

INVESTIMENTOS

NEGÓCIOS E EMPRESAS INVESTIMENTOS - 4 de março de 2020

Inovação em financiamentos de Energia traz maior ganho ao investidor

Como a estruturação do capital próprio pode alavancar em até 10% a taxa de retorno nos projetos em renováveis

Nos mercados internacionais, é muito comum adotar o modelo de financiamento *non-recourse*, onde os próprios recebíveis, responsáveis pelo fluxo de caixa futuro, são dados como garantia de projetos de energia renovável.



ARTIGO

RACHEL E. ANDALAFT, CONSULTORA
sócia-fundadora da REA Consult

Entre as principais vantagens desse modelo, pode-se destacar a melhor gestão dos recursos, em termos de liquidez, além de uma Taxa Interna de Retorno (TIR) maior. Isso é possível por meio de mecanismos de engenharia financeira, onde a estruturação da dívida (*Debt Structuring*) é feita de forma a otimizar a alocação de capital dentro do projeto financiado.

Recentemente, isso passou a ser aplicável também nos financiamentos de energias renováveis no Brasil. Até alguns anos atrás, o mercado se caracterizava pela preponderância do BNDES nos projetos eólicos e do BNB nos projetos solares. Nessas instituições, até 80% dos itens do projeto eram financiáveis, quando comparado com um percentual de 90% utilizado no exterior, sempre levando-se em conta o perfil de amortização de cada empreendimento.

A queda dos juros, o desenvolvimento do Ambiente de Contratação Livre (ACL), onde os contratos de compra e venda de energia são livremente pactuados entre as partes, e a modernização do setor elétrico agiram em direção à uma maior sofisticação nessas operações, visto que as fontes de capital se encontram mais bem distribuídas entre os agentes econômicos.

Inovação

Enquanto o primeiro registro de financiamento *non-recourse data* da Idade Média, sua prática se tornou mais comum a partir da década de 20. Isso propiciou, mesmo que de forma não uniforme ao longo do tempo, a inovação e alguns aperfeiçoamentos para se angariar recursos junto a terceiros.

Desse modo, chega-se à tríplice *De-risking + Debt Structuring + Equity Structuring* – ou seja, o agrupamento de três elementos distintos das finanças como a gestão de risco (risk), acrescida da estruturação (structuring) ótima entre dívida (debt) e capital próprio (equity), cuja alavancagem é superior ao modelos convencionais e, portanto, mais rentável ao investidor.

Entender a discrepância entre o “velho” e “novo” jeito de se financiar não é difícil. Enquanto no primeiro o financiamento se concentra basicamente na estruturação da dívida (Debt Structuring), no segundo, a gestão financeira de riscos, aperfeiçoada pelo próprio mercado financeiro, é acoplada à gestão técnica dos riscos (dadas as características das energias renováveis), visando a sua mitigação de um modo geral (De-risking).

O último elemento, a estruturação de capital próprio (Equity Structuring), é a cereja do bolo, o que permite alavancar a modelagem financeira.

Estruturação Tradicional vs. Inovação

Estruturação Tradicional (representação simplificada)



Estruturação REA Consult* (representação simplificada)



* Viabilidade sujeita às particularidades do projeto

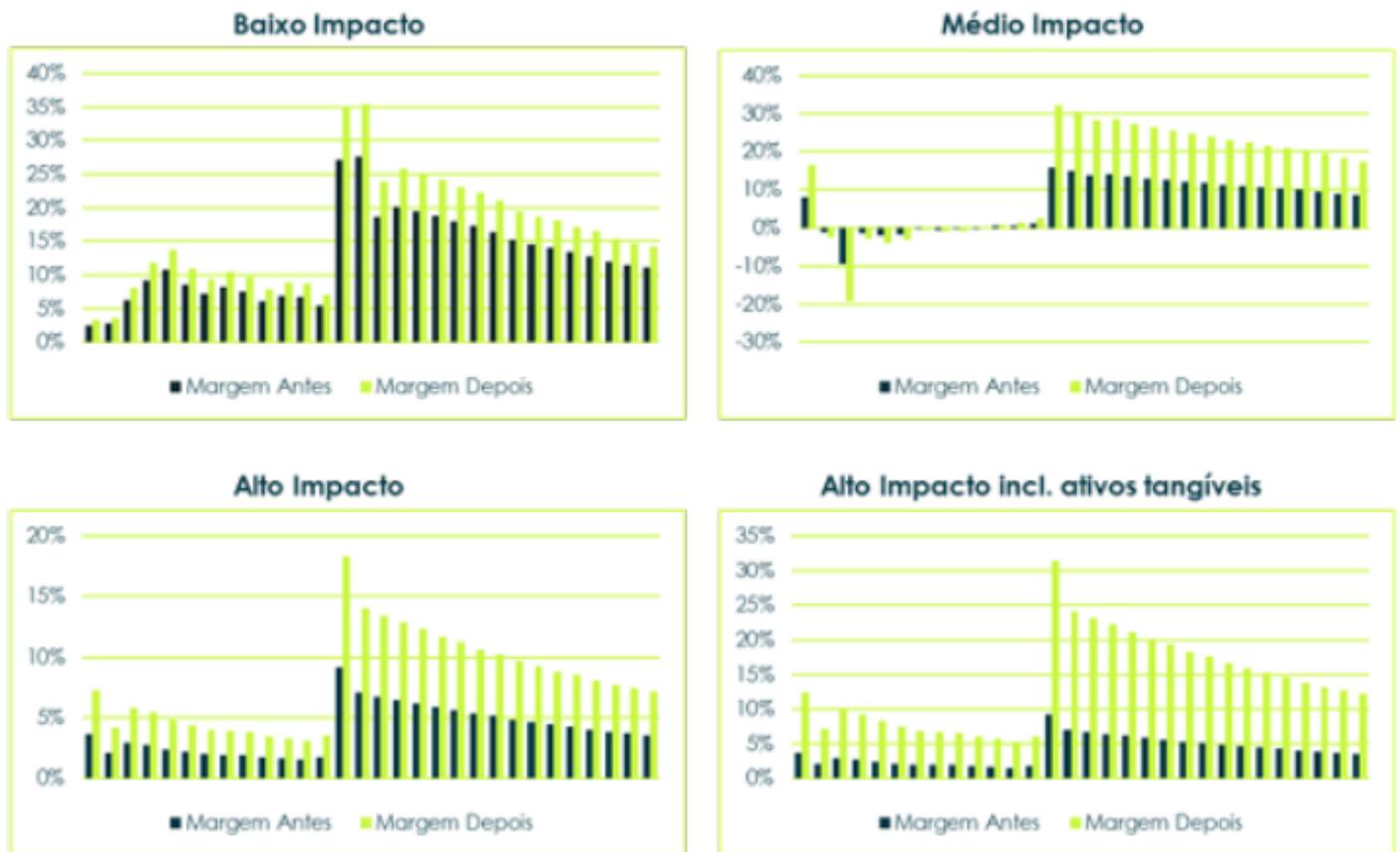
Assim, o que antes se apoiava em uma série de refinanciamentos, escalonados entre as várias etapas do projeto, agora se apropria dos aperfeiçoamentos da gestão de riscos para antecipar a alavancagem para a sua fase inicial (desenvolvimento do projeto), o que garante a rentabilidade superior ao investidor.

Resultados

Um estudo da REA Consult simulou um financiamento, com e sem a estruturação patrimonial (Equity Structuring), em três cenários: baixo, médio e alto impacto. Em todos os casos, o resultado obtido foi uma Taxa Interna de Retorno (TIR) superior ao investidor.

Ao se aplicar a metodologia a um projeto solar, houve um incremento aproximado de 1,8% na TIR para o cenário de baixo impacto e um incremento de 4,1% na TIR para o cenário de médio impacto. Entretanto, no cenário de alto impacto, onde os projetos contam com mais opções de estruturação, o incremento na TIR alcançou 10%, quando contemplada a transferência de ativos ainda na fase de desenvolvimento do projeto.

Equity Structuring (sugestão de arte)



	Baixo	Média	Alto	Alto incl. ativos tangíveis
Impacto TIR 30 anos	+1,8%	+4,1%	+5,1%	+10,1%

*Simulações feitas com ferramenta proprietária da REA Consult, auditada e customizada para projetos de energia renovável.

Com base nesses dados, percebe-se que o Equity Structuring encaixa-se perfeitamente no mercado regulado brasileiro, dado que o aporte de garantias é um dos pré-requisitos para a participação nos leilões de energia.

A mitigação de risco (De-Risking), por sua vez, se aplica de forma análoga aos contratos de compra e venda de energia (PPAs) pactuados no mercado livre (ACL).

Viabilidade

Considerando-se o que há de mais avançado na modelagem financeira, como avaliar a sua viabilidade prática? Isso, evidentemente, depende das particularidades estruturais de cada projeto.

Mais do que uma técnica de financiamento de projetos, o Equity Structuring só é possível quando apoiado em contratos que estruturam de forma eficiente a proporção entre dívida e capital próprio logo nas fases iniciais do empreendimento.

O mesmo pode ser dito sobre a gestão de riscos. Como ilustrado anteriormente, ela perde boa parte da sua utilidade nas fases finais, deixando de capturar os investidores mais ariscos aos riscos oriundos da fase de desenvolvimento do projeto.

Isso, de todo modo, não elimina a sua atratividade como ferramenta visto que deriva do próprio conceito de fatiamento de riscos (Risk Slicing), que nada mais é do que a avaliação individual dos riscos quando se busca uma alocação total mais eficiente, aspecto fundamental para as atividades conduzidas pelas Sociedades de Propósito Específico (SPEs).

Em última análise, pode-se concluir que a opção pelo Equity Structuring recai basicamente sobre o endividamento contratado (vis-à-vis a estrutura de capital), o fluxo de recebíveis (gestão de liquidez) e a correta mensuração dos riscos.

Rachel Andalaft é sócia-fundadora da REA Consult e gestora junto a investidores institucionais