CNMC COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA

LA TASA DE RETRIBUCIÓN FINANCIERA CIRCULAR 5/2026

Jornada Enerclub Circulares de la CNMC – Sector gasista.
Nuevo marco retributivo 2027-2032.

Henar Soto
Subdirectora de Regulación Económico-Financiera y Precios Regulados. CNMC.

12 noviembre 2026



Objeto de la Circular 5/2026

- El objeto de la **Circular 5/2026** es establecer:
  - La tasa de retribución financiera aplicable a las actividades de **transporte**, **regasificación** y **gestión técnica del sistema** de gas natural en el periodo regulatorio 2027-2032.
  - La tasa de retribución financiera aplicable a la actividad vinculada a la distribución de gas natural de **alquiler de contadores** en el periodo regulatorio 2027-2032.

- Se aplica la metodología de cálculo establecida en la Circular 2/2019, y modificada en determinados aspectos por la Circular 9/2025. El periodo de cálculo tiene 1 año de avance respecto al sector eléctrico (por ej., 2019-2024 en vez de 2018-2023).

- Los **aspectos más relevantes en la aplicación de la metodología al sector gasista** son:
  - **El cálculo del coste de la deuda, y en particular el coeficiente de disminución del inmovilizado d**.
  - La **TRF de la actividad vinculada a la distribución de gas natural de alquiler de contadores, y en particular el coeficiente beta.**

Aspectos relevantes

I. WACC: Referencia habitual

El Coste promedio ponderado de capital (WACC) es utilizado habitualmente por los reguladores europeos de energía. También por la CNMC.

II. La tasa de retribución financiera TRF

La TRF, función del WACC y la tasa impositiva, se utiliza para retribuir el capital invertido en los activos de las empresas reguladas, por desarrollar actividades en monopolio natural, de bajo riesgo. Retribuye tanto los fondos aportados por los accionistas como la deuda.

III. Misma Metodología. Distinto valor resultante de su aplicación

La CNMC estableció la metodología de cálculo en la Circular 2/2019. En la Circular 9/2025, ha modificado aspectos puntuales de la metodología, y ha establecido la tasa de retribución financiera aplicable al transporte, operación del sistema y distribución eléctrica para el periodo regulatorio 2026-2031. En la Circular 5/2026 **la metodología de cálculo no se modifica**. **Se aplica** para obtener la tasa de retribución financiera del **transporte y regasificación de gas natural**, de la gestión técnica del sistema y de la actividad vinculada a la distribución de gas de **alquiler de contadores**, para el periodo 2027-2032. El valor resultante es distinto como consecuencia de la aplicación de la metodología con un decalaje del periodo de cálculo de un año y sobre un sector distinto.

IV. TRF constante en todo el periodo, establecida *ex ante*

Las leyes, eléctrica y de hidrocarburos, establecen que la TRF permanecerá constante todo el periodo regulatorio (6 años). Mantener constante su valor 6 años aporta estabilidad regulatoria y resulta atractivo para los inversores, evitando el riesgo de tipos bajos algún año del periodo; no es comparable con tasas europeas que se revisan anualmente y pueden registrar coyunturalmente valores más altos, pero también más bajos.

V. Aplicación en la retribución

Debido a que los activos de transporte y regasificación están más amortizados, la TRF tiene un impacto económico más reducido que en las actividades del sector eléctrico.

La Circular no fija una TRF para la actividad de distribución de gas en general. Establece una TRF específica para la actividad vinculada de alquiler de contadores, considerando el despliegue de contadores inteligentes a lo largo del próximo periodo regulatorio. La Orden TED/1122/2026, de 23 de octubre, ha aprobado el plan de implantación de contadores inteligentes.

Orientaciones de política energética

La Orden TED/1193/2024, de 31 de octubre de 2024 establece las **orientaciones de política energética en relación con la propuesta de modificación de la Circular 2/2019** por la que se establece la metodología de cálculo de la tasa de retribución de las actividades de transporte y distribución de energía eléctrica, y regasificación, transporte y distribución:

1. La fórmula aplicada para el cálculo de la tasa de retribución financiera deberá respetar y garantizar la estabilidad regulatoria y se deberán cumplir los principios establecidos en la Ley 18/2014, de 15 de octubre, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia y en la Ley 24/2013, de 26 de diciembre, del sector eléctrico. Asimismo, la fórmula deberá tener en cuenta que las inversiones en infraestructuras se producen en un contexto de aceleración de la transición energética a nivel global, en particular en Europa, con una alta competencia para el acceso a los mercados de capitales.

2. **Orientaciones en relación con el fomento de la producción y consumo de gases procedentes de fuentes renovables: La Tasa de Retribución financiera aplicable a los activos asociados al transporte y distribución de gases procedentes de fuentes renovables, deberá fomentar la inversión y construcción de activos eficientes y rentables.**

3. Orientaciones en relación con las redes para conexión de producción y consumo de electricidad.
   a) En el diseño de la metodología de cálculo de la tasa de retribución financiera se considerará la posibilidad de modificar la metodología de cálculo de la rentabilidad libre de riesgo, así como la metodología de cálculo del coste de la deuda, especialmente buscando suavizar el efecto de los eventos excepcionales del pasado (2018-2023) en la determinación de la rentabilidad libre de riesgo y del coste de la deuda durante el periodo regulatorio futuro (2026-2031). De esta forma, se establecerán las señales adecuadas para incentivar las actividades de transporte y distribución de energía eléctrica, en especial para atender la creciente demanda eléctrica vinculada a la movilidad libre de emisiones, la electrificación de la industria y el despliegue de los nuevos vectores energéticos, al mismo tiempo que facilite la integración de energía renovable para dar cobertura a esa nueva demanda.
   b) En todo caso, el valor de la tasa de retribución financiera ponderará de manera equilibrada la consecución de las inversiones necesarias para la transición energética con la contención de los costes soportados por los consumidores, de forma que la señal de precio para la electrificación no se vea penalizada.

4. **Orientaciones en relación con la descarbonización de la economía española: La tasa elegida no deberá incentivar la construcción de nuevas infraestructuras relacionadas con los combustibles fósiles.**

La Orden TED/1318/2025, de 19 de noviembre, **reitera estas orientaciones**.

Cómo se calcula la TRF

$$\textbf{Tasa de retribución financiera}(\boldsymbol{TRF}) = \frac{\text{WACC}}{1 - \text{T}}$$

T : **Tasa impositiva**

$$\textbf{WACC} = \text{RA} \cdot \text{R}_\text{D} \cdot (1 - \text{T}) + (1 - \text{RA}) \cdot \text{R}_\text{FP}$$

- R_D: **Coste de la deuda**
- R_FP: **Rentabilidad esperada de los fondos propios**
- RA: **Ratio de apalancamiento regulatorio**
- (1 − RA): **Ratio de apalancamiento regulatorio**

Modelo CAPM

$$\text{R}_\text{FP} = \textbf{R}_\textbf{LR} + \beta \cdot \text{PRM}$$

- $\textbf{R}_\textbf{LR}$: **Tasa libre de riesgo**
- PRM: **Prima de Riesgo de Mercado**
- β: **Coeficiente beta**

Tres parámetros más estructurales: Ratio de Apalancamiento Regulatorio (RA), Beta, Prima de riesgo de mercado (PRM).

Dos parámetros sensibles a la coyuntura de los mercados:

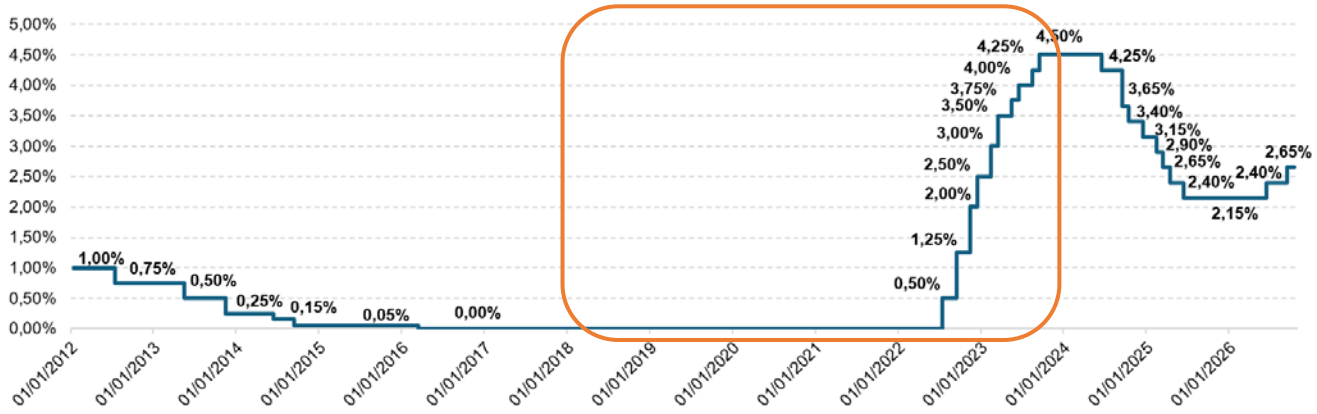
Tasa libre de riesgo (R_LR) ⇨ *Se calcula a partir de un promedio de las cotizaciones diarias del **Bono del Estado español** a 10 años.*

Coste de la deuda (R_D) ⇨ *Considera el coste de las emisiones de **deuda** de las empresas **comparadores, IRS y CDS.***

- Sujetos a variaciones de tipos de interés y condiciones de los mercados financieros.
- Afectados por **eventos excepcionales no previsibles** (COVID, invasión de Ucrania…), que han provocado elevada **volatilidad** y la **intervención de los bancos centrales**.

Evolución de la tasa libre de riesgo y de los tipos de interés

Evolución de los tipos interés BCE



Cotización diaria del Bono del Estado español a 10 años



El BCE estableció **tipos de interés muy bajos** por la política expansiva **hasta** principios de **2022**.

Desde finales de 2014 estuvo en vigor el **programa de compras de activos (APP)** del BCE, al que se sumó el **programa de compras de emergencia frente a la pandemia del COVID** en 2020 **(PEPP)**, medidas de expansión conocidas como ***Quantitative Easing***.

Esto provocó **valores del bono** del Estado **muy bajos**, **hasta** principios de **2022**.

Las empresas se vieron beneficiadas tanto por los tipos de interés bajos, como por el programa de compras del BCE, que incluyó deuda corporativa. Por tanto**, tenían deuda en su balance a tipos bajos**.

Tras la crisis energética de finales de 2021 acrecentada por la invasión de Ucrania, que dio paso a un drástico incremento de la inflación, el BCE suspendió en julio de 2022 su programa de compra de activos y realizó subidas de tipos de interés. Las cotizaciones de los Bonos del Estado se elevaron.

- **El promedio de los datos del periodo de cálculo podía no resultar representativo y necesitaba ser complementado.**
- **Dificultad de tomar decisiones que apliquen durante los 6 años siguientes.** Se planteó en una consulta previa específica la posibilidad de establecer, previa modificación, legal, mecanismos de revisión intraperiodo (actualización, trigger, indexación…). La casi totalidad de agentes se posicionaron en contra, señalando la preferencia por preservar la estabilidad regulatoria.

$$WACC = RA \cdot R_D \cdot (1 - T) + (1 - RA) \cdot R_{FP}$$
$$R_{FP} = R_{LR} + \beta \cdot PRM$$

Rentabilidad esperada de los fondos propios (R_{FP})

R_{LR}: Tasa libre de riesgo y ajuste por QE

- La metodología de cálculo de la tasa libre de riesgo se establece en el artículo 7 de la Circular 2/2019, y **la Circular 9/2025 no la modifica**.
- Se calcula como el **promedio de las cotizaciones diarias** entre el 1 de enero del año n-8 y el 31 de diciembre del año n-3 **del Bono del Estado español a 10 años**. No obstante, puede realizarse un ajuste a este resultado si en el periodo de cálculo la deuda soberana ha sido afectada por el mecanismo de compra de deuda llevado a cabo por el BCE («Expansión cuantitativa») y no ha habido efectos contrarios derivados de la crisis de la deuda soberana. Este ajuste se denomina **Ajuste por QE**.

Tasa libre de riesgo para la TRF de gas natural

Se considera necesario realizar el "Ajuste por QE"

Se utiliza el informe "*El efecto de los programas de compras de activos del Banco Central Europeo en las cuentas públicas de España*", del Banco de España (marzo 2024), que cuantifica el efecto de las compras de activos APP y PEPP implementadas en la Eurozona entre 2015 y 2022, en el escenario de elasticidad elevada.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	R_{LR}
Promedio bono	0,66%	0,39%	0,36%	2,23%	3,48%	3,15%	
Ajuste por QE	+175 pb	+210 pb	+381 pb	+381 pb	0 pb	0 pb	
Resultado	2,41%	2,49%	4,17%	4,13%*	3,48%	3,15%	**3,27%**

* En 2022 el ajuste solo aplica hasta el 30 de junio.

Aplicando el ajuste por QE, la tasa libre de riesgo (R_{LR}) pasa de un valor del 1,71% a un valor del **3,27%**

R_{LR} = 3,27%

Coste de la deuda

- **La Circular 9/2025 modifica el cálculo del coste de la deuda de la Circular 2/2019 para incorporar** un **enfoque mixto** que tiene en consideración datos históricos y **previsiones**.

  - **Datos históricos**: datos del periodo (n-8, n-3). **Necesarios para simula el coste de la deuda que ya está en el balance de las empresas**. Se mantiene la metodología de cálculo del coste de la deuda de la Circular 2/2019, mediante el uso de datos de comparadores, realizando un promedio anual de IRS más CDS a 10 años, o en ausencia de éstos, mediante la TIR de emisiones de deuda en euros y a plazo entre 8 y 12 años.
  - **Previsiones futuras**: datos del periodo (n-2, n+3). **Simula el coste de la nueva deuda que tendrán que asumir las empresas** durante el periodo regulatorio. Como tipo de interés de referencia se toma el **futuro** previsto para la fecha 30/06 de cada año del índice Interest Rate Swap (IRS) a 10 años, al que se le añade como diferencial el promedio del Credit Default Swap (CDS) o *Spread* (diferencia entre la TIR de la emisión y el IRS el día de la emisión) del periodo (n-8, n-3). Asimismo, dado que los valores futuros no constituyen una predicción cierta del coste de la nueva deuda, se añade una **prima de incertidumbre** para mitigar el riesgo de que infraestimen el coste de la deuda (la prima de incertidumbre se estima analizando el error histórico de estimación de los futuros frente al valor spot).

TRF gas
n = 2027

	Datos históricos						Previsiones futuras					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
IRS + CDS o TIR	1,23%	0,66%	0,75%	3,39%	4,17%	3,61%						
Futuros IRS							2,61%*	2,42%	2,46%	2,49%	2,51%	2,51%
Prima incertidumbre								43 p.b.	65 p.b.	76 p.b.	84 p.b.	93 p.b.
Diferencial promedio							1,01%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%
Coste de la deuda	**1,23%**	**0,66%**	**0,75%**	**3,39%**	**4,17%**	**3,61%**	**3,61%**	**3,86%**	**4,12%**	**4,26%**	**4,36%**	**4,45%**

*** Nota:** el futuro correspondiente a 2025 se sustituye por el valor spot obtenido a 30/06/2025.

- **Los Datos históricos y futuros se ponderan en una fórmula para calcular el coste de la deuda.**

Coste de la deuda (R_D)

- La fórmula de cálculo del coste de la deuda distingue conceptualmente entre el **coste de la deuda "*Business as usual*"** y el **coste de la deuda de las "Inversiones incrementales"**, **ponderando ambos** según su representatividad **para obtener un coste de la deuda único**:
  - El coste de la deuda "***Business as usual***" considera la realización de inversiones por importe similar o inferior a la amortización de los activos, reflejando el coste de la deuda en balance, contraída hace años, pero que se va renovando progresivamente a medida que resulte necesario refinanciar la deuda existente.
  - El coste de la deuda de "**Inversiones incrementales**" considera que, de acuerdo con los elevados volúmenes de inversión en redes eléctricas estimados en la última actualización del PNIEC, el escenario *"Business as usual"* podría no mantenerse en el próximo periodo regulatorio. En este caso, las empresas eléctricas necesitarían captar nuevos capitales (parte de ellos, mediante deuda), para financiar tales volúmenes de inversión. Las empresas de gas no realizarían inversiones incrementales que superen la amortización de sus activos.
  - El coste de la deuda "Business as usual" y el de "Inversiones incrementales" se ponderan con el **Coeficiente de representatividad de las inversiones incrementales Cii**.

$\text{Cii}_{\text{electricidad}} = 17\%$ | $\text{Cii}_{\text{gas}} = 0$

FORMULA GLOBAL DE CÁLCULO DEL COSTE DE LA DEUDA

Coeficiente de disminución del inmovilizado (d)

Coste de la deuda "*Business as usual*"

Coste de la deuda "Inversiones incrementales"

$$R_D = (1 - C_{Ii}) \cdot \left[\frac{R_{Dn-8} + (2-1d) \cdot R_{Dn-7} + (3-3d) \cdot R_{Dn-6} + (4-6d) \cdot R_{Dn-5} + (5-10d) \cdot R_{Dn-4} + (6-15d) \cdot R_{Dn-3} + (5-15d) \cdot R_{Dn-2} + (4-14d) \cdot R_{Dn-1} + (3-12d) \cdot R_{Dn} + (2-9d) \cdot R_{Dn+1} + (1-5d) \cdot R_{Dn+2}}{36} \right] + C_{Ii} \left[\frac{\sum_{k=n-2}^{k=n+3} R_{Dk}}{6} \right] + C_A$$

Costes adicionales de la deuda (0,07%):

- Costes de transacción (0,05%)
- *Cost-of-carry* (0,02%)

Coste de la deuda a incluir en la fórmula del WACC

Coeficiente de representatividad de las inversiones incrementales

Coste de la deuda (R_D)

- En el cálculo del coste de la deuda "***Business as usual***", se emplea un **coeficiente de disminución del inmovilizado (d)**, para ponderar los valores anuales del coste de la deuda. Recoge la menor necesidad de refinanciación de la deuda debido al perfil decreciente de la base de activos regulados.
  - En el **sector eléctrico**, **d = 0**.
  - En el **sector gasista** el inmovilizado es decreciente, por lo que **d ≠ 0**.

Transporte y regasificación
d = 2,4%

Se considera el perfil de inmovilizado de las empresas de transporte y regasificación, incluyendo las **inversiones** para **facilitar el despliegue de los gases renovables a las que aluden las Orientaciones de Política Energética**, obtenidas de una petición de información.

	Activos fijos Transporte y Regasificación (M€)	Disminución anual (%)
2018	5.876	
2019	5.636	4,1%
2020	5.372	4,7%
2021	5.157	4,0%
2022	4.895	5,1%
2023	4.596	6,1%
2024	4.361	5,1%
Promedio 2019-2024		**4,8%**

	Proyección actuales activos fijos (M€)	Inversiones previstas asociadas a gases renovables (M€)						Total previsión activos fijos (M€)	Disminución del inmovilizado (%)
2027	3.757	66						3.823	
2028	3.575	64	109					3.748	2,0%
2029	3.402	62	106	119				3.689	1,6%
2030	3.237	61	104	116	78			3.595	2,6%
2031	3.080	59	101	113	76	64		3.492	2,9%
2032	2.931	57	98	110	74	62	55	3.387	3,0%
Promedio de disminución del inmovilizado									**2,4%**

Contadores
d = 1,8%

Las empresas de distribución de gas tienen obligación de facilitar un contador en alquiler a precio regulado. Se considera el perfil de inmovilizado de las empresas de distribución, considerando las **inversiones en contadores inteligentes** que se realizarían **conforme a la propuesta de Orden Ministerial de despliegue** disponible en el momento de elaboración de la Circular.

	Activos fijos Distribución (M€)	Disminución anual (%)
2018	5.493	
2019	5.383	2,0%
2020	5.146	4,4%
2021	4.881	5,2%
2022	4.652	4,7%
2023	4.438	4,6%
2024	4.233	4,6%
Promedio 2019-2024		**4,2%**

	Proyección actuales activos fijos (M€)	Inversiones previstas en contadores (M€)						Total previsión activos fijos (M€)	Disminución del inmovilizado (%)
2027	3.716	64						3.780	
2028	3.559	61	64					3.683	2,6%
2029	3.407	58	61	96				3.622	1,7%
2030	3.263	54	58	91	96			3.562	1,7%
2031	3.124	51	54	86	91	96		3.504	1,6%
2032	2.992	48	51	82	86	91	96	3.446	1,6%
Promedio de disminución del inmovilizado									**1,8%**

TRF transporte y regasificación

Fecha de cierre de datos: 31/12/2024		
[1] Tasa libre de riesgo (R_{LR})	**3,27%**	Bono español a 10 años (media últimos 6 años) + Ajuste QE (elasticidad elevada)
[2] Coeficiente beta (β)	**0,73**	Beta
[3] Prima de riesgo de mercado (PRM)	**5,02%**	DMS – Promedio ponderado Europa (media aritmética y geométrica)
[4] Rentabilidad de los fondos propios después de impuestos (R_{FP})	**6,95%**	[1] + ([2] x [3])
[5] Coste de la deuda antes de impuestos (R_D)	**3,17%**	IRS + CDS ó Spread + Costes adicionales
[6] Tasa impositiva (T)	**25%**	Tasa estatutaria España 2024
[7] Ratio de apalancamiento (RA)	**46%**	D / (D + FP)
[8] WACC nominal después de impuestos	**4,85%**	[4] x (1 - [7]) + ([5] x (1- [6])) x [7]
[9] Tasa de retribución financiera antes de impuestos	**6,46%**	**[8] / (1 - [6])**

La **Circular 5/2026** establece la **TRF para transporte de gas natural y regasificación** en el **6,46%** para el periodo regulatorio 2027-2032.

Supone un **incremento de 102 p.b**. respecto al 5,44% del periodo regulatorio anterior.

TRF contadores

Metodología beta Circular

- El artículo 8.2 de la Circular 2/2019, modificado por la Circular 9/2025, establece que la beta se estimará a través de comparadores, salvo para la retribución de determinadas actividades vinculadas a la distribución de gas natural, en que podrá tomar un valor ponderado entre la beta de los comparadores y 1, si el nivel de riesgo de dichas actividades así lo justifica.
- El riesgo que se ha identificado en la actividad vinculada de alquiler de contadores es la posible desconexión de los clientes antes de que el contador haya alcanzado los 20 años de vida útil.

Propuesta sometida a Trámite de audiencia

- Ponderación 80% beta transporte y 20% 1, obteniendo beta de 0,784 y TRF 6,67%.
- Suficiente para cubrir el 50% de las desconexiones netas (altas – bajas) del último año de gas (-0,21%).

Alegaciones

- Cuando se produce una baja, se retira el contador. La reutilización tiene limitaciones (la tecnología de comunicaciones del contador – NBIOT o Lora - condiciona su traslado a otra zona) y existen retos logísticos (la baja puede producirse en una zona/contratista distinta del alta). Además, existen costes asociados a la reutilización (embalaje, transporte, reseteo y configuración). La reutilización no es inmediata, y durante el tiempo en que el contador está en un almacén, se consume la vida útil metrológica de 20 años sin recibir ingresos de alquiler.
- El indicador del porcentaje de desconexión serían las bajas brutas.
- Durante los primeros años de la sustitución masiva, los puntos de suministro que se den de baja tendrán instalados en su mayoría contadores analógicos.

Enfoque adoptado tras alegaciones

- Ponderación 60% beta transporte y 40% 1. Resulta beta 0,84 y TRF 6,87%.
- Suficiente para cubrir el 50% de las desconexiones brutas de contadores inteligentes en el último año de gas, del 1%, y considerando que el 43% de estos contadores desinstalados serían contadores inteligentes. Este porcentaje se obtuvo del plan de implantación previsto por el proyecto de orden por la que se aprueba el plan de implantación de contadores inteligentes en la red de gas natural, que era el disponible en el momento de aprobación de la Circular.
- La TRF de contadores adquiere gran relevancia una vez aprobada la Orden TED/1122/2026, de 23 de octubre.

TRF contadores

Fecha de cierre de datos: 31/12/2024		
[1] Tasa libre de riesgo (R_{LR})	**3,27%**	Bono español a 10 años (media últimos 6 años) + Ajuste QE (elasticidad elevada)
[2] Coeficiente beta (β)	**0,84**	Beta
[3] Prima de riesgo de mercado (PRM)	**5,02%**	DMS – Promedio ponderado Europa (media aritmética y geométrica)
[4] Rentabilidad de los fondos propios después de impuestos (R_{FP})	**7,48%**	[1] + ([2] x [3])
[5] Coste de la deuda antes de impuestos (R_D)	**3,22%**	IRS + CDS ó Spread + Costes adicionales
[6] Tasa impositiva (T)	**25%**	Tasa estatutaria España 2024
[7] Ratio de apalancamiento (RA)	**46%**	D / (D + FP)
[8] WACC nominal después de impuestos	**5,15%**	[4] x (1 - [7]) + ([5] x (1- [6])) x [7]
[9] Tasa de retribución financiera antes de impuestos	**6,87%**	**[8] / (1 - [6])**

La Circular 5/2026 establece la **TRF** aplicable a la actividad vinculada a la distribución de gas natural de **alquiler de contadores** en el **6,87%**.

Esta tasa es **104 p.b. superior** al 5,83% que se considera en el precio transitorio de alquiler de contadores inteligentes actualmente vigente.