

**MEMORIA JUSTIFICATIVA DE 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**

## **1.- OBJETO DE LA COMUNICACIÓN**

Esta Comunicación tiene por objeto definir un conjunto de ratios para medir el nivel de endeudamiento y la capacidad económico-financiera de las empresas que realizan actividades reguladas en los sectores eléctrico y gasista, así como enunciar los rangos de valores recomendables de estos ratios.

Estos ratios y los rangos de valores recomendables, 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 las Resoluciones sobre las tomas de participaciones que realice 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.

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.

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 económica<sup>1</sup> para realizar actividades reguladas, que esta Sala de Supervisión Regulatoria considera asimismo necesaria, como ha puesto de manifiesto en sucesivos informes<sup>2</sup>, y que compete al Ministerio para la Transición Ecológica.

---

<sup>1</sup> 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.

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”.*

<sup>2</sup> *“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.

### **3.- ÁMBITO DE APLICACIÓN**

Como consecuencia de los motivos que justifican la necesidad de realizar esta propuesta, el ámbito de aplicación de la Comunicación comprende 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, podrá ser aplicable:

- 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 refino de petróleo, transporte por oleoductos y almacenamiento de productos petrolíferos.

### **4.- ESTRUCTURA DE LA COMUNICACIÓN**

La Comunicación se estructura en 5 apartados. En el apartado Primero, se especifica el ámbito de aplicación de la 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. Finalmente, en el apartado Quinto, se enuncian los rangos de valores recomendables, correspondientes a cada uno de los ratios definidos.

### **5.- JUSTIFICACIÓN DE LA ELECCIÓN DE LOS RATIOS**

En esta Comunicación, se han seleccionado 6 ratios por su utilidad como indicadores para medir el nivel de endeudamiento y la capacidad económico-financiera de las empresas incluidas en el ámbito de aplicación de 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 RAB<sup>3</sup>, para aquellas empresas que tienen un reconocimiento explícito del mismo en la regulación (en concreto, transporte y distribución de energía eléctrica), y a través de su valor en libros, en los demás casos.
- 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

---

<sup>3</sup> 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.

- El Ratio 6 se emplea para calcular la capacidad de una sociedad de hacer frente a la devolución de la deuda a través de sus flujos de caja retenidos. Es decir, evalúa el número de veces que los flujos de caja retenidos tendrían que ser exclusivamente dedicados a la devolución de la deuda, para la amortización total de ésta.

Los flujos de caja retenidos son los Fondos procedentes de las operaciones menos los dividendos. Representan la caja generada por el negocio de la empresa que ésta retiene, es decir, que no dedica a repartir dividendos, quedando por lo tanto disponible para realizar inversiones y amortizar deuda por parte de la propia empresa.

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 RIIO<sup>4</sup>, 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 redes<sup>5</sup>.

En su propuesta de aplicación del modelo RIIO (por ejemplo, la relativa a dos sociedades reguladas)<sup>6</sup>, 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.

---

<sup>4</sup> 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.

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

<sup>6</sup> 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.

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 gas<sup>7</sup>.

## **6.- JUSTIFICACIÓN DE LA ELECCIÓN DE LOS RANGOS DE VALORES RECOMENDABLES**

Una vez definidos los ratios a utilizar, la Comunicación establece en su último apartado 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 cumplen actualmente con 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.

---

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

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 rating<sup>8</sup>, 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 OFGEM<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> "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.

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

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

Se considera deseable que las empresas sujetas al ámbito de la comunicación presenten ratios que les permitieran obtener, en ausencia de otras consideraciones, y teniendo en consideración cada ratio de forma aislada, un rating mínimo en el entorno de A.

Dentro de los 4 escalones de "grado de inversión" o "*investment grade*", esta calificación se correspondería con el tercer escalón, siendo el primero el de mayor calificación Aaa. En particular, la definición de A es la siguiente: "Las

*obligaciones con calificación de A se consideran de grado intermedio-alto y están 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 6 ratios definidos en la Comunicación para la mayoría de sociedades que actualmente forman parte del ámbito de aplicación<sup>10</sup>, a partir de la información reportada por las empresas a través de la Circular 5/2009 para el ejercicio 2017<sup>11</sup>. 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).

---

<sup>10</sup> 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.

<sup>11</sup> 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.

#### *6.1.- 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.

#### *6.2.- 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".

### 6.3.- 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*).

### 6.4.- 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.

#### *6.5.- 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*).

#### *6.6.- Justificación de la elección del rango de valores correspondiente al Ratio 6*

Por último, en lo que se refiere al Ratio 6, se ha obtenido para las empresas reguladas del sector gasista un promedio del 41,9% y el percentil 75 se sitúa en 7,0% (si bien no se han tenido en cuenta en el promedio un dato por considerarse valor atípico).

Para las empresas reguladas del sector eléctrico, se ha obtenido un promedio del 15,3% y un percentil 75 del 7,1%.

Por otro lado, el cálculo del Ratio 6 para los grupos consolidados de empresas de los sectores eléctrico y gasista ha resultado en un percentil 75 de 9,8%.

A la vista de los valores de 7,0% y de 7,1% obtenidos para el percentil 75 de las empresas reguladas del sector gasista y del sector eléctrico, respectivamente, así como del 9,8% correspondiente a los grupos consolidados, se considera recomendable un valor mínimo para el Ratio 6 del 7%, por encima del cual se consideraría una adecuada capacidad económico-financiera.

Un valor del Ratio 6 del 7% se correspondería con métricas de calificación de “Baa” (cuarto y último escalón de *investment grade*).