

Abengoa, S.A. Dever-se-ia aumentar o capital em meados de 2015?

José Luis Suárez

Em meados de 2015, numa apresentação de resultados, um analista perguntou à direção da Abengoa se pensava aumentar o capital da sociedade, dadas as preocupações dos mercados financeiros com os contínuos investimentos. O CEO da empresa, Santiago Seage, respondeu que não estava prevista uma injeção de capital, atendendo a que em 2015 e 2016 a empresa iria gerar liquidez suficiente para fazer face aos compromissos e planos da empresa.¹

O começo da empresa

A 4 de janeiro de 1941, dois engenheiros do Instituto Católico de Artes e Industrias (ICAI), Javier Benjumea Puigcerver e José Manuel Abaurre Fernández-Pasalagua, fundaram em Sevilha, juntamente com três amigos e familiares, a Sociedad Abengoa, com um capital social de 180 000 pesetas (equivalente a 1082 euros). O seu objetivo inicial era fabricar um contador monofásico de cinco amperes, mas os problemas de abastecimento que Espanha sofria naqueles anos impediram que se pudesse desenvolver o projeto. Este facto, juntamente com as importantes oportunidades que começaram a surgir na época, conduziu a que, a partir de 1943, a Abengoa se dedicasse à realização de projetos e estudos técnicos, assim como a montagens elétricas.

¹ Informação da Yahoo Finance, 2016, <http://finance.yahoo.com/news/edited-transcript-abg-mc-earnings-015403455.html>. Último acesso: 11 de julho de 2016.

Este documento foi traduzido pela AESE Business School, Portugal, que assume a responsabilidade exclusiva pela tradução. Caso preparado pelo professor José Luis Suárez. Outubro de 2016.

Os casos do IESE são criados para promover a discussão em sala de aula, e não para ilustrar a gestão, adequada ou inadequada, de uma determinada situação.

Copyright © 2016 IESE. Copyright © 2019 IESE, para esta tradução. Para pedir cópias contacte o IESE Publishing via www.iesep.com. Em alternativa, escreva para iesep@iesep.com ou ligue para +34 932 536 558.

Nenhuma parte desta publicação pode ser reproduzida, arquivada em sistema digital, usada em folha de cálculo, ou transmitida de qualquer forma ou por qualquer meio - eletrónico, mecânico, fotocópia, gravação ou outro - sem autorização do IESE.

This document was translated by AESE Business School, Portugal, which takes sole responsibility for the translation.

This case was prepared by Professor José Luis Suárez. October, 2016.

IESE cases are designed to promote class discussion rather than to illustrate effective or ineffective management of a given situation.

Copyright © 2016 IESE. This translation copyright © 2019 IESE. To order copies contact IESE Publishing via www.iesep.com. Alternatively, write to iesep@iesep.com or call +34 932 536 558.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, used in a spreadsheet, or transmitted in any form or by any means - electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise - without the permission of IESE.

Last edited: 8/3/19.



A primeira etapa centrou-se na Andaluzia. Nos anos cinquenta, começou a expansão para o resto da Espanha e, nos anos sessenta, deu o salto para vários países da América Latina. Em 2015, a Abengoa desenvolvia atividades em 80 países da América, Europa, África e Ásia, dando emprego a 26 000 pessoas.

Nos anos noventa, a empresa centrou a sua atividade no desenvolvimento e inovação no âmbito das tecnologias da informação, energias renováveis e biocombustíveis. Posteriormente, para se centrar nos setores do ambiente e da energia, vendeu em 2011 os 40 % que ainda tinha na Telvent GIT², empresa de sistemas de controlo e, em 2013, a empresa de resíduos Befesa. Até então, ambas as empresas tinham sido muito rentáveis.

No ano de 2015, a Abengoa desenvolvia três atividades (ver o anexo 1 para consultar os resultados dos diversos negócios e o desdobramento geográfico da atividade):

- **Engenharia e construção civil** — *engineering and construction* (E&C). É a atividade tradicional de engenharia em energia e hidráulica, onde a empresa é especialista em projetos «chave na mão» de fábricas de energia térmico solar, híbridas solar-gás, de geração convencional e de biocombustíveis; infraestruturas hidráulicas, incluindo grandes fábricas de dessalinização, e linhas de transmissão, entre outros.
- **Infraestruturas do tipo de concessão.** Corresponde a uma ampla carteira de ativos próprios com caráter de concessão, com receitas reguladas, que incluem fábricas de geração elétrica (solares, de cogeração ou eólicas) e de dessalinização, assim como em linhas de transmissão.
- **Produção industrial.** Inclui negócios com uma elevada componente tecnológica, como os biocombustíveis ou o desenvolvimento de tecnologia solar.

A empresa tinha um grande prestígio tecnológico. Em 2010, o presidente dos Estados Unidos, Barack Obama, no momento de anunciar uma garantia estatal de 1450 milhões de euros para o financiamento de um projeto da Abengoa nos EUA, afirmou: «Depois de vários anos a ver empresas que constroem coisas e criam postos de trabalho no estrangeiro, é uma boa notícia que tenhamos atraído ao nosso país uma empresa para construir uma fábrica e criar emprego aqui, nos Estados Unidos da América».³

A origem do investimento em infraestruturas

Na primeira década do século XXI, perante o caráter cíclico e de baixas margens de lucro do setor da engenharia, a direção decidiu deixar de se dedicar em exclusivo à engenharia e à construção de instalações industriais para terceiros (E&C), e aumentar o negócio do investimento em instalações de infraestruturas. A Abengoa empregaria a sua atividade de E&C para desenvolver projetos próprios, que seriam financiados internamente e fariam parte do seu ativo, aquilo que a direção denominava um «produto integrado».

Os projetos de concessões eram considerados de muito baixo risco, visto que dispunham de contratos de venda a longo prazo (à volta de vinte anos), a compradores com classe de risco *investment grade*⁴. A operação era realizada pela própria Abengoa, com dívida a longo prazo e uma taxa de juro fixa ou fixada através da utilização de derivados financeiros. A bioenergia

² A Telvent estava cotada no NASDAQ e era a terceira empresa espanhola cotada neste mercado depois da Terra e da Jazztel.

³ Tradução do autor do caso. <http://www.abengoa.es>. Último acesso: 11 de julho de 2016.

⁴ As empresas e entidades com um *rating* de BBB ou com melhor qualificação denominam-se «*investment grades*».



constituía um risco maior, pois tinha como base uma *commodity* (cereais e cana de Açúcar, com um preço estabelecido em mercados internacionais) e produzia-se etanol, um substituto da gasolina (também com um preço internacional não controlável).⁵

A Abengoa iria investir nos projetos a margem de lucro de E&C (EBITDA de entre 10 % e 12 %) na forma de fundos próprios (*equity*), de modo que, quando esses projetos tivessem finalizado, teriam a sua própria dívida (normalmente, sem recurso à Abengoa, ou seja, mediante *project finance*). Com esse modelo, os projetos não comprometeriam recursos da Abengoa; e, além disso, libertariam fundos quando se decidisse vender os projetos e libertar o capital próprio investido com os lucros.

O conjunto de negócios teve o inconveniente de que a contribuição da margem de E&C foi insuficiente para financiar o capital próprio dos projectos, agravado pelo facto de os Bancos que financiavam os projetos terem aumentando o capital próprio exigido de 20 % para 40 % ou mais, na sequência da crise financeira da segunda metade da primeira década do século XXI (ver o anexo 2). A Abengoa começou a endividar-se para proporcionar os fundos necessários durante a construção dos projetos. Havia três tipos de dívida:

- A dívida corporativa (garantida).
- A dívida para financiar a construção dos projetos, isto é, dívida bancária e obrigações. Esta dívida era garantida (com recurso) pela Abengoa. Quando se completavam os projetos (na altura em que passavam de *greenfield* para *brownfield*), estes podiam suportar dívida própria (sem necessidade de recurso por parte da Abengoa) que poderia substituir a dívida com recurso. Por esta razão, a Abengoa utilizou para esta dívida o nome original de «*non-recourse debt in process*» (NRDP).
- A dívida dos projetos, sem recurso para a Abengoa (*project finance*).

Em finais de 2013, a empresa constituiu a Abengoa Yield plc, uma subsidiária que se regia pela legislação inglesa⁶, com o objetivo de transferir ativos de concessões e, assim, oferecer liquidez ao investimento realizado neles. A 18 de junho de 2014, esta filial foi cotada no NASDAQ, mercado que acolhia de bom grado este tipo de empresas, as que tinham o nome de «*yieldcos*»⁷. Outra razão para escolher uma bolsa americana tinha a ver com o facto de que os projetos inicialmente da Abengoa Yield se situarem na área do dólar, ou seja, nos Estados Unidos e América Latina.

A Abengoa ficou com 64,3 % do capital da filial e assinou com ela um acordo —denominado ROFO (*right of first offer*) — pelo qual tinha o direito de lhe oferecer em venda os projetos de infraestruturas que cumprissem determinadas condições (ver o anexo 3A para consultar o esquema de financiamento).

A nova estratégia implicou um forte investimento, tal como se pode observar no anexo 3B, com um crescimento do ativo de mais de 50 % em 2006 e 2007. Durante os anos seguintes — com poucas exceções — também se registaram crescimentos notáveis; em 2014, foi de 2000 milhões de euros, quase 20 % de variação. A Bolsa recebeu bem a mudança: a ação passou de 2,35 euros em meados de 2005, para 7,50 euros dois anos depois.

⁵ De início, foi afirmado que o bioetanol reduzia as emissões de CO₂, pelo que recebeu ajudas estatais relativamente ao preço a que deviam comprá-lo as petrolíferas. No entanto, posteriormente, essa capacidade ficou em dúvida e os apoios vacilaram.

⁶ A legislação inglesa não contempla a retenção de imposto no pagamento de dividendos.

⁷ Outras empresas espanholas (fundamentalmente, as construtoras, que também investiram em infraestruturas) tentaram sem êxito lançar os seus *yieldcos* no NASDAQ. Em fevereiro de 2015, a filial Saeta Yield, da ACS, passou a estar cotada na Bolsa espanhola.