

## ANALISI SUL MERCATO DEI TITOLI DI EFFICIENZA ENERGETICA (TEE)

Documento Tecnico di Supporto

10 Febbraio 2017



## INDICE

<b>PREMESSA</b>	<b>3</b>
<b>1. OBIETTIVI DEL DOCUMENTO</b>	<b>4</b>
<b>2. IL CONTESTO NORMATIVO</b>	<b>5</b>
<b>3. IL MERCATO DEI TEE</b>	<b>8</b>
3.1 L'andamento storico	8
3.2 L'equilibrio di mercato	11
3.3 I risultati dell'analisi di <i>benchmark</i> tra gli operatori	14
<b>4. CONCLUSIONI</b>	<b>19</b>

## PREMESSA

Milano, 10 Febbraio 2017

Stiamo assistendo in questo ultimo periodo ad un andamento del mercato dei Titoli di Efficienza Energetica- TEE sempre più incomprensibile.

Prezzi dei TEE mai raggiunti, nemmeno ipotizzabili sino a poco tempo fa, tant'è che si sta parlando di "comportamenti opportunistici se non speculativi".

Sia il MISE che l'AEEGSI hanno avviato indagini conoscitive volte a meglio comprendere e analizzare dette dinamiche; e ci auguriamo di conoscerne i rispettivi risultati entro breve tempo.

Pur nel nostro piccolo, in considerazione dell'importanza da sempre rivestita dai TEE per la promozione e lo sviluppo del teleriscaldamento in Italia, soprattutto di quello alimentato dalle fonti rinnovabili (biomassa), come FIPER abbiamo ritenuto importante affrontare direttamente, per quanto a noi possibile, questo argomento attraverso il presente studio, per meglio comprendere il mercato dei TEE legato agli interventi di efficienza energetica, e fornire ai nostri Associati opportune e utili informazioni in merito.

FIPER  
Il Presidente  
Walter Ottorino Righini

## 1. OBIETTIVI DEL DOCUMENTO

Il mercato dei titoli di efficienza energetica (TEE), anche comunemente denominati "certificati bianchi", gestito dal GME, da novembre 2016 ha riscontrato scambi a prezzi particolarmente alti rispetto alla media storica. In particolare, il prezzo medio dopo l'ultima sessione del mese di ottobre 2016 è risultato maggiore di circa il 9% rispetto a quello dell'ultima sessione di maggio. A partire dalle successive quattro sessioni di novembre si sono progressivamente verificati decisi aumenti dei prezzi, sino al valore medio riscontrato nella sessione del 22 novembre 2016, superiore di circa il 58% rispetto a quello dell'ultima sessione di ottobre.

In seguito a questi avvenimenti l'Autorità per l'Energia Elettrica, il Gas e il Sistema Idrico (AEEGSI) ha avviato un'istruttoria conoscitiva sull'andamento del mercato dei TEE, "orientata all'eventuale revisione delle modalità di determinazione del contributo tariffario ai soli fini di aumentare l'efficienza del meccanismo". In aggiunta anche il Ministero dello Sviluppo Economico (MiSE) ha avviato una verifica sull'andamento dei prezzi dei certificati bianchi.

Il Gestore dei Servizi Energetici (GSE), tramite il proprio presidente ed amministratore delegato Francesco Sperandini, ha dichiarato come: *"aumenti repentini e concentrati (dei prezzi) non trovano giustificazione nei fondamentali Vanno quindi attribuiti a comportamenti non strutturali, cioè contingenti, spesso opportunistici, talvolta speculativi"*<sup>1</sup>.

La Federazione Italiana Produttori di Energia da fonti Rinnovabili- FIPER, rappresentando numerosi operatori attivi sul mercato dei TEE intende comprendere in maniera più approfondita le ragioni che ne hanno provocato gli andamenti anomali recentemente riscontrati.

Il presente studio intende fornire una valutazione critica indipendente al fine di comprendere l'andamento dei prezzi nel mercato dei TEE con il supporto di analisi quantitative dei dati pubblici disponibili e tramite un'indagine di *benchmark* condotta tra gli operatori attivi sul mercato. In particolare il presente documento si prepone l'obiettivo di rispondere ai seguenti quesiti:

1. In quale contesto normativo attualmente si inserisce il meccanismo dei TEE?
2. Quali possono essere le cause che hanno portato ai picchi di prezzo registrati sul mercato nelle sessioni di novembre?
3. Quali sono le principali criticità che attualmente caratterizzano il mercato dei TEE?
4. Quali sono le principali posizioni degli operatori attivi sul mercato dei TEE?
5. Quali sviluppi futuri ci si può attendere e quali proposte di miglioramento possono essere formulate?

---

<sup>1</sup> Quotidiano Energia, 5 dicembre 2016.

## 2. IL CONTESTO NORMATIVO

La Direttiva Europea 2012/27/UE in materia di efficienza energetica, con l'obiettivo di raggiungere una riduzione dei consumi di energia primaria del 20% (rispetto allo scenario europeo relativo ai consumi energetici attesi al 2020), non ha individuato obiettivi vincolanti o ripartizioni nazionali, lasciando ad ogni Stato membro la definizione dei propri obiettivi nazionali, compatibili con quello comunitario, unitamente agli strumenti più idonei per il raggiungimento di essi.

In Italia, il meccanismo dei certificati bianchi entrato in vigore nel 2005 è gradualmente diventato **il principale strumento di promozione dell'efficienza energetica**. La finalità del meccanismo è quella di incentivare la realizzazione di interventi di efficienza energetica negli usi finali al fine di ottemperare agli obiettivi quantitativi nazionali di risparmio in capo ai soggetti obbligati. Tali soggetti sono le imprese di distribuzione di energia elettrica e gas naturale alle cui reti risultano allacciati almeno 50.000 clienti finali al 31 dicembre dei due anni precedenti l'anno d'obbligo.

I TEE vengono emessi dal Gestore del Mercato Elettrico (GME) sulla base delle certificazioni dei risparmi conseguiti, effettuate dal GSE. Un certificato equivale al risparmio di 1 tonnellata equivalente di petrolio (tep), che è l'unità convenzionale di misura usata comunemente nei bilanci energetici per esprimere tutte le fonti di energia tenendo conto del loro potere calorifico.

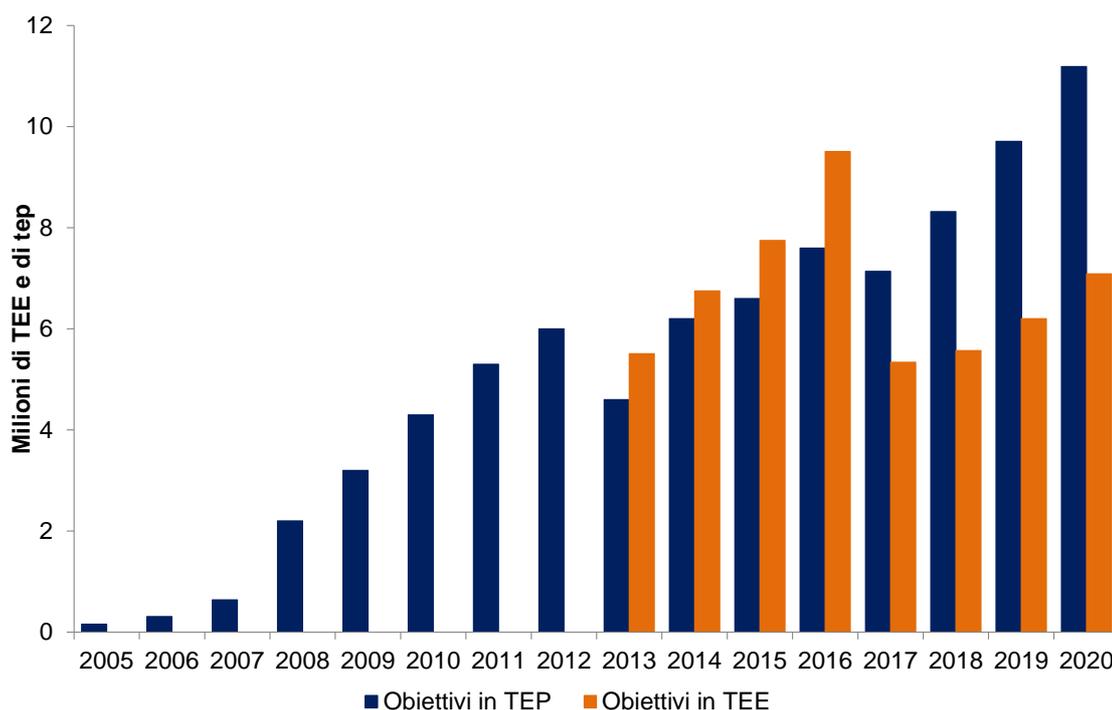
Il decreto interministeriale 28 dicembre 2012 ha modificato il quadro normativo di riferimento, precedentemente costituito dai decreti ministeriale 20 luglio 2004 e dal decreto interministeriale 21 dicembre 2007. In particolare, la gestione del meccanismo è stata trasferita al Gestore dei Servizi Energetici (GSE), operativamente a partire dal mese di febbraio 2013, ed è stato altresì previsto che sia compito del Ministero dello sviluppo economico (MiSE), di concerto con il Ministero dell'ambiente e della tutela del territorio e del mare (MATTM) l'adeguamento delle linee guida, ovvero delle regole operative per l'esecuzione e la valutazione dei progetti, lasciando in capo all'AEEGSI la definizione del contributo tariffario a copertura dei costi sostenuti dai distributori soggetti all'obbligo.

I decreti stabiliscono che ogni anno vengano fissati obiettivi di risparmio obbligatori per i distributori di energia elettrica e le imprese distributrici di gas naturale. Gli obiettivi sono crescenti nel tempo e possono essere raggiunti attraverso la realizzazione d'interventi presso i consumatori finali (es.: installazione di elettrodomestici o caldaie ad alta efficienza, interventi di isolamento termico degli edifici, interventi per aumentare l'efficienza energetica di processi industriali, lampadine ad alta efficienza etc.) che ne traggono beneficio diretto in termini di riduzione della propria spesa energetica.

La Figura 1 illustra l'andamento degli obiettivi di risparmio annuali e i corrispondenti obiettivi in termini di TEE. I TEE non coincidono con i risparmi energetici conseguiti per via del fatto che corrispondono ai soli risparmi addizionali, corrispondenti agli interventi che comportano efficienze superiori a

quelle derivanti dagli standard obbligatori per legge. In aggiunta dal 2012 l'introduzione del coefficiente di durabilità (tau) ha portato ad un aumento del numero di TEE emessi a parità di risparmi relativi all'intervento per tenere in considerazione la differente vita tecnica dell'intervento e la vita utile dei certificati (tipicamente cinque anni). Infine, per la cogenerazione ad alto rendimento (CAR) e per i grandi progetti sono stati introdotti coefficienti moltiplicativi finalizzati ad aumentare il numero di titoli emessi per tenere conto di specificità o di maggiori costi di investimento.

**Figura 1 – Andamento obiettivi di risparmio e obblighi TEE**



Fonte: Elaborazioni su dati AEEGSI e GME.

Per dimostrare di aver raggiunto gli obblighi di risparmio energetico e non incorrere in sanzioni da parte dell'AEEGSI, i distributori devono consegnare annualmente un numero di TEE almeno pari al minimo livello dell'obiettivo obbligatorio (attualmente pari al 60% dell'obiettivo annuale) e compensare la quota parte restante entro il biennio successivo.

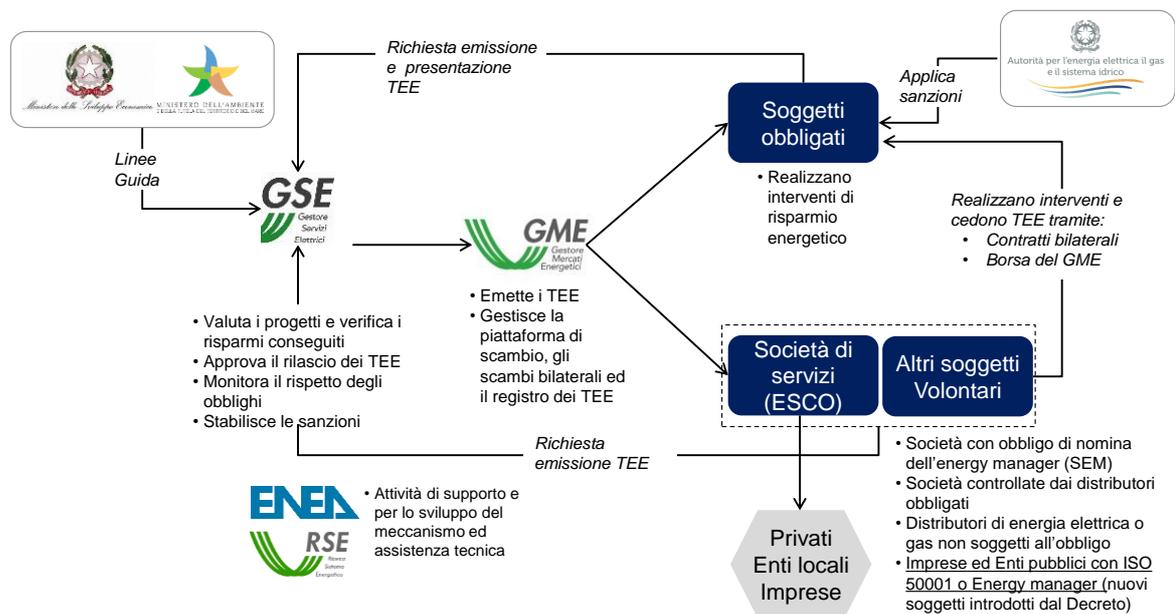
Il GSE con il supporto tecnico di ENEA e RSE valuta i risparmi energetici conseguiti dai singoli interventi e autorizza il GME all'emissione dei certificati bianchi. I TEE sono emessi dal GME a favore dei distributori, delle società controllate dai distributori medesimi o a favore di società operanti nel settore dei servizi energetici (ESCO) con l'obiettivo di certificare la riduzione dei consumi conseguita attraverso interventi e progetti di incremento di efficienza energetica.

In alternativa agli interventi di risparmio energetico da realizzare in proprio presso i consumatori finali (anche con la collaborazione di soggetti terzi), i distributori possono scegliere di soddisfare gli obblighi a loro carico

acquistando, in tutto o in parte, da terzi titoli di efficienza energetica attestanti il conseguimento di risparmi da parte di altri soggetti (altri distributori o società operanti nel settore dei servizi energetici). La compra-vendita di titoli avviene o attraverso contratti bilaterali o tramite il mercato dei titoli di efficienza energetica, organizzato e gestito dal GME sulla base di regole stabilite nel 2006 d'intesa con l'AEEGSI.

I soggetti coinvolti ed i meccanismi che regolano e governano il meccanismo dei certificati bianchi sono riassunti e illustrati nella seguente Figura 2.

**Figura 2 – Funzionamento del meccanismo dei TEE e soggetti coinvolti**

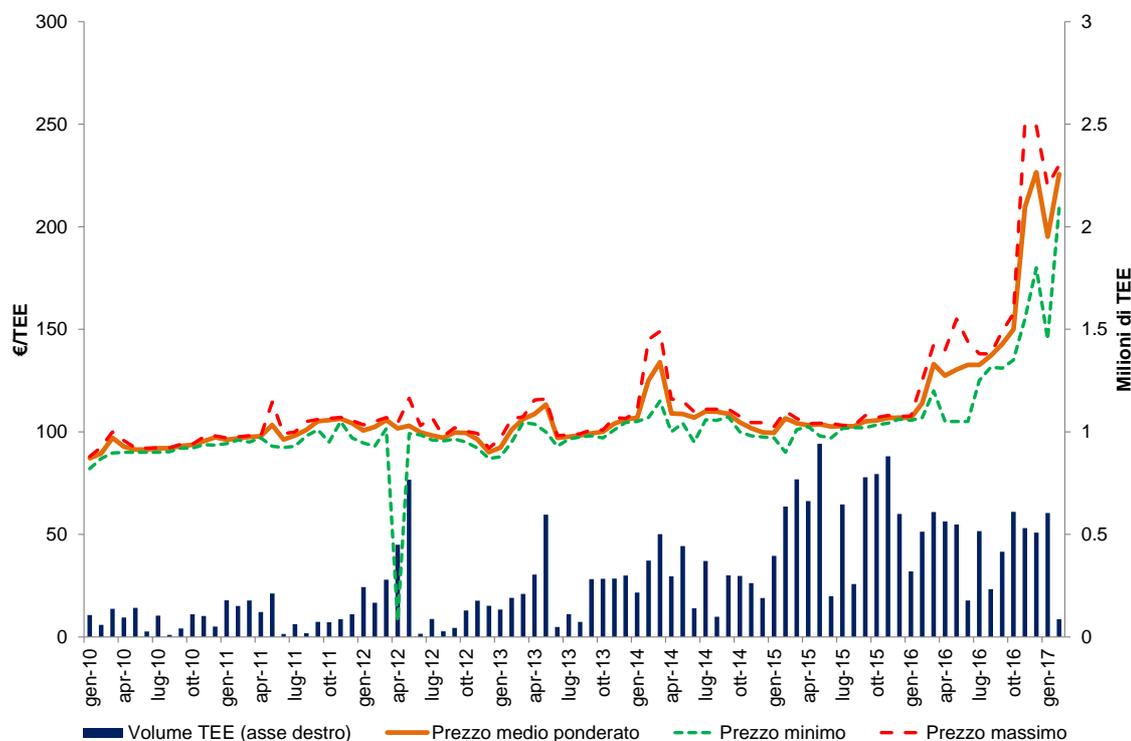


### 3. IL MERCATO DEI TEE

#### 3.1 L'andamento storico

Come illustrato nella Figura 3, il prezzo dei TEE fino all'inizio del 2016 si è sempre mosso all'interno di un *range* relativamente ristretto e compreso tra i 90 e i 110 €/TEE, con l'unica eccezione registrata nella sessione di marzo 2014, durante la quale i prezzi si sono portati a ridosso dei 150 €/TEE per poi scendere e rientrare all'interno del range nelle sessioni successive<sup>2</sup>.

**Figura 3 – Andamento storico mensile dei prezzi TEE e dei volumi scambiati**



Fonte: Elaborazioni su dati GME (esiti di mercato gennaio 2010 – 07 febbraio 2017). Prezzo medio ponderato calcolato per tutte le tipologie di TEE.

Da febbraio 2016 questa tendenza sembra essere radicalmente cambiata in quanto i prezzi dei TEE hanno di nuovo "sfondato" il rialzo a 110 €/TEE ma questa volta, diversamente da quanto accaduto nel 2014, il rialzo è continuato anche nelle sessioni successive portando i prezzi a livelli mai raggiunti in

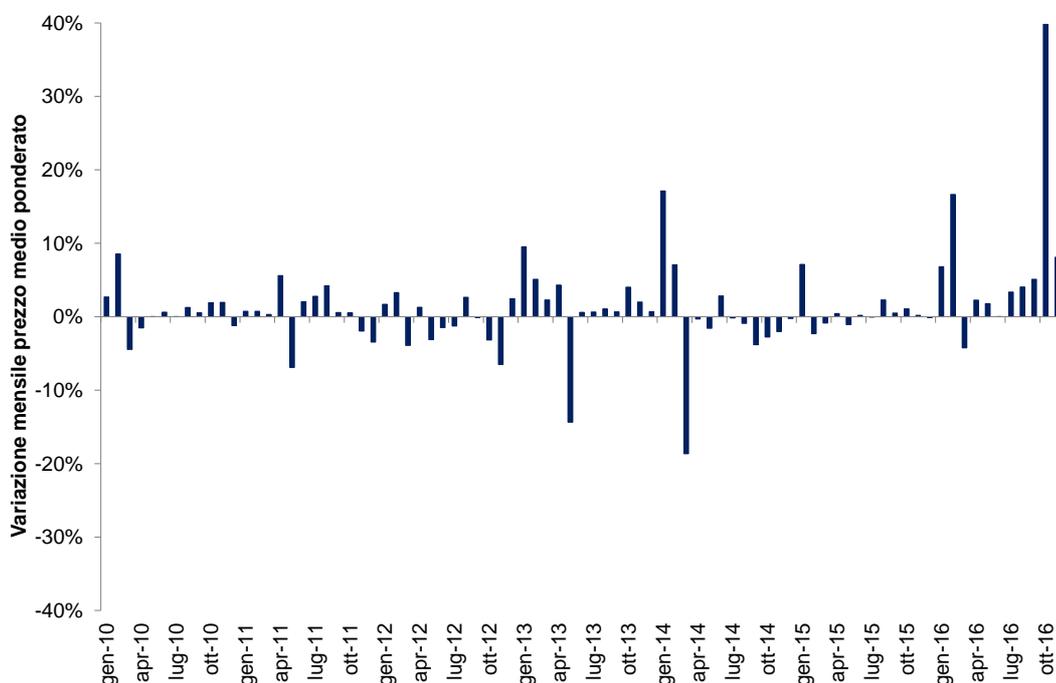
<sup>2</sup> Questo aumento è ascrivibile probabilmente alla reazione degli operatori alla pubblicazione della Deliberazione AEEGSI 107/2014/R/EFR sull'applicazione del meccanismo dei titoli di efficienza energetica ai grandi progetti del 13 marzo 2014 e alla pubblicazione delle nuove regole di calcolo del contributo tariffario con la delibera 13/2014/R/efr del 23 gennaio 2014.

passato, con picchi a 250 €/TEE registrati nelle ultime sessioni di novembre 2016. Inoltre l'evoluzione registrata sul mercato negli ultimi mesi del 2016 risulta essere senza precedenti rispetto all'andamento storico considerando il fatto che il picco registrato a novembre 2016 è stato del 68% superiore a quello registrato nel 2014 e che inoltre da metà ottobre tutte le 15 sessioni di mercato (fino a quella del 07 febbraio 2017) hanno fatto registrare prezzi medi ponderati superiori al picco del 2014 (149 €/TEE). Anche le sessioni di gennaio 2017, seppur registrando una riduzione dei prezzi di mercato rispetto ai picchi dei mesi precedenti, sono rimaste poco al di sotto dei 200 €/TEE (prezzo medio ponderato di 195,15 €/TEE) e ben al di sopra sia dal range storico di equilibrio (90-110 €/TEE) che dal picco del 2014 (149 €/TEE). In aggiunta anche la prima sessione di mercato di febbraio sembra confermare il trend rialzista avendo registrato prezzi elevati (media ponderata pari a 226,15 €/TEE con picchi a 230 €/TEE) e in aumento rispetto alle medie di gennaio.

Storicamente i volumi degli scambi TEE hanno mostrato un andamento ciclico registrando un picco nel mese di maggio dovuto alle scadenze degli obblighi annuali per i soggetti obbligati. Ultimamente si evidenzia una maggiore uniformità dei volumi di certificati scambiati durante i mesi dell'anno a conferma di un cambiamento rispetto al passato. Significativi sono stati anche i volumi che hanno caratterizzato le ultime sessioni del 2016 che hanno fatto registrare i livelli record dei prezzi (media di circa 530.000 titoli scambiati nel mese di novembre rispetto ad una media mensile di circa 460.000 titoli nel 2016).

Una conferma di un mutamento senza precedenti storici verificatosi nelle ultime sessioni del 2016 si ha anche osservando le variazioni percentuali mensili dei prezzi medi ponderati sul mercato TEE illustrate nella seguente Figura 4.

**Figura 4 – Variazioni mensili dei prezzi medi ponderati sul mercato TEE**



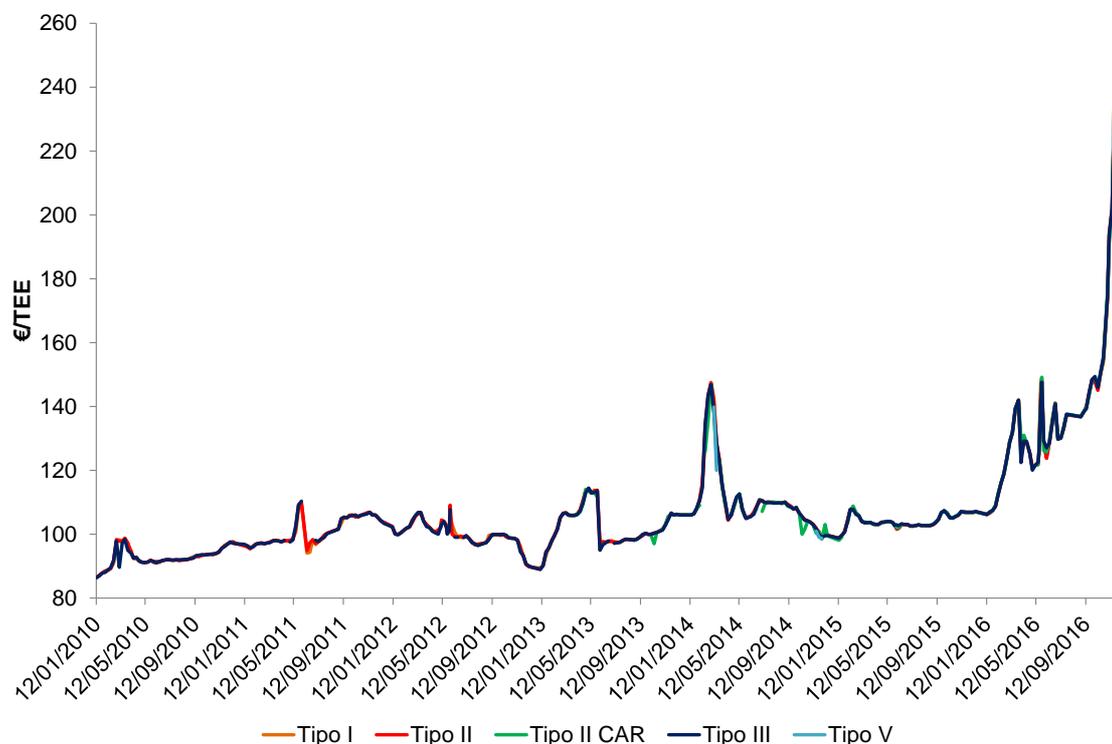
Fonte: Elaborazioni su dati GME

Dal grafico precedente si nota come il rialzo registrato sul prezzo medio ponderato TEE nelle sessioni di novembre 2016 sia senza precedenti, con una variazione rispetto al mese precedente pari al +40% rispetto ad una media delle variazioni mensili che fino al 2016 si attestava intorno al 3%.

Inoltre si evidenzia come da agosto 2016 le variazioni mensili dei prezzi dei TEE siano tutte positive e crescenti a conferma di una tendenza rialzista che caratterizza il mercato dalla seconda metà del 2016.

Infine, come illustrato nella seguente Figura 5, i prezzi medi ponderati sono risultati in continua e costante crescita anche guardando alle diverse tipologie di TEE nel corso del 2016 e durante le prime sessioni del 2017. Più in dettaglio il prezzo medio ponderato nel 2016 è superiore del 42,6% rispetto all'anno precedente e quasi del 50% rispetto al prezzo medio storico dal 2010 per tutte le tipologie di TEE.

**Figura 5 – Andamento storico dei prezzi dei TEE per tipologia per sessione di mercato**



Fonte: Elaborazioni su dati GME

Il prezzo dei TEE nelle sessioni successive a quelle del record dei prezzi del 22 e del 29 novembre, seppur in diminuzione, si è comunque mantenuto su livelli particolarmente elevati (media di 226 €/TEE nelle sessioni di dicembre contro una media di 239 €/TEE delle ultime due sessioni di novembre). Dal grafico in Figura 5 si rileva inoltre come tutte le tipologie di TEE evidenzino un andamento dei prezzi pressochè identico<sup>3</sup>.

### 3.2 L'equilibrio di mercato

Una possibile spiegazione degli andamenti dei prezzi osservata sul mercato TEE può essere ricercata guardando ai fondamentali di mercato, ovvero all'andamento dell'offerta e della domanda di TEE.

Nella Figura 6 è illustrato l'andamento cumulato annuale dei TEE emessi al 31 maggio di ogni anno (offerta) e i rispettivi obblighi annuali<sup>4</sup> (domanda). Il grafico può essere idealmente diviso in due zone tramite una soglia teorica di

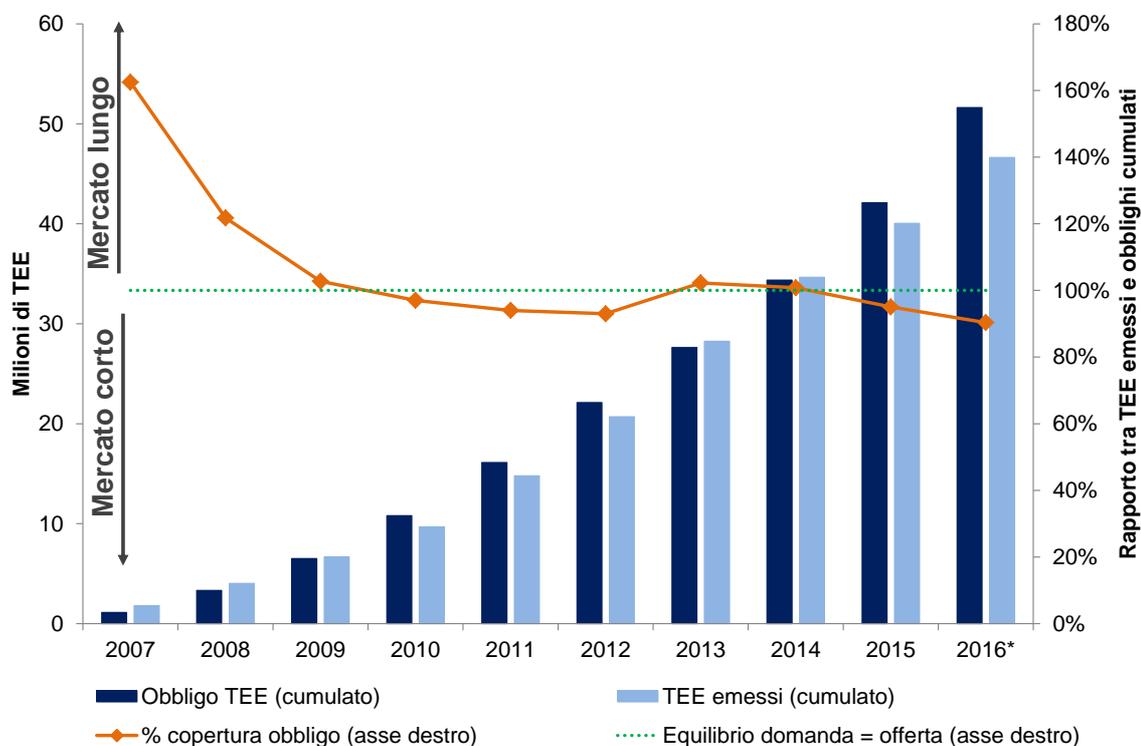
<sup>3</sup> Il D.M 21 dicembre 2007 ha equiparato i titoli di tipo I a quelli di tipo II e successivamente il D. Lgs.115/08 ha equiparato ai primi due anche i titoli di tipo III.

<sup>4</sup> Gli obblighi annuali stabiliti nell'anno devono essere soddisfatti entro il 31 maggio dell'anno successivo, in figura vengono esposti i dati con riferimento all'anno d'obbligo.

equilibrio ove domanda e offerta coincidono, al di sopra di essa l'offerta è superiore alla domanda ovvero il cosiddetto "mercato lungo" mentre al di sotto di essa l'offerta è inferiore alla domanda ovvero si è in presenza di un "mercato corto".

Dall'analisi dei dati esposti appare evidente come storicamente il mercato dei TEE è stato caratterizzato da una prima fase di eccesso di offerta, seguita da una fase di sostanziale equilibrio fino al 2014 (con una lieve situazione di mercato corto negli anni d'obbligo 2011 e 2012). Dal 2015 appare evidente una tendenziale crescita della domanda superiore all'offerta che ha portato il mercato ad essere nuovamente corto sia nell'anno d'obbligo 2015 che, in maniera più marcata, nell'anno 2016.

**Figura 6 – Andamento storico TEE emessi, obblighi cumulati e rapporto di equilibrio**



Anno di obbligo	Obblighi effettivi per Distributori energia elettrica (mln di TEE)]	Obblighi effettivi per Distributori gas (mln di TEE)]	Totale	Totale cumulato per l'adempimento	Titoli emessi al 31 maggio (mln di TEE)
2007	0,39	0,25	0,64	1,11	1,8
2008	1,2	1,0	2,2	3,31	4,03
2009	1,8	1,4	3,2	6,51	6,69
2010	2,4	1,9	4,3	10,81	9,68
2011	3,1	2,2	5,6	16,11	14,79
2012	3,5	2,5	6,0	22,11	20,69
2013	3,03	2,48	5,51	27,62	28,24
2014	3,71	3,04	6,75	34,37	34,65
2015	4,26	3,49	7,75	42,12	40,04
2016	5,23	4,28	9,51	51,63	46,64*

\*Valori previsionali su stime GSE e dati al primo semestre 2016 GME

Fonte: Elaborazioni su dati GME (rapporti di monitoraggio semestrali) e GSE

Va sottolineato come la situazione di mercato descritta precedentemente è valida considerando l'intera quota d'obbligo annuale, mentre per quanto riguarda il soddisfacimento della quota minima del 60% (al di sopra della quale non sono previste sanzioni per i soggetti obbligati) l'offerta risultare essere momentaneamente in grado di soddisfare la relativa domanda.

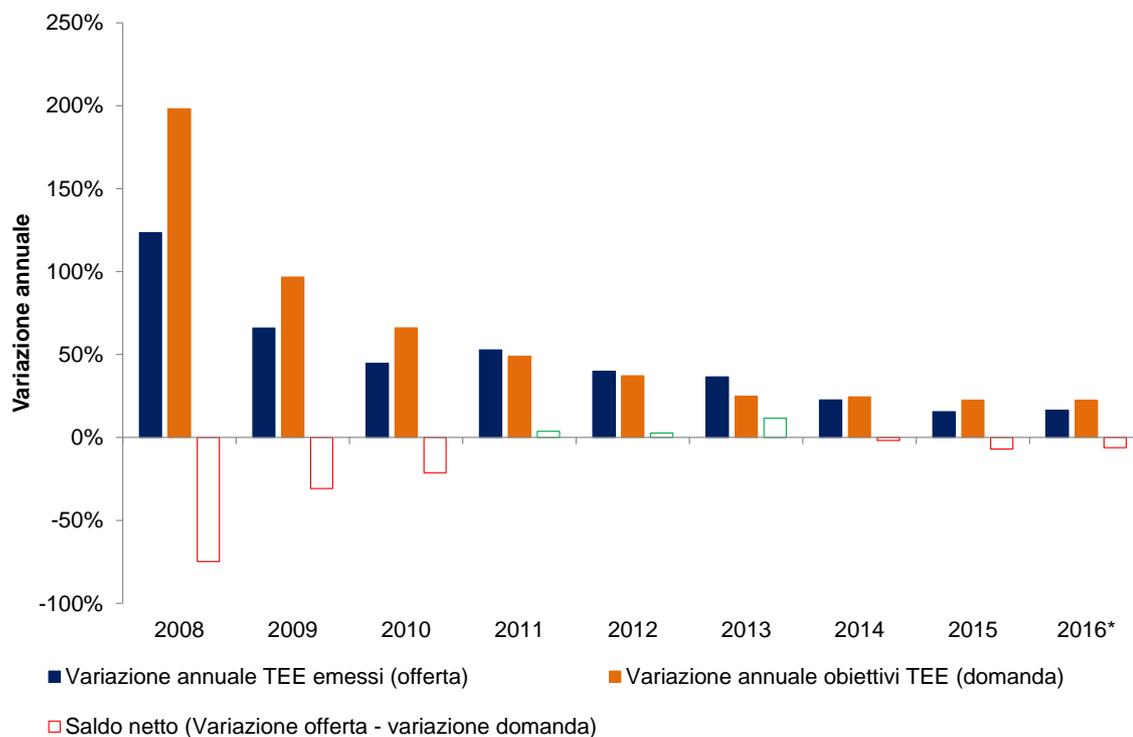
Ciononostante, l'analisi strutturale del mercato **mostra una chiara e crescente tendenza negli ultimi 2 anni verso un mercato corto** con la riduzione dell'equilibrio domanda/offerta. In aggiunta bisogna considerare che se da un lato il rispetto del quantitativo minimo dell'obbligo (pari al 60% per il 2016) non fa insorgere squilibri di mercato dall'altro il mancato raggiungimento del pieno obiettivo annuale non fa altro che traslare nel biennio successivo la domanda dei TEE per la compensazione. È evidente come il protrarsi di questa situazione senza una riduzione della domanda (i.e. riduzione degli obblighi) o un aumento dell'offerta (i.e. incremento nei TEE emessi) porterà inevitabilmente ad un mercato sempre più corto accentuando ancor di più gli squilibri tra domanda e offerta anche nello scenario di mero soddisfacimento della quota minima.

A ulteriore dimostrazione della situazione descritta in precedenza si può analizzare l'andamento dei tassi di variazione annuale di domanda (obblighi TEE) e offerta (TEE emessi) esposto nella seguente Figura 7. Dal grafico si possono distinguere tre fasi principali che hanno contraddistinto il mercato negli ultimi 10 anni:

- una prima fase tra il 2008 e il 2010 in cui la domanda è cresciuta più dell'offerta
- una seconda fase di sostanziale equilibrio con una lieve maggiore crescita dell'offerta di TEE tra il 2011 e il 2013

- un'ultima fase che dal 2014 ad oggi ha visto una crescita annuale della domanda di TEE nuovamente superiore all'offerta.

**Figura 7 – Andamento variazioni annuali TEE emessi, obblighi e saldo**



\*Valori previsionali su stime GSE

Fonte: Elaborazioni su dati GME e GSE

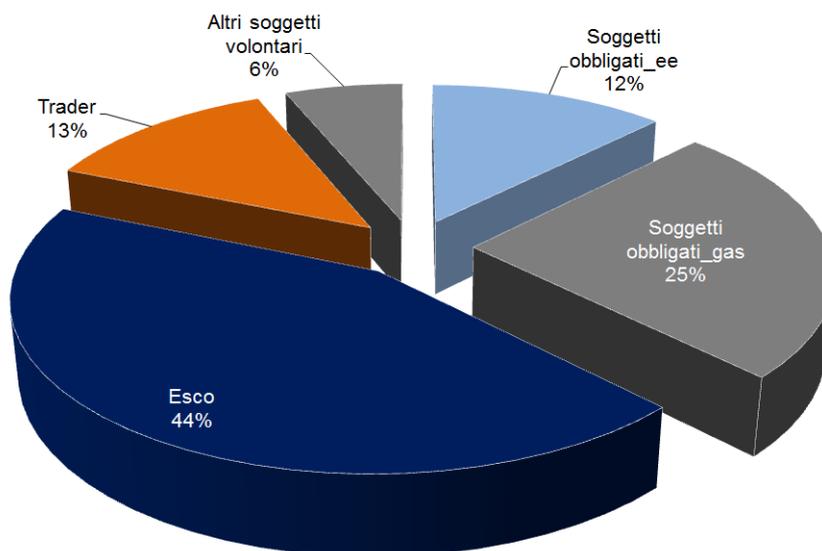
La precedente figura conferma quanto già osservato in precedenza sulla situazione strutturale di domanda e offerta nel mercato dei TEE, ovvero una tendenza in atto verso un mercato sempre più corto, fattore che potrebbe al momento spiegare l'andamento dei prezzi di mercato.

### 3.3 I risultati dell'analisi di *benchmark* tra gli operatori

Al fine di verificare la situazione analizzata nei precedenti paragrafi, nel mese di gennaio 2017 è stata condotta un'analisi di *benchmark* tra diversi operatori attivi nel mercato dei TEE.

La figura seguente riassume la composizione degli operatori che hanno partecipato al *benchmark* secondo la categoria principale di appartenenza.

**Figura 8 – Tipologia degli operatori partecipanti al benchmark sul mercato TEE**



Ai partecipanti al *benchmark* è stato sottoposto un questionario anonimo volto a raccogliere i pareri degli operatori in merito al recente andamento del mercato TEE ed ai suoi futuri sviluppi.

Nelle seguenti figure si riassumono le principali risultanze del *benchmark*.

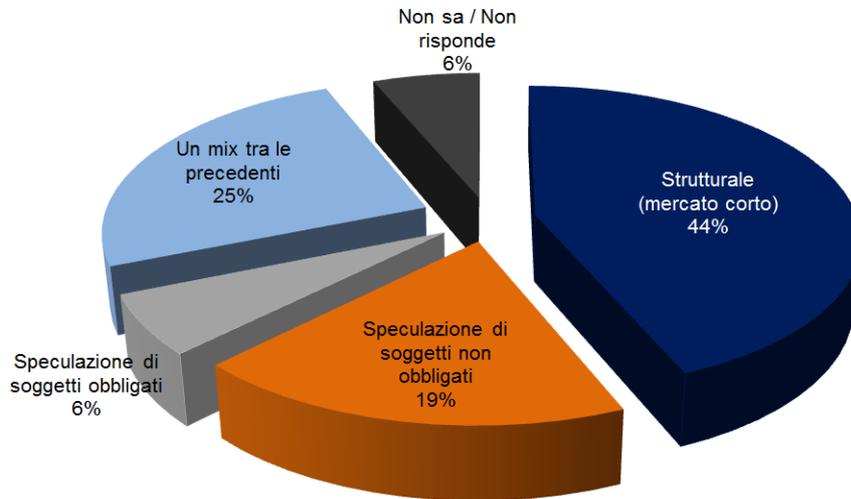
Dalla Figura 9 emerge come la maggior parte degli operatori ritiene che la spiegazione strutturale (presenza di un mercato corto) sia la più plausibile per giustificare il recente picco dei prezzi (44% degli intervistati). Per il 19% si tratterebbe invece di speculazioni da parte di soggetti non obbligati e per il 6% di speculazione da parte dei soggetti obbligati (ovvero tramite gli effetti dei prezzi di mercato sul contributo tariffario<sup>5</sup>). Per un rimanente 25% degli intervistati invece la spiegazione è da ricercarsi in un misto tra le precedenti, ovvero di una situazione strutturale di mercato corto che ha messo pressione ai prezzi di mercato a loro volta ulteriormente influenzati da speculazioni e comportamenti opportunistici di alcuni operatori.

In aggiunta alle cause sopra elencate va considerato anche un potenziale effetto emulazione da parte di piccoli operatori attivi sul mercato che non elaborando autonomamente strategie di posizionamento tendono ad emulare altri operatori per non "restare indietro" e portano dunque ad amplificare i movimenti sul mercato.

<sup>5</sup> In questo scenario la speculazione avverrebbe da parte di soggetti obbligati che, avendo già soddisfatto l'obbligo minimo di TEE per l'anno in corso avrebbero appositamente spinto i prezzi di mercato al rialzo per beneficiare in seguito di un contributo tariffario più alto rispetto al costo medio di acquisto/ottenimento dei TEE.

**Figura 9 – Risultati benchmark: spiegazione al rialzo dei prezzi**

**Quale è la principale motivazione del recente rialzo dei prezzi?**

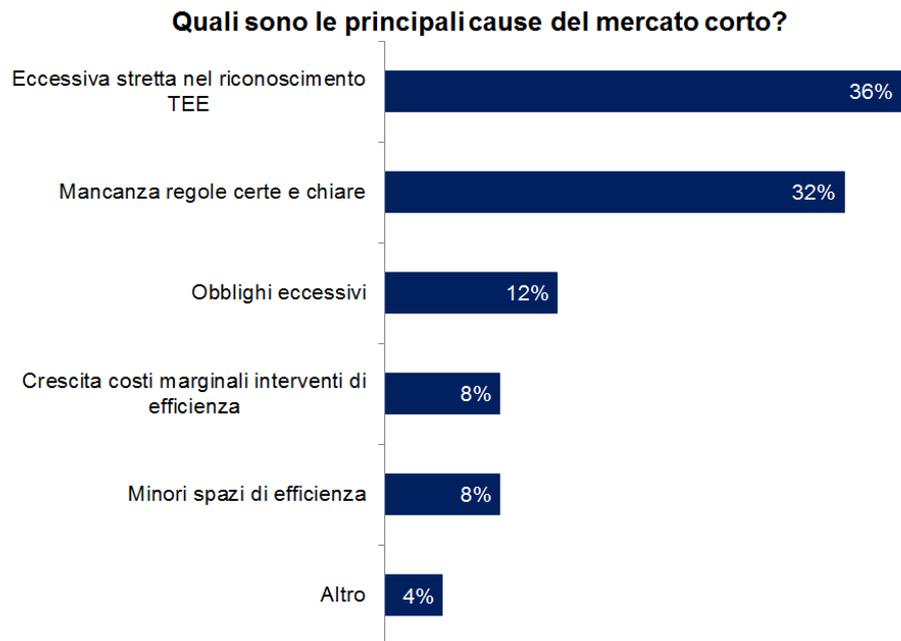


**Come ci si aspetterebbe la speculazione è vista come la motivazione preponderante del rialzo dei prezzi tra i soggetti obbligati intervistati mentre la motivazione strutturale è la più frequente tra quelle sostenute dagli altri operatori.**

Agli operatori intervistati che hanno proposto come principale spiegazione del rialzo dei prezzi il mercato corto è stato in seguito chiesto quali sarebbero in ordine di importanza le determinanti di questa situazione.

I risultati sono esposti nella seguente Figura 10, dalla quale emerge come la maggior parte degli operatori che sostengono la tesi di un mercato strutturalmente corto imputano la responsabilità ad una stretta nel corso degli anni al rilascio dei TEE oltre che ad una mancanza di regole certe e chiare e ad interventi retroattivi.

**Figura 10 – Risultati benchmark: principali cause mercato corto**

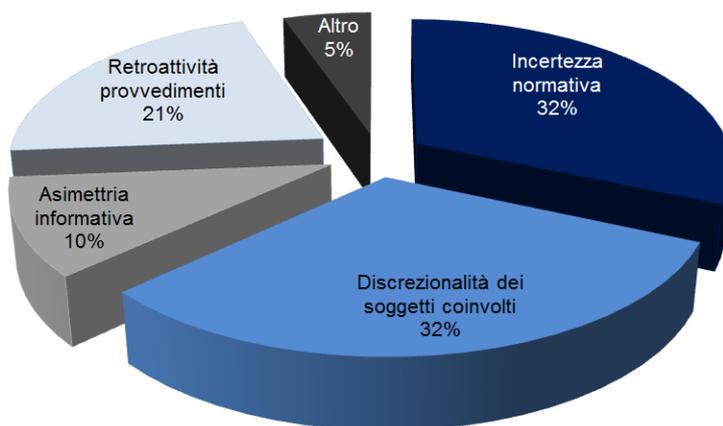


Tra le principali criticità quelle riscontrate maggiormente tra gli operatori ed illustrate nella Figura 11 riguardano:

- Incertezza normativa (32%)
- Discrezionalità e difformità nei criteri di valutazione (32%)
- Retroattività dei provvedimenti (21%)
- Asimmetria informativa (10%)
- Alcuni operatori hanno inoltre segnalato criticità specifiche legate alla modifica nel criterio di calcolo dell'addizionalità (risparmio addizionale non più calcolato rispetto alla soluzione mediamente più installata ma rispetto a quella più diffusa tra quelle installabili) e relative al calcolo della baseline di riferimento e utilizzo dell'autotutela.

**Figura 11 – Risultati *benchmark*: principali criticità del sistema TEE**

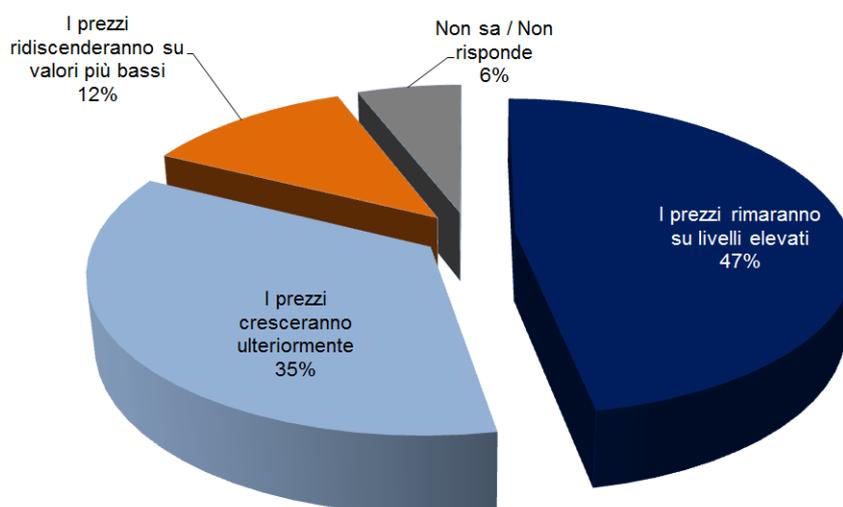
Quali sono le principali criticità che caratterizzano il sistema dei TEE?



Infine durante il *benchmark* è stato chiesto agli operatori intervistati la loro visione sul futuro del mercato dei TEE. I risultati esposti nella Figura 12 seguente mostrano come oltre due terzi degli operatori intervistati si aspetta prezzi dei TEE elevati (in linea con le ultime sessioni o in aumento) mentre solamente il 12% si attende un ritorno dei prezzi a livelli più bassi nei prossimi anni.

**Figura 12 – Risultati *benchmark*: prospettive future**

Quale è lo sviluppo futuro più probabile sul mercato dei TEE?



## 4. CONCLUSIONI

Analizzando i dati oggettivi e l'andamento del mercato esposti nei precedenti capitoli la spiegazione più plausibile del rialzo dei prezzi sembrerebbe essere quella legata ad un mercato corto. Da un lato perché emergono con chiarezza le diversità strutturali dell'ultimo rialzo dei prezzi rispetto a tutti i rialzi che storicamente sono stati registrati sul mercato dei TEE. Dall'altro perché appare evidente come il bilanciamento tra domanda e offerta sia andato progressivamente sempre più a ridursi verso una situazione prospettica di mercato corto.

Se è vero infatti che, come dichiarato dal GSE, considerando i TEE ancora disponibili sul conto titoli degli operatori e le compensazioni degli obblighi passati non sembrerebbero esserci problemi nel soddisfare la quota minima dell'obbligo per il 2016 appare evidente come il numero dei TEE non sia sufficiente per rispettare il 100% dell'obbligo e di come la crescita degli obblighi (domanda) sia superiore alla crescita delle emissioni di titoli (offerta).

La tesi che identifica come responsabili del rialzo i soggetti obbligati con l'obiettivo di aumentare artificiosamente il contributo tariffario sembrerebbe poco plausibile. Ciò infatti potrebbe essere possibile solo per soggetti obbligati dotati di una scorta di TEE almeno sufficiente a garantirsi la copertura degli obblighi minimi per l'anno in corso. Analizzando però l'ultimo rapporto sullo stato dei servizi dell'AEEGSI<sup>6</sup>, emerge come la maggior parte dei soggetti obbligati a maggio di quest'anno avesse ancora necessità di TEE per raggiungere il minimo obiettivo per non incorrere in sanzioni e dunque minimi o scarsi margini per manovre speculative.

Anche la tesi secondo cui i responsabili del rialzo sarebbero le speculazioni effettuate da soggetti non obbligati, in particolare *trader*, sembrerebbe poco plausibile considerate le dimensioni e i volumi di titoli scambiati da questi soggetti che sono trascurabili rispetto ai volumi scambiati dai grossi soggetti obbligati e non in grado, almeno in linea teorica, di avere un impatto così rilevante sui prezzi di mercato.

In ogni caso saranno le indagini avviate a fine 2016 dal MISE e dall'AEEGSI a fare chiarezza in merito e ad individuare chi ha comprato a prezzi così elevati durante le sessioni di novembre e come era la situazione sui conti titoli degli operatori e dei soggetti obbligati. Le verifiche stabiliranno eventualmente se e come si siano registrate azioni speculative e se queste ultime siano da considerarsi fisiologiche oppure anomale.

Per concludere, alle domande del capitolo 1 si possono dare le seguenti risposte:

- In quale contesto normativo attualmente si inserisce il meccanismo dei TEE?

**All'interno del capitolo 1 è stata fornita una panoramica del contesto normativo di riferimento del mercato dei TEE. Attualmente**

---

<sup>6</sup> Rapporto 405/2016//EFR "Stato e prospettive del meccanismo dei titoli di efficienza energetica"

---

**sono in attesa di essere pubblicate le nuove linee guida per il periodo 2017 – 2020.**

- Quali possono essere le cause che hanno portato ai picchi di prezzo registrati sul mercato nelle sessioni di novembre?

**Lo scenario più plausibile appare essere quello di un mercato corto e di una aspettativa di generale incertezza sul futuro da parte degli operatori.**

- Quali sono le principali posizioni degli operatori attivi sul mercato dei TEE?

**Gli operatori, in particolar modo le Esco, i soggetti volontari e i trader, sembrerebbero in larga parte confermare come lo scenario di un mercato corto sembri essere la spiegazione più plausibile del recente andamento dei prezzi. Tra i soggetti obbligati le posizioni sono invece più equamente distribuite tra uno scenario di mercato corto e la speculazione da parte di soggetti non obbligati.**

- Quali sono le principali criticità che attualmente caratterizzano il mercato dei TEE?

**La discrezionalità e l'incertezza normativa congiunte a un'asimmetria informativa tra i soggetti coinvolti sono le principali criticità secondo gli operatori attivi sul mercato.**

- Quali sviluppi futuri ci si può attendere e quali proposte di miglioramento possono essere formulate?

**Gli operatori intervistati auspicano una maggiore stabilità del quadro normativo senza applicazioni retroattive unitamente ad una maggiore trasparenza e minore discrezionalità dei soggetti preposti alle verifiche e al rilascio dei TEE. In aggiunta sarebbe auspicabile intervenire tempestivamente per evitare situazioni di mercato corto rivalutando gli obiettivi annuali in termini di TEE o valutando una modifica nelle modalità di verifica ed assegnazione dei certificati.**

**Possibile proposta per ridurre le potenziali speculazioni sul mercato dei TEE potrebbe essere l'introduzione di un tetto massimo al numero di trasferimenti di un singolo TEE entro il quale il certificato deve necessariamente essere acquistato da un soggetto obbligato ed annullato per il soddisfacimento dell'obbligo.<sup>7</sup>**

---

<sup>7</sup> Si veda al riguardo il caso austriaco, ove pur non esistendo un mercato centralizzato dei titoli, esiste un tetto massimo al numero di trasferimenti dei certificati attestanti i risparmi conseguiti (si veda al riguardo il sito [www.monitoringstelle.at](http://www.monitoringstelle.at) della Austrian Energy Agency).

Paolo Garbellini  
Senior Consultant

---

Servizi di consulenza strategica, manageriale ed economico-finanziaria, business operation e market advisory con focus nel settore energetico.



**Contatto:**

***Dott. Paolo Garbellini***  
*Consulente indipendente – Senior consultant*  
*Cell./Mob. +39 347-7256015*  
*P.I. 00968680140*  
*Mail. [garbellini.paolo@gmail.com](mailto:garbellini.paolo@gmail.com)*