



GESEL

Grupo de Estudos do Setor Elétrico

UFRJ



ICT -

RESEL

Rede de Estudos do Setor Elétrico

Mudanças no Padrão de Financiamento do Setor Elétrico (2015/2020)

Nivalde de Castro

Nelson Siffert

Andre Alves

Luiza Masseno

Vinicius Costa

Sumário

1. Contexto, Objetivo, Marco Teórico e Metodologia

2. Investimentos, Endividamento e Financiamentos

3. Mudanças no Padrão de Financiamento

4. Conclusões

Contexto

- ▶ Nos últimos 20 anos Bancos Públicos (BNDES) tiveram protagonismo no financiamento do investimento no SEB;
- ▶ Modelo mostrou-se bem sucedido em garantir a expansão da capacidade de geração e transmissão, passando a capacidade instalada de 74,9 GW em 2001 para 174,7 GW e as LT's de 70 mil km para 145 mil km em 2021;
- ▶ Mudanças recentes:
 - macroeconômicas (TLP, queda taxa de juros);
 - mercado de energia (mercado livre, GD, transição energética); e
 - política de financiamento (debêntures incentivadas).

Objetivo

Analisar no período 2015/2020 questões associadas à mudança do padrão de financiamento, em especial dos investimentos *greenfield*;

► Elementos observados no Padrão de Financiamento:

- i. origem do funding público ou privado;
- ii. mercado bancário ou de capitais (debêntures);
- iii. prazo médio das dívidas (*duration*);
- iv. custo médio (taxa de juros e *spread* de risco);
- v. *corporate* ou *project finance*, entre outros.

Marco Teórico (1/3)

- ▶ Investimentos no setor elétrico, sobretudo em geração e transmissão, possuem as seguintes características:
 - i. intensidade de capital, aportado na fase de construção;
 - ii. longo-prazo de maturação e de retorno de capital;
 - iii. “custos afundados” ou irrecuperáveis;
 - iv. riscos de sobrecustos na construção e operação; e
 - v. possibilidade de atrasos na implantação dos projetos;
 - vi. presença de incertezas regulatórias; e
 - vii. riscos socioambientais.

Marco Teórico (2/3)

- ▶ Importância do arranjo institucional do SEB - MME, EPE, ANEEL, CCEE, ONS, Financiadores, Associações, ICT's, entre outros - em reduzir as incertezas (contratos incompletos, custos de transação);
- ▶ Instituições: elemento mitigador das incertezas;
- ▶ Construção de ambiente favorável à realização dos investimentos;
- ▶ Contratos de longo prazo de compra e venda de energia: viabilizam constituição de garantias (recebíveis, *project finance*, alocação de riscos).

Marco Teórico (3/3)

- ▶ Desafio é constituir uma governança financeira pública e privada que forneça *funding* (dívidas) no volume necessário e seja eficiente (menores custos de transação), visando dar suporte aos investimentos no setor elétrico.
- ▶ Os bancos (*pool*) são mais aptos para prover *funding* na fase de implantação dos projetos. Após *completion* físico e financeiro, as dívidas bancárias são quitadas por meio de emissões no mercado de capitais (debêntures)

Metodologia

Amostra de 6 grupos do SEB (*players* estratégicos):

Neoenergia	AES Tietê
Energisa	Engie
CPFL	TAESA

5 Eixos Temáticos:

Investimentos e Aquisições	Ciclo de investimentos; Área de concentração (eólica, solar, LT, D); Uso de M&A
Mecanismos de Financiamento	Qual fonte de financiamento ganha/perde importância?; Holding é instrumento de captação?; Origem externa ou interna? Utiliza project finance? Debentures emitidas nas holdings ou SPE's?
Evolução do Endividamento	Indicadores dívida líquida/ebtida, Estrutura de capital (PL/AT), Uso do project ou corporate finance, Prazo médio das dívidas
Posicionamento Estratégico	Atuação no exterior, Inserção na transição energética: ameaça ou oportunidade? 100% energias renováveis?;
Perspectivas Futuras	Segmentos de concentração do investimento;

Representatividade da Amostra

- Receita Líquida (2020): **R\$ 91 bilhões**
- Ativos (2020): **R\$ 982 bilhões**
- Investimento Total (2015/2020): **R\$ 90 bilhões**
- Capacidade de Geração : **27,8 GW (15% market share)**
- Capex (2020): **R\$ 18 bi**
- 1/3 do Investimento Leilão LT (2015/2020): **R\$ 20 bi**
- 24 Distribuidoras: **33 milhões de consumidores**



Inferências sobre o SEB, a partir do exame do padrão de financiamento da amostra selecionada



Sumário

1. Contexto, Objetivo, Marco Teórico e Metodologia

2. Investimentos, Endividamento e Financiamentos

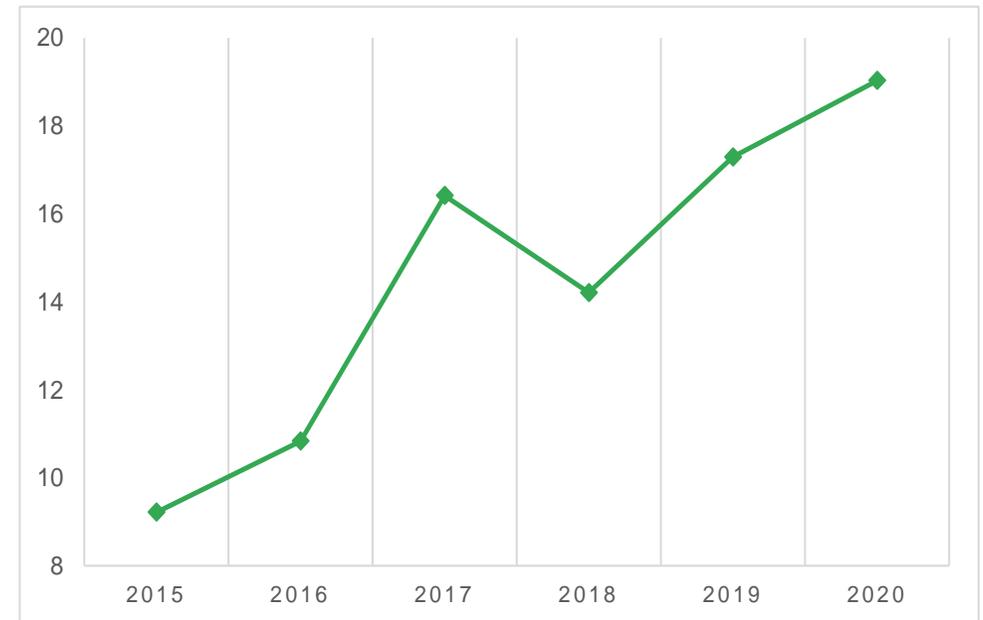
3. Mudanças no Padrão de Financiamento

4. Conclusões

Comportamento dos investimentos (1/2)

- ▶ Em termos de ciclo de investimentos, para boa parte da amostra, nos anos iniciais do período analisado (2015/2016), houve a conclusão de grandes projetos em geração hídrica e linhas de transmissão, a exemplo da UHE Teles Pires;
- ▶ Sucedeu-se, em alguns grupos, um curto período (2017/2018) de busca por desalavancagem;
- ▶ Entre 2019 e 2020, identifica-se novo ciclo de investimentos, com ênfase no segmento de linhas de transmissão e energias renováveis (eólica e solar).

Investimentos totais por ano dos grupos econômicos: 2015 a 2020 (em bilhões de reais)



Comportamento dos investimentos (2/2)

- ▶ Todos os grupos da amostra, com exceção da AES Tietê, passam a encarar o segmento de linhas de transmissão como sendo a fronteira de expansão dos seus ativos no setor elétrico;
- ▶ Observa-se, por parte de um grupo da amostra, estratégia agressiva em relação à energia solar. Foram observadas aquisições de usinas solares, além de iniciativas de projetos greenfield no segmento.
- ▶ Oportunidades envolvendo energias renováveis no ambiente de contratação livre (ACL) têm impulsionado novos investimentos em energia eólica e solar centralizada;
- ▶ No caso da geração distribuída (GD), algumas concessionárias de distribuição da amostra, tem adotado iniciativas buscando maior protagonismo no segmento, buscando fidelizar sua base de clientes.

Primeiros resultados

- ▶ Fez-se necessário analisar o endividamento e sua dinâmica à nível dos grupos controladores dos projetos, uma vez que boa parte dos investimentos foram financiados corporativamente;



Verificou-se que parte expressiva dos investimentos *greenfield* foram financiados por emissões de debêntures incentivadas, mas, em sua maioria, emitidas pela *holding* (garantias corporativas);

Não há aderência entre o perfil de repagamento das debêntures e o fluxo de caixa dos projetos financiados, reduzindo-se a utilização do *project finance*.

Evolução do Endividamento (1/2)

- ▶ A relação dívida líquida/ebitda apresenta comportamento heterogêneo na amostra selecionada. Três grupos mantiveram, ao longo do período uma relação próxima ou acima de 3 vezes, ou seja, um nível elevado de endividamento;
- ▶ O patamar de investimentos destes grupos, a despeito de uma pequena redução no biênio 2017/2018, volta a se elevar no período recente (2019/2020);
- ▶ É acentuado o crescimento das emissões de debêntures no período, mais do que dobrando sua participação nas fontes, atingido 38,18% do total;
- ▶ A despeito da redução relativa das fontes externas, seu uso mais intenso em alguns grupos, implicou na redução do prazo médio.

Endividamento na Amostra selecionada (2015 - 2020)

Indicador	Unidade	2015*	2020
Dívida financeira total	R\$ bilhões	41,46	92,66
% de dívida em moeda nacional (média)	%	44,32	33,77
% de dívida em debentures (média)	%	19,75	38,12
% de dívida em moeda estrangeira (média)	%	36,43	28,53
Maior indicador dívida líquida/EBTIDA		3,8	
Menor indicador dívida líquida/EBITDA		0,3	

Evolução do Endividamento (2/2)

- ▶ Os bancos comerciais reduzem sua participação nas fontes de financiamento, por exemplo, de 29% das fontes para 1,5% ou de 35% para 18%, em dois grupos da amostra;
- ▶ Os grupos procuram manter canais de financiamento com diversas fontes, observando-se em grupos de controle externo exposição significativa junto ao BNDES;
- ▶ Maioria das debêntures incentivadas emitidas foram no âmbito da Res. 476 da CVM, com até 50 adquirentes – reforça a hipótese que parte das dívidas junto aos bancos comerciais tenham migrado de empréstimos bancários para títulos mobiliários;

Evolução dos Financiamentos (1/2)

BNDES e Debêntures no Setor Elétrico (2009/2020) – Em R\$ bilhões

Origem dos Recursos	Período 2009/2014	Período 2015/2020
Aprovações BNDES	126,0	111,8
Desembolsos BNDES	101,3	88,9
Debêntures Incentivadas (**)	5,1	71,3

- ▶ No período 2015/2020 houveram 255 emissões de debêntures incentivadas no setor elétrico, somando R\$ 71,3 bilhões;
- ▶ Apesar da perda de atratividade, o BNDES continuou a ter relevância no financiamento de parques eólicos, usinas solares, termelétricas, distribuidoras e linhas de transmissão.

Evolução do Financiamentos (2/2)

- ▶ Grupos com relação dívida líquida/ebtida em torno de 3, continuaram mantendo programas investimento agressivos, sobretudo em linhas de transmissão;
- ▶ As condições de ampla liquidez e taxa de juros baixas favorecem estratégias que buscam o crescimento acelerado;
- ▶ A redução das práticas de project finance implica em menor disciplina financeira por parte de credores e devedores; e
- ▶ Papel de coordenação exercido pelo BNDES na operação de apoio ao setor por conta da Covid 19.

Sumário

1. Contexto, Objetivo, Marco Teórico e Metodologia

2. Investimentos, Endividamento e Financiamentos

3. Mudanças no Padrão de Financiamento

4. Conclusões e Perspectivas

Principais mudanças no padrão de financiamento

- i. Crescimento da participação do mercado de capitais (debêntures incentivadas);
- ii. Manutenção da relevância as fontes externas de financiamento;
- iii. Crescimento da operações de financiamento na modalidade de *corporate finance*, com redução do *project finance*;
- iv. Redução do prazo médio de financiamento;
- v. Redução dos financiamentos bancários, por parte bancos comerciais;
- vi. Diversificação das fontes de financiamento;
- vii. Dissociação do fluxo de caixa dos projetos com perfil dos serviços das dívidas;
- viii. Aumento, por parte dos grupos mais endividados, da dependência de novas emissões de dívida para rolagem de dívidas já contratadas;
- ix. Redução do protagonismo do BNDES, embora permaneça com financiamentos expressivos ao SEB.



Sumário

1. Contexto, Objetivo, Metodologia

2. Investimentos, Endividamento e Financiamentos

3. Mudanças no Padrão de Financiamento

4. Conclusões

Conclusões (1/3)

- ▶ Quatro dos seis grupos selecionados são originários e atuam de forma expressiva nos mercados externos (Europa, EUA e China). Os ativos no Brasil se inserem no contexto de um portfólio globalizado.
- ▶ Direcionamento dos investimentos associados à transição energética: Brasil *player* estratégico em energias renováveis.
- ▶ O interesse pelo setor eólico e solar é comum a todos os grupos com atividades no segmento de geração de energia.
- ▶ Concessionárias de distribuição procuram estabelecer protagonismo na oferta de Geração Distribuída (GD).
- ▶ Crescimento de contratos bilaterais no mercado livre de fornecimento de energias renováveis para empresas interessadas na descarbonização de suas atividades futuras.

Conclusões (2/3)

- ▶ Condições macroeconômicas no período (2015/2020) proporcionaram não apenas taxas de juros em patamares reduzidos, mas também uma ampla liquidez;
- ▶ Criou-se um ambiente com alternativas mais diversificados para equacionamento do *funding* necessário aos projetos, porém com instrumentos de monitoramento do endividamento mais pulverizados e descentralizados.
- ▶ Crescimento das debêntures não se deu em detrimento do BNDES, que se mostrou fundamental enquanto financiador do setor elétrico. Forneceu crédito não apenas para projetos, mas também exerceu papel estratégico no sentido de estruturar operações de financiamento mitigadoras dos impactos financeiros da pandemia da Covid 19.

Conclusões (3/3)

- ▶ Houve uma redução relativa dos financiamentos por parte dos bancos comerciais, já que Basiléia III onera os requisitos de capital próprio nas operações de longo prazo;
- ▶ A mobilização de recursos impostos pela retomada do crescimento, mudanças climáticas e transição energética demandará diversificação e complementariedade de fontes públicas e privadas; e
- ▶ Eventual cenário futuro de restrição de liquidez implicará, para alguns grupos com maior endividamento, a busca de um novo equilíbrio entre Capex anual, Ebtida, serviço das dívidas, distribuição de dividendos e captação de novos financiamentos.