



חשיבות עצמאות ושקיפות הרגולטור בענף האנרגיה

2015 אוגוסט - Sector Comment

1

אנשי קשר:

אורית תשובה, אנליסט

orit.teshuva@midroog.co.il

אלון ליפשיץ, אנליסט

alonl@midroog.co.il

ישי טריגר, ראש צוות

yishait@midroog.co.il

יובל סקורניק, ראש צוות בכיר

yuvals@midroog.co.il

בתחילת חודש אוגוסט 2015 אישרה הממשלה את תקציב המדינה לשנים 2015-2016, וכן את חוק ההסדרים הנלווה לו. אישור תקציב המדינה וחוק ההסדרים יוצר מתווה חוקתי לרפורמה רגולטורית אשר במסגרתה יועברו רשות לשירותים ציבוריים - חשמל (להלן: "רשות החשמל") ורשות הגז הטבעי (להלן: "רשות הגז") לפיקוח של רגולטור יחיד הכפוף למשרד התשתיות הלאומיות, האנרגיה והמים (להלן: "משרד האנרגיה"). בעידן הנוכחי, מבנה הרגולציה בקשר עם משק החשמל והגז הטבעי בישראל, מפוצל בין שתי רשויות, רשות הגז הטבעי ורשות החשמל: (1) רשות החשמל הינה רשות עצמאית שהוקמה בשנת 1996 במסגרת המלצות וועדת ורדי, במטרה לבצע הפרדה ברורה בין הגוף המפקח על פעילותה של חברת החשמל לישראל בע"מ (להלן: "חח"מ") לבין הבעלים שלה (מדינת ישראל המחזיקה בכ- 99.9%), לרבות הטמעת פיקוח רחב ועצמאי על כלל משק החשמל בישראל. תפקידה של רשות החשמל הינו, בין היתר, לאזן בין שמירה על מסגרת תעריפים הולמת לתמיכה ביזמים פרטיים בתחום ובנוסף לקדם ייצור חשמל באופן תחרותי; (2) רשות הגז כפופה למשרד האנרגיה ופועלת מתוקף חוק משק הגז הטבעי תשס"ב- 2002 המסדיר את הפעילות במשק הגז הטבעי בישראל. רשות הגז אמונה על נושא הבטיחות, תכנון אסטרטגי לטווח ארוך המבטיח אספקת גז טבעי רציפה, קביעת תעריפים ואמות מידה למתן שירותים.

משק הגז הטבעי והחשמל הינם בעלי חשיבות גבוהה לחברה ולמשק, בפרט במדינת ישראל המאופיינת בכלכלת "אי בודד" ואינה יכולה להתבסס על שכנותיה בעתות מחסור. להערכת מידרוג, לרפורמה השלכות שונות על שיקולי הדירוג. מחד היעילות המשקית צפויה לעלות, ותמיכת המדינה בספקי שירותים חיוניים תוך סנכרון צרכיהם עשויה להתעצם נוכח איחוד הרשויות. מאידך גיסא חוסר הוודאות והעקביות הרגולטורית, הן כתוצאה משינוי מסגרת רגולטורית והן כתוצאה מהתערבות הדרג הפוליטי בהחלטות הרגולטור, עלול להשפיע לרעה על דירוג חברות הפועלות בענף האנרגיה. נציין, כי מבנה המימון הנהוג בענפים אלו הינו ארוך טווח (20-15 שנים), לפיכך יכולת חיזוי תזרים המזומנים ועקביות ההחלטות הרגולטוריות לאורך זמן הינם נדבך מרכזי ביציבות הפיננסית של העסקאות בענף זה. לרוב המסגרת הרגולטורית מסדירה מנגנון תעריפי, הקצאת ייצור יעילה, היערכות לשעת חירום, תמהיל שימוש במקורות אנרגיה ותמהיל טכנולוגיות לייצור חשמל אשר הולמים את רכיבי העלות הנורמטיבית של הפרויקטים ואת צרכי משק האנרגיה.

במסגרת דירוג פרויקטים¹ וחברות תשתיות² הפועלות במשק החשמל והגז הטבעי נבחנת, בין היתר, מידת הפיתוח של המסגרת הרגולטורית, שקיפותה, עקביות החלטות עבר של הרגולטור. יתר על כן, מעבר למסגרת רגולטורית חדשה תוביל לשינוי בקשר עם תפיסת המסגרת הרגולטורית כבעלת היסטוריית פעילות ארוכה (Track – Record), ובכך עלולה לפגוע בביתוח סיכוני האשראי של פרויקטים קיימים ועתידיים.

לעצמאות הרגולטור השפעה ישירה על יכולת קבלת החלטות העתידיות ללא התחשבות בשיקולים אקסוגניים המהווים השפעה עקיפה לענף עליו הוא מפקח. לפיכך, החשש העיקרי ממעורבות הדרג הפוליטי הינו כי החלטותיו ישתנו תכופות. מעבר לרשות שאינה עצמאית ונתונה ללחצים פוליטיים, עלול לפגוע בוודאות וביציבות הרגולציה, וכנגזרת תשפיע באופן שלילי על ודאות תזרים המזומנים בזמן הארוך, דבר אשר יוביל לפגיעה ישירה בדירוג הפרויקטים ו/או בחברות הפועלות בענף. כמו כן, שינוי מדיניות הרגולציה רטרואקטיבית יוביל גם הוא להעלאת סיכוני האשראי של פרויקטים קיימים ועתידיים. נכון להיום, היקף החוב שגויס לטווח ארוך לטובת מימון פרויקטים ותשתיות מסתכם בעשרות מיליארדי ₪ בתחום החשמל והגז הטבעי.

¹ דוחות מתודולוגיים קשורים: (1) פרויקטים סולאריים; (2) תחנות כוח; (3) מימון פרויקטים.

² דוחות מתודולוגיים קשורים: (1) חברות חשמל וגז טבעי; (2) חברות הולכת גז וחשמל.



מסקירה וניתוח השוואה גלובאלית עולה כי להתערבות האקסוגנית והיעדר עקביות רגולטורית השפעות שליליות הן על פרויקטי אנרגיה פעילים, והן על פרויקטים אשר עתידים היו לקרום אור וגידים. ישנה מגמה של משקיעים בארץ ובעולם להימנע על פי רוב מהשקעה בשווקים אשר תנודתיות ההחלטות הרגולטוריות בהם הינה גבוהה. ככל שמנגנון קביעת התעריפים הינו רגולטורי, בדומה למשק האנרגיה הישראלי, ואינו מושפע מתעריפי שוק חופשי תחרותי (Spot Price) ההשפעה על מגמה זו תהיה חזקה יותר.

מידרוג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות במבנה הרגולציה וההשלכות הרחביות על משק התשתיות והאנרגיה. תכנית איחוד הרשויות הרגולטוריות במשק החשמל והגז הטבעי צפויה להוביל לשיפור ביעילות פעילות הרגולטור ולחיסכון בעלויות המשקיות. אולם, חשוב לבחון את השלכות השינויים הרגולטורים על ניתוח סיכוני האשראי של פרויקטים ותשתיות בענף האנרגיה. בפרט, חשובה עצמאותה של הרשות הרגולטורית ועקביות החלטות העבר של הרגולציה וזאת כאמצעי לחיזוי וליציבות המסגרת הרגולטורית העתידית. עיקר המימון, הקיים והעתיד, בענף האנרגיה מושקע באפיקי החיסכון ארוך הטווח של אזרחי מדינת ישראל, וכל שינוי בהערכת סיכוני האשראי עלול להוביל להשפעה ישירה על התשואות העתידיות באפיקי חיסכון אלו. המסגרת הרגולטורית באה לידי ביטוי בשיקולי הדירוג ותוצאותיו, השלכות שליליות בדירוגים של פרויקטים חיוניים למשק עלולות לפגוע ברווחת אזרחי ישראל.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בעבר. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם המלצה לרכישה, החזקה, ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים ינקוט זהירות ראויה ויבצע את הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנועשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, גם אם נמסרה להם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשות נזק או הפסד כאמור לעיל, לרבות אך לא רק, בגין: (א) כל אבדן רווחים בהווה או בעתיד; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מכך שהמכשיר הפיננסי הרלוונטי לא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה בשליטתם ובין אם לאו.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה, יש לפנות לעמודים הרלוונטיים באתר האינטרנט של מידרוג, שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.