puedan realizarse en las resoluciones de tomas de participaciones, con el alcance y efectos que se determinará en el procedimiento administrativo que se tramite al amparo de la disposición adicional 9ª de la Ley 3/2013, que no cabe concretar en esta Comunicación. No obstante lo anterior, el hecho de que estas sociedades no estén sometidas a remitir información contable periódica a la CNMC ni al Ministerio para la Transición Ecológica implica que están

sometidas a menor supervisión y análisis, cuestión que no se ve modificada por esta Comunicación.

- Se alega que no se ha tenido en consideración la configuración económica de las distribuidoras eléctricas de menos de 100.000 clientes a la hora de definir los ratios y los rangos de valores recomendables. A este respecto, cabe indicar que aunque las distribuidoras de menos de 100.000 clientes tengan un tamaño más reducido, los ratios, al estar calculados en términos porcentuales o en términos relativos respecto a las magnitudes de cada empresa, resultan aplicables a empresas de distinto tamaño.
- Varias alegaciones sugieren la implantación de un mecanismo de ponderación de los ratios, de forma que su evaluación conjunta dé como resultado una valoración media de cada empresa. En particular, un agente señala que *“sería útil implementar un mecanismo de ponderación de los ratios, de forma que su evolución conjunta dé como resultado una valoración media de la empresa según las escalas de calificación habitualmente usadas en el mundo financiero”*; por su parte, una asociación empresarial señala que *“[...] es habitual que haya dos o tres ratios relevantes para cada empresa, siendo el resto secundarios. Esta relevancia de unos ratios sobre otros siempre es conocida a priori y está muy justificada por la metodología de las empresas de rating”*. A la vista de la observación realizada, se ha introducido un artículo adicional en la Comunicación en el que se define el Índice Global de Ratios (IGR), que permite efectuar una valoración global del grado de adecuación de cada empresa a los rangos de valores recomendables.
- Algunos agentes han realizado diversas propuestas de modificación del cálculo de la deuda neta, principalmente mediante la exclusión de determinadas partidas contables, que no se han considerado apropiadas pues el cálculo de los ratios debe hacerse con información disponible procedente de la contabilidad de las empresas y en los formularios estandarizados de reporte de la información que establece la Circular 5/2009, los cuales están basados en las cuentas del Plan General de Contabilidad, aprobado por R.D. 1514/2007, de 16 de noviembre.
- Finalmente, se han recibido las siguientes alegaciones en lo que se refiere a cada uno de los ratios específicos definidos en la propuesta de Comunicación y su ponderación relativa:
 - Varias empresas alegan que el ratio 1 no es indicador representativo de la capacidad económico-financiera presente en las empresas e indican que el ratio 3 refleja de manera más actualizada el apalancamiento financiero. En particular, un agente señala que *“el ratio 3 propuesto refleja de manera más actualizada el apalancamiento financiero de la sociedad, por lo que se podría dar seguimiento únicamente a este ratio 3 o darle mayor relevancia que al 1”*. Puesto que el ratio 1 es uno de los ratios más ampliamente utilizados en el ámbito financiero para evaluar el apalancamiento de una sociedad, resulta conveniente mantenerlo. No obstante, sí se considera

adecuado darle menor ponderación que al ratio 3 en el cálculo del Índice Global de Ratios (10% al ratio 1 y 30% al ratio 3).

- Se considera que el ratio 2 podría incrementar la necesidad de refinanciación. En este sentido, dado que este ratio valora la capacidad de cobertura de los intereses, resulta esperable que se obtengan valores bastante holgados para el mismo, por lo que no deberían existir incentivos del tipo que se menciona. No obstante, se acoge en parte la observación y se propone darle un peso muy reducido en el cálculo del Índice Global de Ratios (5%).
- Se alega que el RAB del ratio 3 debería estar actualizado a 31 de diciembre del año de cálculo e incluir el inmovilizado en curso y los equipos de medida. La CNMC ha considerado adecuado acoger la propuesta relativa a la inclusión del inmovilizado en curso dado que, al haberse considerado los proveedores de inmovilizado dentro de la deuda, el cálculo del ratio ofrece una visión más consistente. En cuanto al dato del RAB a emplear en el cálculo del ratio, se empleará el último valor disponible, pudiendo éste estar más o menos actualizado dependiendo del momento temporal en el que se efectúe el cálculo de los ratios, pero sin incluir los equipos de medida en el caso de las distribuidoras eléctricas, ya que su valor sí está incluido dentro del inmovilizado material contable, que es generalmente inferior al RAB.
- Se propone que, entre los ratios 4 y 5, el ratio 4 tenga una menor ponderación debido a que los flujos procedentes de las operaciones ofrecen una visión más completa que el EBITDA. La CNMC ha considerado razonable tener en consideración esta propuesta, por lo que se le ha otorgado una ponderación del 35% al ratio 5 y del 20% al ratio 4 en el cálculo del Índice Global de Ratios.
- Varios agentes consideran que, por diversos motivos, por ejemplo incluir la política de dividendos, el ratio 6 no es un buen reflejo de la fortaleza financiera de la compañía. Vistas las alegaciones realizadas se ha considerado conveniente eliminar dicho ratio.

6.- JUSTIFICACIÓN DE LA ELECCIÓN DE LOS RATIOS

En esta Comunicación, se han seleccionado 5 ratios por su utilidad como indicadores para medir el nivel de endeudamiento y la capacidad económico-financiera de las empresas a las que se dirige la misma. Se trata de ratios comúnmente empleados para medir el nivel de endeudamiento de las empresas, así como la capacidad de que éstas disponen para hacer frente a sus obligaciones financieras. Específicamente:

- El Ratio 1 se utiliza para medir el nivel de apalancamiento financiero de una sociedad, es decir, la proporción de endeudamiento que utiliza para financiarse, del total de capitales (deuda y patrimonio neto) de la sociedad.
- El Ratio 2 se emplea para valorar la capacidad de cobertura de los intereses financieros por parte de una sociedad, o lo que es lo mismo, calcula el número de veces que los fondos procedentes de las operaciones pueden hacer frente a la cobertura de los intereses.
- El Ratio 3 evalúa la proporción de activos de una sociedad que están financiados por deuda, midiéndose dichos activos a través del RAB³, para aquellas empresas que tienen un reconocimiento explícito del mismo en la regulación, y a través de su valor en libros, en los demás casos. Considerando las alegaciones recibidas en la consulta pública, se incluye el inmovilizado en curso.
- El Ratio 4 sirve para medir la capacidad de una sociedad de hacer frente a la devolución de la deuda a través de su EBITDA, o lo que es lo mismo, calcula el número de años que el EBITDA tendría que ser exclusivamente dedicado a la devolución de la deuda, para la amortización total de ésta.

El EBITDA es el resultado antes de intereses, impuestos, amortizaciones y deterioros.

- El Ratio 5 sirve para medir la capacidad de una sociedad de hacer frente a la devolución de la deuda a través de los fondos procedentes de operaciones, o lo que es lo mismo, calcula el número de años que los fondos procedentes de las operaciones tendrían que ser exclusivamente dedicados a la devolución de la deuda, para la amortización total de ésta.

Los fondos procedentes de las operaciones representan la caja generada por el negocio de la empresa, eliminando los gastos e ingresos contables de la cuenta de pérdidas y ganancias, que no suponen ninguna salida ni entrada de caja (como amortizaciones, deterioros, traspaso de subvenciones de inmovilizado, ingresos por capitalización de gastos, provisiones no pagadas), y restando el pago de intereses de la deuda y del impuesto de sociedades. Representa por lo tanto la caja generada por el negocio de la empresa que queda disponible para realizar inversiones, amortizar deuda y repartir dividendos a los accionistas.

Los fondos procedentes de operaciones son más restringidos que el EBITDA, dado que representan la caja disponible después del pago de intereses e impuestos. Por otra parte, cabe indicar que los fondos procedentes de operaciones no tienen en consideración gastos e ingresos contables que no

³ RAB son las siglas de Regulatory Asset Base en inglés, y se corresponde con el valor neto de la inversión reconocida a efectos retributivos a una empresa.

suponen entradas ni salidas de caja que sí están considerados en el EBTIDA, como ingresos por traspaso de subvenciones e ingresos por gastos capitalizados.

Si bien en la propuesta inicial de la Comunicación se incluía un Ratio 6 que evaluaba la capacidad de una sociedad de hacer frente a la devolución de la deuda a través de sus flujos de caja retenidos, se ha decidido eliminar dicho ratio en base a las alegaciones recibidas durante el periodo de consulta pública.

Adicionalmente, cabe reseñarse que existen precedentes de otros reguladores energéticos europeos en la utilización de ratios financieros de naturaleza similar a los anteriores para efectuar una valoración de la capacidad económico-financiera de las empresas reguladas.

Concretamente, OFGEM, como parte de la estrategia de su modelo RIIO⁴, establece la utilización general de tres ratios financieros (“*funds from operations (FFO)/interest cover*”; “*retained cash flow/net debt*” y “*net debt/RAV*”) para evaluar la sostenibilidad financiera de las empresas de redes⁵.

En su propuesta de aplicación del modelo RIIO (por ejemplo, la relativa a dos sociedades reguladas)⁶, OFGEM realiza un análisis de sostenibilidad financiera de ambas compañías basado en 6 ratios de crédito: “*funds from operations (FFO)/interest*”; “*adjusted interest cover ratio*”; “*funds from operations (FFO)/net debt*”; “*retained cash flows/net debt*”; “*retained cash flows/CAPEX*” y “*net debt/RAV*”. Una vez calculados, OFGEM los compara con los rangos de valores definidos para dichos ratios por las tres mayores agencias internacionales de calificación crediticia, con el fin de comprobar que se encuentren en el rango BBB-A.

De este modo, las principales agencias internacionales de calificación crediticia hacen uso de ratios similares a los propuestos en la Comunicación, como parte de su valoración para asignar el rating a una sociedad. Como por ejemplo Moody's, en su metodología de cálculo del rating de las empresas reguladas de redes de electricidad y gas⁷.

⁴ RIIO (*Revenue=Incentives+Innovation+Outputs*) es el marco que ha diseñado OFGEM para establecer los marcos retributivos a aplicar a las compañías de redes durante cada periodo regulatorio.

⁵ Puntos 12.1 y 12.31 del informe “*Handbook for implementing the RIIO model*”, publicado por OFGEM el 4 de octubre de 2010.

⁶ Punto 4.7 del informe “*RIIO-T1: Final Proposals for National Grid Electricity Transmission and National Grid Gas*”, publicado por OFGEM el 17 de diciembre de 2012.

⁷ “*Rating Methodology. Regulated Electric and Gas Networks*”. Moody's. March 16, 2017. <https://www.moodys.com>

En el artículo 5 de la propuesta de Circular XX/2019, de xx de xx, de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, por la que se establece la metodología de cálculo de la tasa de retribución financiera de las actividades de transporte y distribución de energía eléctrica, y regasificación, transporte y distribución de gas natural, se define el *Ratio de apalancamiento regulatorio RA*. Según la disposición adicional primera, segunda y tercera, tomará un valor del 50% para el segundo periodo regulatorio. Este parámetro determina la estructura de deuda y fondos propios que se retribuye para financiar el inmovilizado con derecho a retribución. Así, una empresa puede optar por financiar los activos regulados con un 60% de fondos propios, pero la regulación únicamente le retribuye una estructura del 50%. En términos opuestos, una empresa puede optar por financiar los activos regulados con un 40% de fondos propios. Como la regulación retribuye una estructura de fondos propios del 50%, esta empresa obtendría una “rentabilidad adicional” por esta decisión, ya que el coste de la deuda es inferior al coste de los fondos propios. A partir de un determinado umbral, se considera que un endeudamiento excesivo puede poner en riesgo la capacidad económico-financiera de la empresa. Este umbral se ha definido como un 70%, en el Ratio 3 del apartado 4 de esta Comunicación. Así, si una empresa sobrepasa este umbral, se encontraría fuera del rango de valores recomendables de este Ratio 3.

7.- JUSTIFICACIÓN DE LA ELECCIÓN DE LOS RANGOS DE VALORES RECOMENDABLES

Una vez definidos los ratios a utilizar, la Comunicación establece en su apartado Quinto los rangos de valores recomendables de cada uno de ellos. El rango se determina enunciando un valor mínimo o máximo para cada ratio.

Para establecer dichos rangos de valores, se han tenido en consideración los valores observados en las empresas sujetas a la comunicación, y los valores indicativos que utilizan las Agencias de Rating, según lo siguiente:

- Los valores observados en las empresas sujetas a la comunicación.

Por una parte, debido a que los rangos que se enuncien en la comunicación deben corresponderse con una estructura económico-financiera que sea alcanzable por las empresas sujetas a la misma, lo que se evaluará analizando si la mayoría de las empresas se adecúan actualmente a los mismos.

Y, por otra parte, porque los valores observados actualmente en las empresas, responden a la estructura económico-financiera que las empresas han optado por mantener, y que debería corresponderse con una estructura económico-financiera eficiente, con la que las empresas buscan minimizar el coste medio ponderado de los recursos propios y ajenos, la cual, por

consiguiente, ha de analizarse como un input para el establecimiento de los rangos.

A este respecto, teniendo en cuenta además que un número significativo de empresas sujetas a la Comunicación forman parte de grupos de sociedades que mantienen una estrategia de financiación centralizada, financiando estas sociedades a través de la matriz o una sociedad de financiación del grupo, resulta necesario analizar adicionalmente los valores de los ratios observados en los grupos consolidados, los cuales ofrecerán la perspectiva de la estrategia de financiación del grupo en su conjunto.

Si bien ha de tenerse en consideración, que los intereses de los accionistas no siempre son coincidentes con la visión del regulador, encargado de supervisar y controlar el correcto funcionamiento de las actividades reguladas en beneficio de consumidores y usuarios.

Es por ello que, ciertos valores de los ratios, aun cuando sean valores observados en algunas empresas y respondan a una estrategia de financiación posible por parte de sus accionistas, pueden llevar a escenarios estresados que, en última instancia, resulten perjudiciales para los intereses de los consumidores y usuarios, en la medida en que las empresas dispongan de menos capacidad para invertir en el desarrollo de las redes, menor capacidad para incurrir en gasto para su operación y mantenimiento, y menos capacidad para responder ante dificultades y eventos no previstos.

Por lo cual, los valores observados han de tenerse en consideración pero no pueden ser, en ningún caso, la única variable de decisión para enunciar los ratios de esta comunicación.

- Los valores indicativos que utilizan las Agencias de Rating.

Los ratings otorgados por las Agencias de Rating son utilizados ampliamente por parte de accionistas, bancos, bonistas y algunos reguladores, para conocer la calificación crediticia de una entidad.

Dentro de las metodologías que las agencias de rating utilizan para asignar los ratings, existen aspectos extrínsecos a las empresas y que éstas no pueden controlar, como la independencia de los reguladores o la predictibilidad del esquema regulatorio. Por otra parte, existen aspectos intrínsecos a las empresas y que éstas pueden controlar en buena medida, dado que están mayormente vinculados con su estrategia de financiación. Este es el caso de los ratios, que se tienen en cuenta, además de muchos otros factores, por parte de las agencias de rating para asignar sus calificaciones.

A este respecto, se han analizado las metodologías desarrolladas por varias agencias de rating⁸, y con mayor detalle la de Moody's, por tratarse de un esquema que ofrece suficiente información sobre los ratios que utiliza. La metodología de Moody's ha sido asimismo analizada y referenciada por otros reguladores, como OFGEM⁹.

Esta agencia establece los niveles de calificación de la deuda, en grado de inversión o *investment grade* (desde Baa hasta Aaa) y en grado especulativo (desde C hasta Ba), que se muestran en el Cuadro 1. A efectos de referencia, cabe indicar que el Reino de España tiene actualmente una calificación de Baa1, y que Baa3 es el último escalón de grado de inversión o *investment grade*.

Cuadro 1. Calificaciones de la deuda establecidas por la agencia Moody's

Calificaciones de la deuda de Moody's			
Calificaciones a largo plazo		Descripción	
Aaa	Aaa	Obligaciones de más alta calidad y sujetas a un riesgo crediticio mínimo	Grado de inversión o <i>investment grade</i>
Aa1	Aa	Obligaciones de alta calidad y sujetas a un riesgo crediticio muy bajo	
Aa2			
Aa3			
A1	A	Obligaciones de grado intermedio-alto y sujetas a un riesgo crediticio bajo	
A2			
A3			
Baa1	Baa	Obligaciones de grado intermedio y sujetas a un riesgo crediticio moderado, por lo que pueden presentar ciertas características especulativas	
Baa2			
Baa3			
Ba1	Ba	Obligaciones especulativas y sujetas a un riesgo crediticio considerable	Grado especulativo
Ba2			
Ba3			
B1	B	Obligaciones especulativas y sujetas a un riesgo crediticio alto	
B2			
B3			
Caa1	Caa	Obligaciones especulativas con mala reputación y sujetas a un riesgo crediticio muy alto	
Caa2			
Caa3			
Ca	Ca	Obligaciones altamente especulativas, probablemente en incumplimiento o a punto de estarlo, con cierta perspectiva de recuperación de capital e intereses	
C	C	Obligaciones con la calificación más baja, que suelen estar en incumplimiento, con poca perspectiva de recuperación de capital e intereses	

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida de Moody's

⁸ "EMEA Regulated Network Utilities". Fitch. February 17, 2015; "Key Credit Factors for the Regulated Utilities Industry". Standard & Poor's. November 19, 2013; "Rating Methodology. Regulated Electric and Gas Networks". Moody's. March 16, 2017.

⁹ "RIIO-T1: Final Proposals for National Grid Electricity Transmission and National Grid Gas". OFGEM. December 17, 2012.

Se considera deseable que los ratios que dependen principalmente de las propias empresas sujetas al ámbito de la Comunicación se sitúen en métricas de “A”, dado que la definición de “A” se refiere a *“obligaciones de grado intermedio-alto y sujetas a un riesgo crediticio bajo”*.

Únicamente cuando los valores observados para las empresas sujetas a la comunicación se sitúen con carácter general fuera de los rangos indicativos del escalón A, se considerará el escalón Baa, que es el cuarto y último escalón de *“investment grade”*, y que se corresponde con la siguiente definición: *“Las obligaciones con calificación Baa se consideran de grado intermedio y están sujetas a un riesgo crediticio moderado, por lo que pueden presentar ciertas características especulativas”*.

Aun cuando este enfoque basado en analizar el rating indicativo a partir de cada ratio, de forma aislada, es una simplificación que no responde al enfoque global adoptado por Moody’s ni por las agencias de rating en general, que tienen en cuenta otros muchos factores, resulta de utilidad al regulador como referencia, junto al análisis sectorial de las empresas y grupos empresariales, a efectos de determinar unos rangos de valores recomendables para los ratios económico-financieros correspondientes a las empresas reguladas.

Para realizar este análisis, se han calculado los 5 ratios definidos en la Comunicación para la mayoría de sociedades a las que se dirige la presente comunicación¹⁰, a partir de la información reportada por las empresas a través de la Circular 5/2009 para el ejercicio 2017¹¹. Esta información incluye, entre otros, el balance de situación (Anexo I), la cuenta de pérdidas y ganancias separada por actividades (Anexo II) y el estado de flujos de efectivo (Anexo VI).

¹⁰ No se han considerado el operador del mercado eléctrico ni el gestor técnico del sistema gasista por tratarse de *“asset-light utilities”* que no necesitan financiar elevados volúmenes de inversión que justifiquen un elevado apalancamiento. Tampoco se ha considerado de forma separada el operador del sistema eléctrico, ya que está integrado junto con el transportista. No se han analizado las distribuidoras de energía eléctrica de menos de 100.000 clientes (siendo sujetos obligados de la Circular 5/2009 las que distribuyen más de 45 GWh/año) por razones de simplificación. No obstante, se considera que aunque tengan un tamaño reducido con respecto a las 5 grandes distribuidoras, la naturaleza de su actividad es la misma, y los ratios, al estar calculados en términos porcentuales, resultan también aplicables, al no depender del tamaño de la empresa. Tampoco se han analizado las empresas que realizan actividades tales como refino de petróleo, transporte por oleoductos y almacenamiento de productos petrolíferos, dado que no están sujetas a reportar información contable a la CNMC en el ámbito de la Circular 5/2009.

¹¹ El análisis se ha elaborado con carácter general, y por motivos de accesibilidad a los datos y estandarización, a partir de la información reportada por las empresas en los formularios establecidos en la Circular 5/2009, y almacenada en la base de datos SICSE. Estos datos no están auditados, al no establecer la Circular 5/2009 el requisito de que la información aportada en los formularios venga acompañada del informe de un auditor. Por ello, pudieran existir algunas diferencias entre esta información y la de las cuentas anuales auditadas, si bien con carácter general no se han detectado.

Asimismo, se han calculado adicionalmente los ratios para los principales grupos consolidados del sector energético, que consolidan a las sociedades que realizan actividades reguladas en los sectores eléctrico y gasista, a partir de la información incluida en sus cuentas anuales consolidadas correspondientes al ejercicio 2017. Para el cálculo de los ratios financieros correspondientes a los grupos consolidados que han sido objeto de operaciones societarias desde 2017, ha sido necesario realizar estimaciones de algunas magnitudes que intervienen en el cálculo, empleando la información disponible en esta Comisión procedente del análisis de las tomas de participaciones que se realiza dentro del ámbito de la Disposición adicional novena de la Ley 3/2013.

Los grupos consolidados tienen distinta naturaleza. Algunos están verticalmente integrados, y realizan tanto actividades reguladas como liberalizadas a través de distintas sociedades. Otros son grupos principalmente regulados, con una pequeña diversificación internacional y en negocios conexos. Otros tienen una sociedad matriz que realiza directamente actividades reguladas y, además, consolida otras filiales que realizan también actividades reguladas en el mismo sector o conexas con éste. También existe un subgrupo dentro de un grupo que no realiza actividades reguladas por sí misma, sino que es una sociedad tenedora de participaciones en las sociedades del grupo que las realizan.

Para el cálculo de determinados ratios en el caso de empresas que realizan actividades de transporte o distribución de energía eléctrica, se ha empleado la información más actualizada disponible sobre su inmovilizado base neto con derecho a retribución a cargo del sistema eléctrico.

Tras haberse calculado los ratios para todas las sociedades anteriores, éstos se han ordenado para cada sector (electricidad, gas, grupos consolidados), computándose asimismo su promedio y el percentil 75. Estos resultados han servido como input para enunciar el rango dentro del que sería recomendable que las empresas reguladas se situaran con el fin de disponer de una adecuada capacidad económico-financiera y una estructura de la deuda sostenible.

7.1.- Justificación de la elección del rango de valores correspondiente al Ratio 1

Para el Ratio 1, se ha obtenido para las empresas reguladas del sector gasista un promedio del 47%, situándose el percentil 75 en el 67%.

En el caso de las empresas reguladas del sector eléctrico, se ha obtenido un valor promedio del 47% y un percentil 75 del 59%.

En relación a estos resultados, cabe precisar que las distribuidoras eléctricas obtienen valores más reducidos de apalancamiento debido en parte a que su cifra de patrimonio neto incorpora un volumen importante de subvenciones, que

se corresponde con instalaciones financiadas o cedidas por terceros, mientras que este volumen de subvenciones no es significativo en el transportista eléctrico, y es prácticamente inexistente en el sector gasista. Si el Ratio 1 de apalancamiento se calculase sobre Fondos Propios, en lugar de sobre Patrimonio Neto (que incorpora los Fondos Propios, Ajustes por cambios de valor y Subvenciones, donaciones y legados recibidos), las empresas distribuidoras eléctricas obtendrían valores más elevados.

Por su parte, el cálculo del Ratio 1 para los grupos consolidados de empresas de los sectores eléctrico y gasista arroja como resultado que el percentil 75 es del 63%.

A la vista de los resultados obtenidos, y teniendo en cuenta los valores obtenidos para el percentil 75 de las empresas (67% gas; 59% electricidad), así como de los grupos consolidados (63%), se considera recomendable un valor límite máximo del 70%, por debajo del cual se consideraría una adecuada capacidad económico-financiera.

El valor límite enunciado para este ratio significa que, del total de capitales que financian una empresa (Deuda + Equity), no se considera adecuada una proporción de deuda que supere el 70%, a fin de considerar que una empresa dispone de una adecuada capacidad económico-financiera.

7.2.- Justificación de la elección del rango de valores correspondiente al Ratio 2

En lo que se refiere al Ratio 2, se ha obtenido para las empresas reguladas del sector gasista un promedio de 69,62 y un percentil 75 de 6,26.

Para las empresas reguladas del sector eléctrico, se ha obtenido un promedio de 39,01 y un percentil 75 de 10,41.

Por su parte, el cálculo del Ratio 2 para los grupos consolidados de empresas de los sectores eléctrico y gasista arroja un valor para el percentil 75 de 5,08.

En general, los valores obtenidos para el percentil 75 (6,26 gas; 10,41 electricidad) son valores muy holgados que se corresponden con la naturaleza del Ratio 2, que indica la capacidad de satisfacer los intereses con los fondos generados por las operaciones. Es esperable que, sin entrar a valorar la capacidad de amortizar la deuda, las empresas generen ingresos suficientes para satisfacer los intereses de forma muy holgada.

Teniendo en cuenta los valores anteriores, así como el percentil 75 correspondiente a los grupos consolidados (5,08), se considera razonable la definición de un valor mínimo recomendable del Ratio 2 de 5, por encima del cual

se consideraría una adecuada capacidad económico-financiera. Un valor de 5 del Ratio 2 se correspondería con métricas de calificación de “A”.

7.3.- Justificación de la elección del rango de valores correspondiente al Ratio 3

Respecto al Ratio 3, para las empresas reguladas del sector gasista, se ha obtenido un promedio de 68,6%, y el percentil 75 se sitúa en 73,2%.

En el caso de las empresas reguladas del sector eléctrico, ha resultado un valor promedio para el Ratio 3 del 45,7% y un percentil 75 del 64,1%.

Cabe indicar que para las empresas de transporte y distribución eléctrica, que tienen un RAB explícito a nivel regulatorio, el Ratio 3 se ha calculado sobre el RAB, y no sobre el valor contable de los activos en balance (a diferencia del cálculo que se realiza para las empresas de gas y para los grupos consolidados).

Para los grupos consolidados de empresas de los sectores eléctrico y gasista, el percentil 75 se sitúa en el 107,9%.

Teniéndose en cuenta los resultados obtenidos para el percentil 75 de las empresas (73,2% gas; 64,1% electricidad), se considera apropiado un valor máximo recomendable del 70%, por debajo del cual se consideraría una adecuada capacidad económico-financiera.

El significado de este ratio es que no se considera recomendable que los activos fijos de una empresa se financien con una proporción de deuda que supere el 70%, a fin de considerar que dicha sociedad dispone de una adecuada capacidad económico-financiera.

Un valor del Ratio 3 del 70% se correspondería con métricas de calificación de “Baa” (cuarto y último escalón de *investment grade*).

7.4.- Justificación de la elección del rango de valores correspondiente al Ratio 4

Para el Ratio 4, se ha obtenido para las empresas reguladas del sector gasista, un promedio de 3,95 y un percentil 75 de 5,16.

En el caso de las empresas reguladas del sector eléctrico, se ha obtenido un promedio de 2,93 y un percentil 75 de 4,04.

Por su parte, el cálculo del Ratio 4 para los grupos consolidados resulta en un promedio de 5,24 y un percentil 75 de 7,06.

Habiéndose obtenido unos resultados del percentil 75 de 5,16 y 4,04, respectivamente, para las empresas del sector gasista y del sector eléctrico, así

como de un 7,06 para los grupos consolidados, se considera razonable la elección de un valor límite máximo para el Ratio 4 de 6,0, por debajo del cual se consideraría una adecuada capacidad económico-financiera. El valor límite enunciado para este ratio significa que se considera que una empresa regulada no debería tener una deuda tal, que tuviera que dedicar su EBITDA exclusivamente a la devolución de la misma, durante más de 6 años.

7.5.- Justificación de la elección del rango de valores correspondiente al Ratio 5

En cuanto al Ratio 5, para las empresas reguladas del sector gasista el promedio asciende a 5,60 y el percentil 75 se sitúa en 6,88.

En el caso de las empresas reguladas del sector eléctrico, ha resultado un promedio de 4,13 y un percentil 75 de 5,60.

Para los grupos consolidados de empresas de los sectores eléctrico y gasista, el promedio es de 7,6 y el percentil 75 se sitúa en 10,44.

Teniéndose en cuenta los resultados obtenidos para el percentil 75 de las empresas (6,88 gas; 5,60 electricidad), así como el correspondiente a los grupos consolidados (10,44), se considera apropiado el establecimiento de un valor máximo de 7,3, de forma que se considere una capacidad económico-financiera apropiada.

Un valor del Ratio 5 de 7,3 se correspondería con métricas de calificación de “Baa” (cuarto y último escalón de *investment grade*).

8.- DEFINICIÓN DE UN ÍNDICE GLOBAL DE RATIOS

Teniéndose en cuenta los rangos de valores recomendables enunciados para los ratios, la Comunicación define en su último apartado un Índice Global de Ratios (IGR), con el objetivo de evaluar de forma global el nivel de endeudamiento y la capacidad económico-financiera de cada empresa. Según la fórmula planteada, este puede tomar un valor entre 0 y 1, dependiendo de cuál sea la situación de los ratios de cada empresa con respecto a los rangos de valores recomendables enunciados para cada uno de ellos.

Dicho índice se ha introducido en base a las alegaciones recibidas durante el periodo de consulta pública al que ha sido sometida la propuesta de Comunicación. En este sentido, varios agentes han solicitado la implantación de un mecanismo de ponderación de los ratios de forma que se obtenga una valoración media para cada empresa. A este respecto, se ha alegado además que el Ratio 3 debería tener más relevancia que el Ratio 1, al reflejar de una manera más adecuada el apalancamiento a nivel regulatorio, y que, entre los

Ratios 4 y 5, el Ratio 4 debería tener una menor ponderación debido a que los flujos procedentes de las operaciones ofrecen una visión más completa que el EBITDA.

De esta forma, el cálculo del IGR otorga una mayor ponderación al Ratio 3 (30%) que al Ratio 1 (10%), y también al Ratio 5 (35%) con respecto al Ratio 4 (20%).

Considerando que el Ratio 2, que hace referencia a la cobertura de los intereses, debería presentar valores holgados, y teniendo en cuenta que las alegaciones recibidas señalan la poca importancia relativa del mismo, el cálculo del IGR le otorga una ponderación reducida (5%).