

DOI: <http://dx.doi.org/10.12660/gvcasosv4n2c14>

## REESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA E EMISSÃO DE DEBÊNTURES: O CASO ECOVIAS DOS IMIGRANTES<sup>1</sup>

Financial restructuring and the issue of debentures: the Ecovias dos Imigrantes case

LUIZ AUGUSTO MARTITS – [luiz.martits@fgv.br](mailto:luiz.martits@fgv.br)

Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas e Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – São Paulo, SP, Brasil

PAULO BELTRÃO FRALETTI – [paulo.fraletti@fgv.br](mailto:paulo.fraletti@fgv.br)

Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas e Insper – São Paulo, SP, Brasil

Submissão: 01/11/2013 | Aprovação: 02/02/2014

### Resumo

A partir do processo de emissão de debêntures da Ecovias dos Imigrantes, ocorrido em 2013, o caso permite o aprendizado das diversas etapas que compõem a emissão destes títulos.

O caso pode ser aplicado principalmente em disciplinas de Finanças Corporativas, Mercados Financeiros, Modelagem Financeira e Economia, e mais especificamente na discussão sobre estrutura de capital, emissão de debêntures e modelagem financeira.

**Palavras-chave:** Finanças corporativas, Mercado financeiro, Economia, Debêntures, Reestruturação financeira.

### Abstract

Based on the debenture-issue process of Ecovias dos Imigrantes, which took place in 2013, the case allows students to learn about the various stages that go into issuing securities.

The case can be used mainly in the disciplines of corporate finance, financial markets, financial and economic modeling and, more specifically, in discussions about the structure of capital, issuing debentures and financial modeling.

**Keywords:** Corporate Finance; Financial Market; Economics; Debentures; Financial Restructuring.

### Introdução

No início de 2013, a Ecovias dos Imigrantes passava por um período que exigia uma reavaliação do perfil da estrutura financeira da empresa, devido às recentes mudanças no contrato de concessão das rodovias do Sistema Imigrantes-Anchieta realizado com o Governo do Estado de São Paulo. O termo aditivo assinado entre a empresa e o Governo em novembro de 2012 previa novos investimentos na região da Baixada Santista e Cubatão, no valor de R\$ 328 milhões, visando incrementar alguns trechos das rodovias, incluindo, entre outras melhorias, a implantação de um anel

<sup>1</sup> Este caso foi escrito com base em dados reais, mas algumas informações foram alteradas para manter o sigilo de certas etapas na negociação das debêntures. Os autores gostariam de agradecer aos departamentos financeiro e de planejamento do Grupo EcoRodovias, e, mais especificamente, ao Sr. Marcello Guidotti, diretor financeiro do grupo, pela disponibilização dos dados e do seu tempo, o que permitiu tornar este caso mais realista e didático.

viário interligando as rodovias e a construção de uma terceira faixa em alguns trechos de Cubatão. A data prevista para a conclusão das obras era setembro de 2014.

Esse aditivo resultou em um desequilíbrio financeiro que gerou a necessidade de um reequilíbrio, conforme previsto no contrato de concessão. Se, por um lado, o Governo do Estado de São Paulo exigia novos investimentos não previstos no contrato original, por outro lado, a concessionária passava a ter direito a uma extensão do prazo de concessão em 18 meses, com novo término previsto para outubro de 2025.

Independentemente dos benefícios decorrentes da extensão do prazo da concessão, a empresa via-se, agora, com a obrigação de obter novas fontes de financiamento, já que a geração de caixa operacional da empresa não seria suficiente para cobrir as necessidades imediatas de investimento. A tarefa de definir a melhor forma de financiar esses novos investimentos cabia principalmente ao diretor financeiro da *holding* do Grupo EcoRodovias, Marcello Guidotti. O diretor acreditava que seriam necessários em torno de R\$ 750 milhões em investimentos nos próximos quatro anos para atender às novas demandas do aditivo e os investimentos normais de manutenção das rodovias. Mas seria preciso fazer projeções financeiras para identificar o montante que a empresa poderia captar de modo a se manter em níveis razoáveis de endividamento.

### **Estrutura societária do Grupo EcoRodovias**

A Concessionária Ecovias dos Imigrantes S.A. (Ecovias) faz parte do Grupo EcoRodovias. A *holding* do grupo, EcoRodovias Infraestrutura e Logística S.A. (Grupo EcoRodovias), é uma empresa de capital aberto listada no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa (segmento com maiores exigências de governança corporativa e no qual as empresas só podem ter ações ordinárias no seu capital social) desde abril de 2010 (código da ação: ECOR3). O Grupo EcoRodovias controla a EcoRodovias Concessões e Serviços S.A. (EcoRodovias Concessões), que, por sua vez, tem o controle integral de seis concessões rodoviárias, entre as quais a Ecovias (que opera a concessão do Sistema Imigrantes-Anchieta, ligando a capital São Paulo ao litoral sul do Estado e ao porto de Santos) é a maior. O Grupo EcoRodovias controla também a Elog (empresa que opera no setor de logística) e a Ecoporto Santos (terminais portuários no porto de Santos) e tem participação, ainda, na STP (empresa de serviços de pagamento, que oferece o sistema de pagamento automático “Sem Parar” em diversas rodovias, por meio de sensor instalado nos veículos).

O Grupo EcoRodovias era inicialmente controlado por duas empresas do setor de construção pesada: a italiana Impregilo e a brasileira CRAmeida, essa última por meio da sua empresa de participações Primav. A Impregilo deixou a sociedade no início de 2013, de modo que a Primav (Grupo CRAmeida) passou a ser a única controladora do Grupo EcoRodovias, com 64% das ações, sendo os 36% restantes negociados em bolsa (*free float*). O Anexo 1 detalha a estrutura societária do grupo e suas controladas.

A concessão do Sistema Imigrantes-Anchieta (Ecovias) foi adquirida pelo Grupo em 1998 como parte do programa de concessões rodoviárias ofertadas pelo Governo do Estado de São Paulo no final da década de 1990. Em 1999, a Ecovias deu início às obras de construção da pista descendente da Imigrantes, projeto que estava parado desde a década de 1970. A nova pista foi entregue em dezembro de 2002.

As rodovias Imigrantes e Anchieta representam a principal ligação da Região Metropolitana de São Paulo com o Porto de Santos, o Polo Petroquímico de Cubatão e as praias da Baixada Santista. Com 176,8 km de extensão e movimento anual superior a 30 milhões de veículos, é de vital importância para a economia brasileira, pois atende ao mais importante corredor de exportação da América Latina (o Porto de Santos), assim como a área turística da Baixada Santista, que inclui as cidades de Guarujá e Santos, entre outras.

A Ecovias é uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) cujo capital é integralmente controlado pela empresa de concessões do grupo, a EcoRodovias Concessões.

### Os leilões de concessão rodoviária

Vários estados brasileiros e o Governo Federal lançaram leilões para concessões rodoviárias nas últimas duas décadas, sendo o Estado de São Paulo um dos pioneiros, iniciando um processo agressivo de concessões rodoviárias no Governo de Mário Covas, a partir de 1997. A Secretaria de Transportes do Estado de São Paulo à época foi responsável pelas concessões de várias rodovias do Estado, entre elas o próprio Sistema Imigrantes-Anchieta, assim como as rodovias Castello Branco-Raposo Tavares, Washington Luís, Bandeirantes-Anhanguera, entre outras. Essa mudança de paradigma permitiu ao Estado transferir os custos de construção, renovação e manutenção das estradas ao setor privado, gerando uma grande melhoria em várias estradas, mas tendo como contrapartida a cobrança de maiores valores de pedágio dos usuários.

Conforme relatório da ARTESP (a agência de transportes do Estado), na primeira etapa do programa estadual de concessões, foram concedidos 3,5 mil quilômetros de rodovias, divididos em 12 lotes que já receberam R\$ 11,8 bilhões em obras. Em 2007, teve início a segunda etapa do programa, com a concessão do Trecho Oeste do Rodoanel Mário Covas e, em seguida, de cinco corredores rodoviários: D. Pedro I; Ayrton Senna-Carvalho Pinto (concedida ao Grupo EcoRodovias); Raposo Tavares; Marechal Rondon Oeste e Marechal Rondon Leste. O ano de 2010 encerrou com a licitação dos Trechos Sul e Leste do Rodoanel. Nessa segunda etapa, estão garantidos investimentos de R\$ 8,2 bilhões em obras ao longo de 1,7 mil quilômetros de rodovias. Outros R\$ 14,7 bilhões estão sendo investidos em serviços operacionais na malha sob concessão e também na manutenção de 917 quilômetros de estradas vicinais. As novas concessões também geraram R\$ 5,8 bilhões em outorga, verba que está sendo aplicada no restante da infraestrutura rodoviária do Estado.

Apesar de eventuais contestações quanto ao preço cobrado em algumas praças de pedágio, várias estradas do Estado estão classificadas entre as melhores do País, principalmente em decorrência das concessões. Pesquisa realizada pela Confederação Nacional dos Transportes (CNT) revelou que, das 20 melhores rodovias do Brasil, 19 são paulistas e fazem parte do Programa de Concessões Rodoviárias do Governo do Estado de São Paulo, fiscalizado e gerenciado pela ARTESP. Ainda de acordo com o levantamento, 94,4% das rodovias paulistas concedidas avaliadas estão classificadas como “ótima” ou “boa”. São Paulo é o Estado que tem o maior percentual de malha rodoviária avaliada como ótima, com 49,9%, seguido do Rio de Janeiro, com 20,6%, e do Paraná, com 18%.

No Governo Federal, os leilões de concessões rodoviárias começaram no Governo de Itamar Fraco, entre 1994 e 1997, que lançou um programa totalizando aproximadamente 850 km de rodovias divididos por cinco concessões: BR-116 (Dutra), BR-101, BR-040, BR-116 (CRT) e BR-290. Em 2007, já sob o Governo Lula, o Governo Federal lançou um novo programa de concessões rodoviárias englobando sete concessões, na forma de leilões com a menor tarifa de pedágio. Em 2013, o Governo de Dilma Rousseff retomou o programa de concessões rodoviárias federais, englobando nove rodovias, em um total de aproximadamente oito mil km de estradas. Devido a alguns problemas de qualidade em estradas concedidas à iniciativa privada em 2007, o Governo Federal decidiu impor maior rigor nas exigências das empresas participantes do processo de leilão das concessões, tais como: i) investimentos mínimos iniciais para que a empresa pudesse cobrar pedágio; ii) concentração dos principais investimentos nos primeiros anos da concessão. As novas concessões desse programa de concessão federal terão 30 anos de prazo. Essa nova fase de concessões do Governo Federal demandará volumes vultosos de capital investido e capacidade de geração de caixa dos grupos concessionários vencedores.

O Anexo 2 apresenta as rodovias a serem licitadas pelo Governo Federal a partir de setembro de 2013.

### **A concessão da Ecovias**

O leilão da concessão do Sistema Imigrantes-Anchieta, vencido em 1998 pelo Grupo CRA Almeida, previa um prazo de concessão até 2018, totalizando inicialmente 20 anos para gerir os 176,8 km de estradas. Posteriormente, esse prazo foi sucessivamente estendido, como forma de manter o equilíbrio econômico-financeiro do contrato, em decorrência dos aditivos que geravam aumento nos investimentos previstos no contrato original.

O Sistema Imigrantes-Anchieta liga São Paulo ao litoral sul do Estado, principalmente aos municípios de Guarujá e Santos, concentrando um fluxo de veículos tanto turístico (principalmente nas férias, feriados e fins de semana) como de transporte pesado (caminhões) que se direciona ao Porto de Santos (o maior do Brasil) para retirada ou embarque de mercadorias no porto. O Anexo 1 apresenta um desenho da malha viária, que é composta dos seguintes trechos:

- SP 150 - Rodovia Anchieta (55,9 km);
- SP 160 - Rodovia dos Imigrantes (58,5 km);
- SP 040/150 e SP 059/150 - interligações entre rodovias Anchieta e Imigrantes (9,8 km);
- SP 248/55 - Rodovia Cônego Domênico Rangoni (Piaçaguera-Guarujá, 30,6 km);
- SP 055 - Rodovia Padre Manoel da Nóbrega (Pedro Taques), ligando Cubatão a Praia Grande (21,6 km).

Os principais drivers de receita (tráfego) para a Ecovias são: i) turismo de São Paulo para o litoral praiano, ii) transporte de carga de/para Porto de Santos e iii) fluxo entre as cidades de São Paulo, região industrial do ABCD (Santo André, São Bernardo do Campo, São Caetano e Diadema) e o Polo Petroquímico de Cubatão.

Com o termo aditivo assinado em 2012, o prazo da concessão foi novamente estendido em 18 meses, finalizando em outubro de 2025. O contrato de concessão inicial pressupunha que a concessionária responsável pela gestão das rodovias Anchieta e Imigrantes seria responsável pela construção de um novo trecho para a Rodovia Imigrantes, ligando a capital São Paulo ao litoral sul do Estado (Baixada Santista).

### **Necessidades de financiamento da Ecovias e principais alternativas disponíveis**

Os investimentos relacionados ao aditivo da concessão e a outros investimentos previstos de manutenção para a Ecovias no período de 2013 a 2018 podem ser visualizados no Anexo 6. Com base nesses números, o diretor financeiro do Grupo EcoRodovias, Marcello Guidotti, estimava que a Ecovias precisaria investir em torno de R\$ 750 milhões nos próximos quatro anos, mas o valor da captação dependeria da capacidade de repagamento da dívida, e eventualmente a captação poderia ser menor do que esse montante. Os índices financeiros das projeções a serem desenvolvidas por seus analistas permitiriam avaliar o limite máximo de captação da empresa de modo a se manter dentro de padrões financeiros razoáveis. Devido ao prazo de maturação dos investimentos, o prazo de maturidade dos novos financiamentos deveria ser de entre cinco e 10 anos.

A Ecovias, como a maior parte das concessões rodoviárias maduras, é uma forte geradora de caixa e possui receita relativamente estável e previsível, representando um investimento de baixo risco e permitindo à empresa elevada capacidade de endividamento. As taxas de juros (spreads) estimadas pelos bancos nas suas propostas pressupõem uma classificação elevada de rating, a ser confirmada pela agência de rating contratada pela empresa emissora.

**Debêntures de infraestrutura x debêntures não incentivadas**

Uma questão importante na decisão do tipo de debênture a ser emitida refere-se à possibilidade de emitir debêntures de infraestrutura, uma categoria recente de debêntures regulamentada pela Lei n. 12.431, de 2011, e alterada pela Lei n. 12.715, de 2012, que visa incentivar o financiamento de projetos nas áreas de logística e infraestrutura em geral. Por ser uma concessionária de rodovias, a Ecovias certamente poderia utilizar-se desse benefício. A principal vantagem desse tipo de debênture está na isenção fiscal dada ao investidor pessoa física (PF) ou estrangeiro, representando um benefício efetivo de, no mínimo, 15% sobre a remuneração do título (15% é a alíquota de imposto mínima sobre ganhos de capital paga pelos debenturistas em debêntures não incentivadas). Já para pessoa jurídica (PJ) brasileira, não há isenção total, mas há alíquota reduzida de IR de 15% para PJ tributada pelo lucro real (em uma debênture não incentivada, a alíquota para PJ pode chegar a 34%). Esse tipo de debênture só pode ser emitido por Sociedades de Propósito Específico (SPE) registradas na CVM e sediadas no País, e necessita da autorização do Ministério específico da área de atuação da empresa, que deverá classificar o projeto de investimento como prioritário. No caso das rodovias, é necessária a aprovação do Ministério dos Transportes.

Em 2012, a Concessionária Autoban (do Grupo CCR), responsável pela concessão das rodovias Bandeirantes e Anhanguera no Estado de São Paulo, fez a primeira emissão de debêntures na categoria de infraestrutura, no valor de R\$ 135 milhões. As debêntures tinham vencimento em 2017 e foram emitidas com remuneração de IPCA+2,71%, a mesma remuneração, à época, das NTN-B (títulos do Tesouro Nacional também indexados ao IPCA) com vencimento em 2016. A diferença é que, enquanto incide imposto sobre o rendimento nominal dos títulos do governo (de, no mínimo, 15% para resgates após dois anos), a rentabilidade das debêntures de infraestrutura da Autoban é isenta de impostos.

Antes da Autoban, no início de 2012, a concessionária Rodovias do Tietê havia sido a primeira a tentar lançar debêntures de infraestrutura, no valor de R\$ 650 milhões, visando aplicar esses recursos em obras do Corredor Marechal Rondon Leste. No entanto, não teve sucesso, por causa da dificuldade do mercado em interpretar a legislação. Uma das alegações para a falta de demanda pelas debêntures da empresa foi a dificuldade dos investidores em interpretar a lei original de 2011 quanto à penalidade que seria imposta em caso de eventual inadequação da debênture na categoria de infraestrutura e ao direito de isenção fiscal aos investidores PF e estrangeiros (a maior parte dos recursos captados na emissão de debêntures seria utilizada para pagar notas promissórias que estavam vencendo). Caso não se comprovasse o uso das debêntures para os fins devidos, os investidores temiam ser penalizados, tendo que pagar imposto de 15% sobre ganhos de capital, o que tornaria a remuneração menos interessante. A nova lei, promulgada em 2012, veio exatamente resolver essa dúvida: em caso de inadequação do uso da debênture, a penalização recairia sobre a empresa emissora, estando, portanto, os investidores (PF e estrangeiros) protegidos quanto à isenção fiscal.

Do ponto de vista da Ecovias, as debêntures de infraestrutura apresentam algumas restrições que poderiam afetar sua demanda potencial, entre elas a forma de remuneração: conforme a legislação, as debêntures dessa categoria só podem ser remuneradas de três formas: por juros prefixados, indexadas por um índice inflacionário (como o IPCA) ou indexadas pela Taxa Referencial (TR). No entanto, os investidores institucionais, de modo geral, têm um grande apetite por títulos indexados pelo CDI, principalmente os gestores de fundos de investimento DI, cuja rentabilidade é atrelada ao CDI. A impossibilidade de emitir debêntures de infraestrutura nessa modalidade de remuneração excluía parte dos potenciais investidores desses títulos.

As debêntures de infraestrutura também devem ter prazo médio superior a quatro anos, mas essa restrição não representa um problema para a empresa, dada sua necessidade de captações mais alongadas.

Outra limitação das debêntures de infraestrutura refere-se ao fato de que os cotistas dos fundos de investimento, de modo geral, não podem usufruir do benefício fiscal, já que o sistema de tributação dos fundos com base na valorização das cotas (o chamado “come-cotas”) neutraliza o efeito do benefício fiscal. Consequentemente, as taxas menores que o emissor paga nas debêntures de infraestrutura tornam essa opção desinteressante para essa categoria de investidores institucionais. A única forma que os fundos de investimento teriam de usufruir do benefício fiscal das debêntures de infraestrutura seria por meio da criação de um fundo específico cujo patrimônio fosse composto apenas por essas debêntures. Mas esse não era o caso da grande maioria dos fundos de investimento.

### Formas de remuneração das debêntures

Quanto à forma de remuneração, Marcello tinha em mente três alternativas: i) títulos indexados pelo IPCA; ii) títulos indexados pelo CDI e iii) títulos prefixados. Ainda que os títulos indexados pelo IGPM tivessem boa demanda no passado, recentemente as emissões indexadas pela inflação têm se concentrado mais no IPCA, principalmente pela facilidade em precificar esses títulos, tendo como referência a remuneração paga por títulos equivalentes emitidos pelo Tesouro Nacional (as NTN-Bs). O próprio Tesouro Nacional deixou de emitir novos títulos indexados pelo IGPM (NTN-Cs), tornando mais difícil a precificação de debêntures com esse indexador, dada a falta de referência para se determinar o spread adequado. Adicionalmente, o reajuste anual dos pedágios da Ecovias pelo IPCA torna a indexação da debênture por esse índice mais atrativa do que o IGPM, por estar em conformidade com o reajuste da receita, criando um hedge natural para a empresa e evitando um eventual descasamento entre o reajuste do pedágio e o reajuste da dívida.

A remuneração das debêntures indexadas pelo IPCA é tradicionalmente definida como um spread sobre títulos equivalentes emitidos pelo Tesouro Nacional (i.e., com vencimento próximo e frequência de pagamento similar de cupons). Assim, se as debêntures a serem emitidas vencem em sete anos e pagam cupons semestrais, uma referência que o mercado utilizaria para determinar a remuneração a ser exigida seriam as NTN-Bs com vencimento em 2020 (supondo que a emissão das debêntures ocorra em 2013). Supondo que o spread pelo risco da empresa (conforme seu rating) seja de 150 pontos (i.e., 1,5% de juros ao ano acima da remuneração de títulos do Governo com o mesmo vencimento), a debênture seria precificada inicialmente com remuneração equivalente à NTN-B 2020 mais um spread de 150 bps (*basis points*). A determinação da taxa efetiva é feita no momento do *bookbuilding*, quando as propostas dos investidores são recebidas e alocadas. Supondo que a NTN-B referencial esteja remunerando IPCA com spread de 4,5% ao ano na data do fechamento da operação da debênture, então a remuneração máxima da debênture seria fixada em IPCA mais spread de 6,07% ( $=1,045 \times 1,015 - 1$ ). No Anexo 3, é possível notar que várias das propostas recebidas dos bancos tratam a remuneração das debêntures indexadas pelo IPCA como um spread sobre as NTN-Bs com vencimentos similares.

Dadas as restrições das debêntures de infraestrutura, Marcello imaginava que a melhor opção de captação seria um *mix* de debêntures de duas ou três séries, com características de remuneração diferenciadas, de modo que a empresa atraísse tanto investidores que pudessem se beneficiar da isenção fiscal das debêntures de infraestrutura (i.e., investidores PF ou estrangeiros, permitindo à Ecovias oferecer taxas menores) como investidores interessados em debêntures indexadas pelo CDI, que representavam, muitas vezes, o grosso da demanda por debêntures e não poderiam ser ignorados.

### Custo efetivo das debêntures (*all-in cost*)

Outra questão importante para o diretor financeiro da EcoRodovias refere-se ao custo efetivo das debêntures, também chamado de *all-in cost*. Apesar de os juros remuneratórios das debêntures representarem o principal custo para a empresa, o próprio processo de emissão é bastante oneroso e

adiciona diversos custos à operação. Entre os principais custos extras envolvidos na emissão de debêntures, pode-se mencionar:

- *Fees* dos bancos coordenadores, o que inclui comissões de: i) coordenação; ii) colocação; iii) distribuição; iv) sucesso e v) garantia firme (conforme taxas apresentadas no Anexo 3);
- Impostos (ISS, PIS e Cofins) incidentes sobre as comissões dos bancos, à alíquota de 9,65%;
- Outros custos incidentes na emissão das debêntures (publicações, assessoria jurídica, contratação de agência de rating, auditoria, taxas ANBIMA, CETIP e CVM, *road show*, despesas com viagens etc.): 0,20% do valor da emissão.

Além dos custos acima, outros custos anuais incidentes ao longo do tempo de vida da debênture (agente fiduciário, banco mandatário, manutenção de agência de rating, taxa de custódia) são estimados em 0,08% ao ano.

### **Propostas recebidas dos bancos e o processo de *bookbuilding***

Após consultas com os bancos, a Ecovias recebeu sete propostas para emissão de debêntures em montantes de até R\$ 750 milhões. O Anexo 3 apresenta um resumo das cinco principais propostas recebidas e as condições oferecidas em cada proposta. Algumas características são comuns entre todas as propostas, tais como serem debêntures quirografárias (i.e., sem garantias específicas para os debenturistas) e a condição quanto ao rating mínimo a ser atribuído ao título pela Standard & Poor's (S&P). As propostas que contemplam mais de uma série de debêntures são do tipo "vasos comunicantes" entre as séries, isto é, a quantidade de debêntures a serem emitidas em cada uma das séries será definida no procedimento de *bookbuilding*. Cada série poderá atingir o valor de R\$ 750 milhões, devendo o valor emitido em uma série ser abatido do montante total da emissão, definindo, portanto, o montante a ser emitido nas outras séries. Qualquer uma das séries poderá não ser emitida, hipótese em que a oferta será feita integralmente nas demais séries.

As principais diferenças entre as propostas recebidas referiam-se à forma de remuneração, ao prazo das debêntures e ao regime de colocação (garantias oferecidas pelos bancos).

Ao analisar as propostas recebidas, Marcello buscou identificar o melhor pacote, i.e., o mix de debêntures que poderia minimizar o custo de captação da empresa e o eventual risco de não ter toda a oferta adquirida pelo mercado. Sob esse aspecto, as propostas dos bancos que ofereciam garantia firme representavam um risco menor, já que os bancos se comprometiam a comprar as debêntures que eventualmente não fossem adquiridas na oferta ao mercado. No entanto, para compensar a garantia firme, os bancos estipulavam, em geral, taxas de remuneração um pouco maiores, já que corriam o risco de ter que ficar com as debêntures caso a oferta não fosse inteiramente vendida.

Um aspecto interessante nas propostas recebidas é que a maioria dos bancos sugere pelo menos duas séries de debêntures com prazos sensivelmente diferentes. Algumas incluem debêntures remuneradas com base no CDI, apesar de não poderem ser enquadradas como de infraestrutura para gozar do benefício fiscal (para tanto, devem ser prefixadas ou indexadas por índice inflacionário). A inclusão desse tipo de série deve-se à enorme demanda potencial proveniente de investidores institucionais, que não podem usufruir do benefício fiscal das debêntures de infraestrutura e tendem a preferir títulos pós-fixados. Sendo a garantia firme um compromisso para colocação do valor total da emissão, o regime de "vasos comunicantes" reduz substancialmente o risco de os bancos que dão suporte à emissão terem de honrar a obrigação assumida, permitindo que sejam muito mais agressivos nas propostas de séries de debêntures indexadas pelo IPCA.

A lógica para a inclusão de duas séries de títulos indexados ao IPCA, um mais curto e outro mais longo, deve-se à existência de duas categorias de investidores capazes de usufruir do benefício fiscal das debêntures de infraestrutura: i) estrangeiros com preferência por títulos longos e ii) pessoas físicas que tradicionalmente não aplicam em títulos com vencimento superior a cinco anos.

A definição das taxas de remuneração das debêntures de infraestrutura em comparação com as debêntures tradicionais era outra questão delicada: como determinar uma taxa justa que remunerasse o investidor das debêntures de infraestrutura considerando o benefício fiscal potencial de 15% sobre a renda?

### **Perspectivas operacionais e financeiras da Ecovias**

São basicamente dois os fatores preponderantes na determinação do potencial de geração de tráfego nas rodovias do Sistema Anchieta-Imigrantes: i) tráfego de turismo para a Baixada Santista e outras praias do litoral sul e norte do Estado, originado principalmente da Região Metropolitana de São Paulo (capital) e outros municípios próximos; ii) tráfego de caminhões em direção ao Porto de Santos, com cargas de exportação de vários tipos, como café, soja, açúcar, laranja, minério de ferro, produtos industrializados, entre outros. O Anexo 7 apresenta a evolução no volume de veículos que trafegaram na Ecovias nos últimos três anos, por categoria de veículo.

Da receita total de pedágio contabilizada pela Ecovias em 2012, metade é gerada por veículos comerciais e metade por veículos de passeio. Tradicionalmente, analistas de bancos de investimento projetam o potencial de tráfego nas rodovias como um fator do crescimento do PIB do País. Essas projeções podem ser feitas por meio da regressão linear entre o tráfego e o crescimento do PIB. Para uma projeção mais precisa, devido ao comportamento diferenciado entre caminhões e outros tipos de veículos, alguns analistas podem eventualmente projetar um fator diferenciado para caminhões e outro para ônibus e veículos de passeio. Relatórios recentes de analistas de bancos de investimento projetavam o crescimento do tráfego da Ecovias como uma proporção entre 1,0 x e 1,5 x da variação esperada do PIB.

O valor do pedágio da Ecovias será corrigido anualmente pelo IPCA, o que torna a emissão de debêntures indexadas nesse índice mais interessantes e seguras para a empresa.

Em termos de impostos sobre receita, a empresa paga PIS/Cofins e ISS, que representam encargos de aproximadamente 8% sobre a receita bruta total.

Operacionalmente, assim como a maioria das rodovias, a Ecovias é uma empresa com baixos custos e despesas operacionais e, conseqüentemente, com elevadas margens operacionais (EBITDA e EBIT). No ano de 2012, a margem EBITDA (lucro operacional antes dos juros, impostos, depreciação e amortização) foi de aproximadamente 63% e a margem EBIT (lucro operacional antes dos itens financeiros), de 54%. Os principais custos e despesas operacionais da empresa são:

- Salários administrativos;
- Serviços terceirizados operacionais e administrativos;
- Custos de manutenção da rodovia;
- Outras despesas administrativas.

Os investimentos previstos da empresa entre 2013 e 2018 estão apresentados no Anexo 6.

No final de 2012, a empresa possuía um total de R\$ 226 milhões em debêntures a vencer (no curto e longo prazos). O Anexo 6 apresenta o detalhamento das dívidas pendentes em dezembro de 2012.

Quanto à política de distribuição de lucro, a empresa historicamente distribui 100% do lucro líquido aos acionistas, seja na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio. Como a Ecovias é 100% controlada pela EcoRodovias Concessões, essa distribuição representa um repasse de caixa que vai integralmente para o próprio Grupo EcoRodovias.

Quanto aos riscos de operação de concessões rodoviárias, podem-se mencionar como principais:

- Risco regulatório: risco de eventuais mudanças nas regras das concessões (mais elevado quando há mudança do perfil do Governo). O Governo pode impor mudanças no contrato de concessão, aumentando as exigências e diminuindo a TIR (taxa interna de retorno) do projeto, afetando sua

viabilidade econômica e sua capacidade de geração de caixa operacional;

- Risco macroeconômico: mudanças econômicas, como alterações bruscas no dólar, no preço do combustível, no consumo, renda e emprego da população, podem afetar a demanda por tráfego na rodovia. No caso da Ecovias, o Porto de Santos representa um forte indutor de tráfego de caminhões, e uma eventual redução do uso desse porto diante de novas alternativas poderia afetar a capacidade de geração de receita da Ecovias.

### **Modelagem financeira e mensuração do risco financeiro**

Diante da necessidade de identificar as fontes de financiamento mais adequadas e o risco da empresa, Marcello Guidotti decidiu convocar seus analistas da área financeira para solicitar a modelagem financeira da Ecovias até 2025, visando identificar a capacidade de a empresa repagar a dívida, assim como outros indicadores financeiros e operacionais. Mais especificamente, o diretor financeiro gostaria de um modelo que permitisse identificar para os próximos anos:

- Níveis de endividamento;
- Índices de liquidez;
- Índices de cobertura do serviço da dívida;
- Estimativa do WACC anual;
- Capacidade de distribuição de dividendos;
- Orçamento de capital (CAPEX) detalhado, com simulação de diferentes cenários, antecipando possíveis novos aditivos (como exigência de novos investimentos de R\$ 2 bilhões em um prazo de três anos, a contar a partir de 2015, e prazo adicional para o contrato, estendido por 10 anos).

Uma das preocupações do diretor financeiro era identificar se a empresa conseguiria atender às cláusulas contratuais (*covenants*) que normalmente são exigidas nesse tipo de dívida. Mais especificamente, Marcello Guidotti achava interessante que a empresa mantivesse os seguintes limites ao longo dos anos enquanto durasse a debênture: endividamento (D/E): máximo de 3,0; EBITDA/despesa financeira líquida: mínimo de 2,0; dívida líquida/EBITDA: máximo de 3,5.

O diretor financeiro também estava ciente da importância de manter a capacidade de distribuição de dividendos da empresa, uma vez que representava uma fonte de caixa relevante para financiar os investimentos de outras empresas do grupo. Se fosse imposta uma diminuição sensível na capacidade de distribuição de dividendos da Ecovias, isso poderia ter impactos negativos na capacidade do Grupo EcoRodovias de tocar seus investimentos nas outras unidades do grupo, seja nas outras concessões rodoviárias ou mesmo em outros segmentos de atuação do grupo. A modelagem financeira solicitada aos seus analistas deveria permitir analisar claramente essa questão e considerar como premissa a distribuição de 100% do lucro na forma de dividendos.

O diretor financeiro também esperava que seus analistas apresentassem um cálculo do custo efetivo da operação, com tudo incluído (*all-in cost*). Era importante ter clara a noção do quanto a operação toda custaria para a empresa, incluindo todos os custos operacionais, *road-show*, *fees* cobrados pelos bancos etc. Como alguns bancos cobravam comissões por metodologias diferentes, seria interessante também entender as suas implicações de comissionamento no custo final da operação.

### **Solicitação de rating**

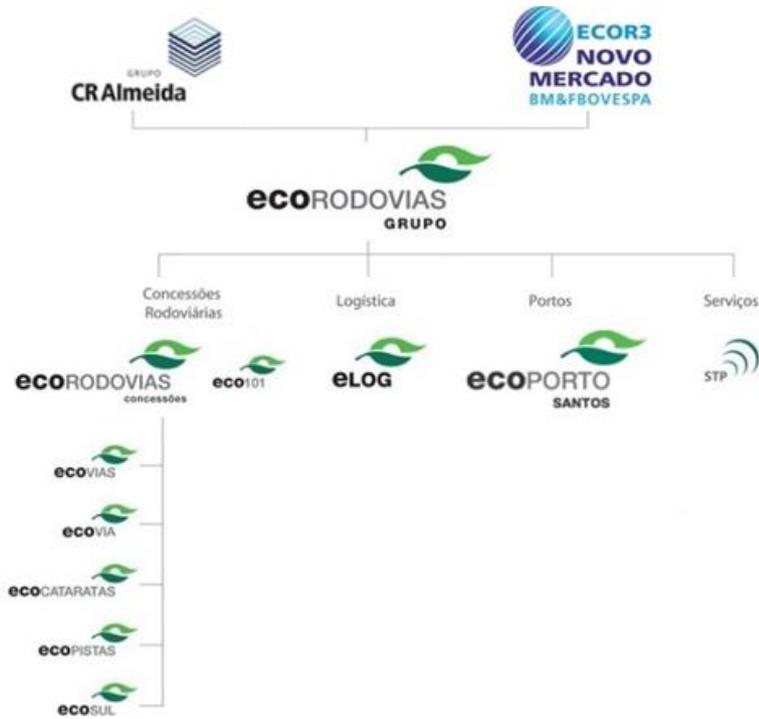
Dada a proximidade da emissão das debêntures e de posse das propostas dos bancos, a empresa solicitou a classificação pela S&P e obteve a já esperada classificação brAAA, que reflete essa percepção de risco baixo por parte dos investidores. O Anexo 9 apresenta o anúncio da S&P com a atribuição desse rating.

Essa classificação permite à empresa emitir títulos pagando taxas reduzidas, oferecendo apenas um pequeno spread sobre títulos do Tesouro Nacional com prazo e formas de remuneração

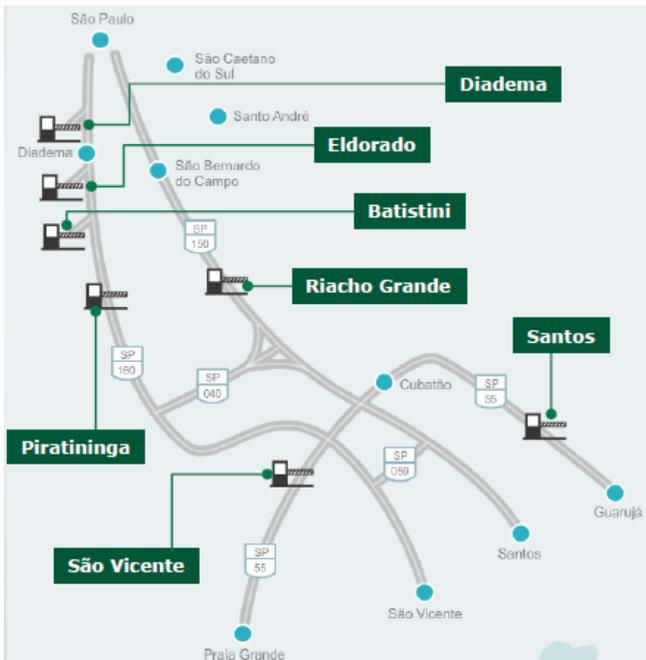
equivalentes. Em termos de garantias, dado o perfil bastante estável e previsível de geração de caixa operacional da empresa, novas debêntures poderiam ser da espécie quirografária, ou seja, sem garantias específicas para os debenturistas.

**Anexo 1**

**Estrutura societária do grupo e controladas**



**Malha viária do Sistema Imigrantes-Anchieta**



Fonte: site da EcoRodovias (2013)

## Anexo 2

### Rodovias a serem licitadas pelo Governo Federal

| Rodovia  | Extensão (km) |
|--|---------------|
| <b>BR-101 BA</b><br>Mucuri – Entr. BR-324 (prx. Salvador)                  | 772           |
| <b>BR-262 ES/MG</b><br>João Monlevade – Entr. BR-101 (prx. Vitória)        | 377           |
| <b>BR-153 GO/TO</b><br>Anápolis – Entr. TO-080 (prx. Palmas)               | 743           |
| <b>BR-050 GO/MG</b><br>Cristalina – Div. SP/MG (prx. Uberaba)              | 426           |
| <b>BR-163 MT</b><br>Sinop – Div. MT/MS                                     | 822           |
| <b>BR-163/267/262 MS</b><br>Div. MT/MS – Div. MS/PR – Div. MS/SP           | 1.423         |
| <b>BR-060/153/262 DF/GO/MG</b><br>Brasília – Div. SP/MG – Betim            | 1.177         |
| <b>BR-116 MG</b><br>Div. MG/RJ (Além Paraíba) – Div. BA/MG (Divisa Alegre) | 817           |
| <b>BR-040 MG</b><br>Brasília – Juiz de Fora                                | 937           |
| <b>TOTAL</b>   | <b>7.494</b>  |

Fonte: Ministério dos Transportes (2013).

### Anexo 3

#### Propostas para emissão de debêntures recebidas dos bancos

|   | Banco A  |   | Banco B   |   | Banco C   |
|---|--|---|---|---|---|
|   | Alternativa 1  | Alternativa 2   | Alternativa 1   | Alternativa 2   |   |
| <b>Forma</b>                                | Vasos comunicantes   | Vasos comunicantes  | Série única   | Vasos comunicantes  | Vasos comunicantes  |
| <b>Séries e Prazos de Amortização</b>       | 1a série - 7 anos (5, 6 e 7)<br>2a série - 7 anos (6 e 7)<br>3a série - 11 anos (9, 10 e 11)   | 1a série - 7 anos (6 e 7)<br>2a série - 11 anos (9, 10 e 11)                                    | 10 anos (8,9 e 10)  | 1a série - 5 anos (bullet)<br>2a série - 10 anos (8, 9 e 10)                                    | 1a série - 5 anos (bullet)<br>2a série - 10 anos (8, 9 e 10)                    |
| <b>Pagamento de Juros</b>                   | 1a série - semestral<br>2a série - anual<br>3a série - anual   | 1a série - anual<br>2a série - anual  | anual   | 1a série - bullet<br>2a série - anual   | 1a série - anual<br>2a série - anual  |
| <b>Regime de Colocação</b>                  | Garantia Firme de R\$ 750 milhões  | Garantia Firme de R\$ 750 milhões   | Garantia Firme de R\$ 750 milhões   | Garantia Firme de R\$ 750 milhões   | Sem garantia firme (melhores esforços)  |
| <b>Remuneração Prevista (por série) (*)</b> | 1a série - CDI + 0,90% aa<br>2a série - spread de 50 bps sobre NTNB 20<br>3a série - spread de 70 bps sobre NTNB 22  | 1a série - spread de 50 bps sobre NTNB 20<br>2a série - 130 bps sobre NTNB 22                   | Spread de 100 bps sobre NTNB 22   | 1a série - spread de 35 bps sobre NTNB 20<br>2a série - spread de 110 bps sobre NTNB 22         | 1a série - Média NTNB 18 e NTNB 20<br>2a série - spread de 65 bps sobre NTNB 22 |
| <b>Rating mínimo</b>                        | AA   |   |   |   |   |
| <b>Comissão de Coordenação</b>              | 0,15% sobre montante da emissão  | 0,10% sobre montante da emissão   | 0,15% sobre montante da emissão   | 0,30% sobre montante da emissão   | 0,15% sobre montante da emissão   |
| <b>Comissão de Colocação</b>                | 0,05% sobre montante da emissão  | 0,05% sobre montante da emissão   | 0,18% sobre montante da emissão   | 0,18% sobre montante da emissão   | 0,18% sobre montante da emissão   |
| <b>Comissão de Distribuição</b>             | 0,15% x prazo médio de cada série x montante de cada série   |   |   |   |   |
| <b>Comissão de Sucesso</b>                  | 30% do valor presente (descontado a taxa equivalente) da economia total gerada pela redução da taxa final do bookbuilding em relação a taxa inicial do bookbuilding, considerando o prazo da oferta. |   |   |   |   |
| <b>Comissão Garantia Firme</b>              | 0,10% incidente sobre o montante total da garantia firme, independente do exercício da garantia  | 0,10% incidente sobre o montante total da garantia firme, independente do exercício da garantia | 0,10% incidente sobre o montante total da garantia firme, independente do exercício da garantia | 0,10% incidente sobre o montante total da garantia firme, independente do exercício da garantia | Não aplicável   |

bps = basis points (100 bps = 1,0%).

(\*) O cálculo da remuneração final é sempre na forma de juros compostos:  $(1+IPCA) \times (1 + \text{spread NTN-B referencial}) \times (1 + \text{spread adicional Ecovias}) - 1$

## Anexo 4 Balanço patrimonial da Ecovias – 2011 e 2012

CONCESSIONÁRIA ECOVIAS DOS IMIGRANTES S.A.

BALANÇOS PATRIMONIAIS LEVANTADOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2012 E DE 2011  
(Em milhares de reais - R\$)

| ATIVO                                      | Nota explicativa | 31/12/12                | 31/12/11                | PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO                           | Nota explicativa | 31/12/12                | 31/12/11                |
|--|------------------|-------------------------|-------------------------|--|------------------|-------------------------|-------------------------|
| <b>CIRCULANTE</b>                          |                  |                         |                         | <b>CIRCULANTE</b>                                      |                  |                         |                         |
| Caixa e equivalentes de caixa              | 4                | 16.107                  | 31.969                  | Fornecedores   |                  | 14.471                  | 14.735                  |
| Títulos e valores mobiliários - vinculados | 5                | 28.498                  | 30.106                  | Impostos, taxas e contribuições a recolher             | 12               | 8.269                   | 7.626                   |
| Clientes                                   | 6                | 55.891                  | 43.926                  | Arrendamento mercantil financeiro                      | 13               | 192                     | 900                     |
| Tributos a recuperar                       |                  | 88                      | 280                     | Debêntures   | 14               | 133.458                 | 117.748                 |
| Partes relacionadas - clientes             | 15               | 18                      | 17                      | Obrigações sociais e trabalhistas                      |                  | 4.754                   | 3.766                   |
| Despesas antecipadas                       | 7                | 1.746                   | 1.633                   | Programa de Recuperação Fiscal - REFIS                 |                  | 180                     | 174                     |
| Outros créditos                            |                  | 7.397                   | 5.020                   | Partes relacionadas - fornecedores                     | 15               | 8.224                   | 9.709                   |
| Total do ativo circulante                  |                  | <u>109.745</u>          | <u>112.951</u>          | Creitor pela concessão                                 | 18               | 16.703                  | 15.663                  |
|  |                  |                         |                         | Provisão para imposto de renda e contribuição soci     |                  | 10.178                  | 10.705                  |
| <b>NÃO CIRCULANTE</b>                      |                  |                         |                         | Dividendos e juros sobre o capital próprio a pagar     | 20.e)            | 129.573                 | 196.653                 |
| Tributos diferidos                         | 11.a)            | -                       | 7.342                   | Provisão para manutenção                               | 16               | 16.538                  | 19.911                  |
| Depósitos judiciais                        | 8                | 7.492                   | 5.476                   | Outras contas a pagar                                  |                  | <u>18.131</u>           | <u>10.650</u>           |
| Partes relacionadas - clientes             | 15               | 39                      | 13                      | Total do passivo circulante                            |                  | <u>360.671</u>          | <u>408.240</u>          |
| Imobilizado                                | 9                | 36.154                  | 31.501                  |  |                  |                         |                         |
| Intangível                                 | 10               | 981.260                 | 967.010                 | <b>NÃO CIRCULANTE</b>                                  |                  |                         |                         |
| Total do ativo não circulante              |                  | <u>1.024.945</u>        | <u>1.011.342</u>        | Arrendamento mercantil financeiro                      | 13               | -                       | 190                     |
|  |                  |                         |                         | Debêntures   | 14               | 92.848                  | 218.118                 |
|  |                  |                         |                         | Creitor pela concessão                                 | 18               | 50.321                  | 55.099                  |
|  |                  |                         |                         | Partes relacionadas - fornecedores                     | 15               | 3                       | -                       |
|  |                  |                         |                         | Programa de Recuperação Fiscal - REFIS                 |                  | 605                     | 635                     |
|  |                  |                         |                         | Provisão para manutenção                               | 16               | 36.552                  | 41.229                  |
|  |                  |                         |                         | Provisão para construção de obras futuras              | 17               | 2.099                   | 1.929                   |
|  |                  |                         |                         | Provisão para perdas tributárias, trabalhistas e civei | 19               | 17.946                  | 19.598                  |
|  |                  |                         |                         | Tributos diferidos                                     | 11.a)            | 1.800                   | 3.498                   |
|  |                  |                         |                         | Outras contas a pagar                                  |                  | <u>2.375</u>            | <u>3.274</u>            |
|  |                  |                         |                         | Total do passivo não circulante                        |                  | <u>204.549</u>          | <u>343.570</u>          |
|  |                  |                         |                         | <b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>                              |                  |                         |                         |
|  |                  |                         |                         | Capital social:  |                  |                         |                         |
|  |                  |                         |                         | Subscrito  | 20.a)            | 314.052                 | 314.052                 |
|  |                  |                         |                         | A integralizar   | 20.a)            | (11.505)                | (11.505)                |
|  |                  |                         |                         | Reserva de capital - plano de opção com base em a      | 20.d)            | 81                      | 31                      |
|  |                  |                         |                         | Reserva de lucros - legal                              | 20.c)            | 60.509                  | 60.509                  |
|  |                  |                         |                         | Reserva de lucros - dividendos adicionais proposto     | 20.e)            | <u>206.333</u>          | <u>9.396</u>            |
|  |                  |                         |                         | Total do patrimônio líquido                            |                  | <u>569.470</u>          | <u>372.483</u>          |
| <b>TOTAL DO ATIVO</b>                      |                  | <u><b>1.134.690</b></u> | <u><b>1.124.293</b></u> | <b>TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUID</b>            |                  | <u><b>1.134.690</b></u> | <u><b>1.124.293</b></u> |

Fonte: site da EcoRodovias. Padrão contábil: IFRS.

## Anexo 5

### Demonstração de resultados da Ecovias – 2011 e 2012

|   | Nota<br><u>explicativa</u> | <u>31/12/12</u>  | <u>31/12/11</u>  |
|---|----------------------------|------------------|------------------|
| RECEITA LÍQUIDA   | 22                         | 824.431          | 771.772          |
| CUSTO DOS SERVIÇOS PRESTADOS  | 23                         | (320.905)        | (307.427)        |
| LUCRO BRUTO   |                            | <u>503.526</u>   | <u>464.345</u>   |
| DESPESAS OPERACIONAIS   |                            |                  |                  |
| Despesas gerais e administrativas   | 23                         | (57.159)         | (44.218)         |
| Outras despesas   |                            | <u>(43)</u>      | <u>(1)</u>       |
|   |                            | <u>(57.202)</u>  | <u>(44.219)</u>  |
| LUCRO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO                           |                            | <u>446.324</u>   | <u>420.126</u>   |
| RESULTADO FINANCEIRO  |                            |                  |                  |
| Receitas financeiras  | 24                         | 7.846            | 12.019           |
| Despesas financeiras  | 24                         | <u>(61.008)</u>  | <u>(75.668)</u>  |
|   |                            | <u>(53.162)</u>  | <u>(63.649)</u>  |
| LUCRO OPERACIONAL E ANTES DO IMPOSTO DE RENDA<br>E DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL |                            | <u>393.162</u>   | <u>356.477</u>   |
| IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL                                    |                            |                  |                  |
| Correntes   | 11.b)                      | (120.751)        | (109.991)        |
| Diferidos   | 11.b)                      | <u>(5.643)</u>   | <u>(3.768)</u>   |
|   |                            | <u>(126.394)</u> | <u>(113.759)</u> |
| LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO  |                            | <u>266.768</u>   | <u>242.718</u>   |

Fonte: site da EcoRodovias. Padrão contábil: IFRS.

Obs.: Do total da receita líquida acima, a empresa contabilizou receitas de construção no valor de R\$ 76 milhões em 2012. O valor exato dessas receitas é estornado (deduzido) como custos de construção, sendo seu efeito no resultado líquido da empresa nulo (i.e., os mesmos valores são contabilizados nos custos da empresa nesses anos). Trata-se de metodologia de contabilização de receita e custos em concessões. Para efeito de modelagem financeira da empresa, essas receitas e custos podem ser ignorados.

Do total das receitas acima, a empresa contabilizou, ainda, receitas líquidas acessórias de aproximadamente R\$ 36 milhões em 2012. A empresa prevê que essas receitas cresçam com a inflação.

## Anexo 6

### Dados operacionais e financeiros da Ecovias dos Imigrantes

#### Resumo dos financiamentos da Ecovias em 31/12/2012

| (em milhares de R\$)                      | 31/12/2012 | Taxas                          | Vencimento          |
|---|------------|--------------------------------|---------------------|
| Debêntures                                | 226,3      | IGP-M + 9,50% /<br>104,00% CDI | Nov/2014            |
| Financiamento e Arrendamento<br>Mercantil | 0,2        | de 1,20% a.m. a<br>1,45% a.m.  | Dez/2012 a Jun/2013 |
| Dívida Total                              | 226,5      | -                              | -                   |

#### Investimentos previstos na Ecovias dos Imigrantes entre 2013 e 2018

##### ECOVIAS DOS IMIGRANTES

##### Valores Correntes - R\$ x 1.000

| Investimentos        | 2013           | 2014           | 2015          | 2016          | 2017           | 2018          |
|----------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| Ampliação Principal  | 2.836          | 1.022          | 525           | 88            | -              | 177           |
| Demais Obras         | 200.686        | 257.520        | 3.306         | 8.972         | 33.004         | 7.566         |
| Equipamentos         | 21.382         | 12.452         | 6.143         | 11.986        | 10.751         | 9.194         |
| Desapropriações      | 197            | 110            | -             | -             | -              | -             |
| Conservação Especial | 72.984         | 39.270         | 52.830        | 76.922        | 121.024        | 82.845        |
| <b>TOTAL</b>         | <b>298.085</b> | <b>310.374</b> | <b>62.805</b> | <b>97.968</b> | <b>164.779</b> | <b>99.782</b> |

Fonte: Ecovias dos Imigrantes (2012).

## Anexo 7

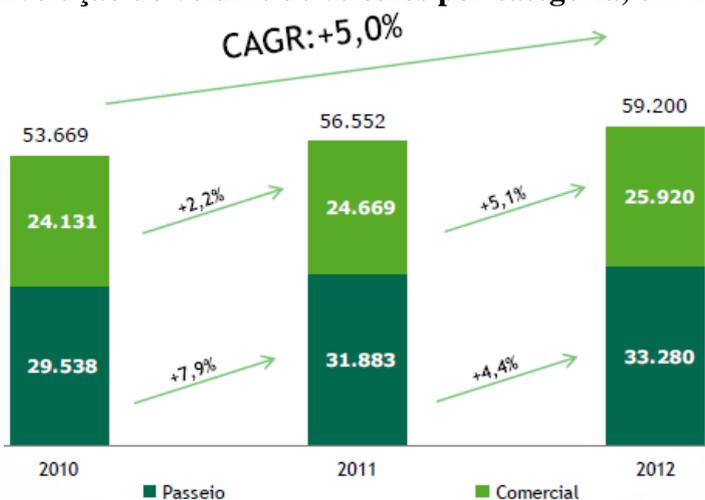
### Histórico do tráfego na Ecovias e indicadores macroeconômicos

| CATEGORIA        | *CAGR<br>2003 A 2008 | *CAGR<br>2006 A 2008 | 2011/2009 | *CAGR<br>2006 a 2011 | 2012/2011 |
|------------------|----------------------|----------------------|-----------|----------------------|-----------|
| PASSEIO          | 1,39%                | 2,74%                | 13,67%    | 4,40%                | 3,51%     |
| COMERCIAL        | 7,15%                | 5,82%                | 15,20%    | 4,65%                | 3,92%     |
| TOTAL            | 3,74%                | 4,10%                | 14,33%    | 4,51%                | 3,69%     |
| <b>Indicador</b> |                      |                      |           |                      |           |
| PIB              | 4,11%                | 4,90%                | 10,47%    | 4,16%                | 1,58%     |
| IPCA             | 5,60%                | 4,49%                | 12,80%    | 5,03%                | 5,40%     |
| IGP-M            | 7,22%                | 7,10%                | 17,00%    | 5,93%                | 8,00%     |

\* CAGR: Compound Annual Growth Rate (taxa composta de crescimento anual)

Fonte: Ecovias dos Imigrantes (Relatório de Planejamento de 2013).

### Evolução do volume de veículos por categoria, em milhares (2010-2012)



Fonte: Ecovias (2013)

## Anexo 8

### Spreads pagos pelas NTN-Bs (títulos do Tesouro Nacional indexados pelo IPCA)

| Títulos Públicos Federais |                   |                           |            |            |                 |              |                      |             |              | 05/Ago/2013  |
|---------------------------|-------------------|---------------------------|------------|------------|-----------------|--------------|----------------------|-------------|--------------|--------------|
| Papel IPCA                |                   | NTN-B - Taxa (% a.a.)/252 |            |            |                 |              |                      |             |              |              |
| Código SELIC              | Data Base/Emissão | Data de Vencimento        | Tx. Máxima | Tx. Mínima | Tx. Indicativas | PU           | Intervalo Indicativo |             |              |              |
|                           |                   |                           |            |            |                 |              | Mínimo (D0)          | Máximo (D0) | Mínimo (D+1) | Máximo (D+1) |
| 760199                    | 15/07/2000        | 15/08/2014                | 3,7500     | 3,5866     | 3,6301          | 2.419,033954 | 3,3185               | 4,0587      | 3,3004       | 4,0389       |
| 760199                    | 15/07/2000        | 15/05/2015                | 4,3000     | 4,0400     | 4,0801          | 2.405,132955 | 3,6752               | 4,5448      | 3,6133       | 4,4829       |
| 760199                    | 15/07/2000        | 15/08/2016                | 4,8400     | 4,6200     | 4,6502          | 2.450,638643 | 4,3026               | 5,0976      | 4,2445       | 5,0398       |
| 760199                    | 15/07/2000        | 15/05/2017                | 4,9300     | 4,6850     | 4,7395          | 2.429,767578 | 4,4422               | 5,2051      | 4,3695       | 5,1325       |
| 760199                    | 15/07/2000        | 15/08/2018                | 5,1000     | 4,8500     | 4,9004          | 2.475,880960 | 4,6308               | 5,3454      | 4,5709       | 5,2856       |
| 760199                    | 15/07/2000        | 15/08/2020                | 5,2000     | 4,9500     | 4,9998          | 2.499,152876 | 4,7566               | 5,4077      | 4,7107       | 5,3619       |
| 760199                    | 15/07/2000        | 15/08/2022                | 5,2500     | 5,0000     | 5,1097          | 2.511,601395 | 4,8933               | 5,4825      | 4,8483       | 5,4375       |
| 760100                    | 15/07/2000        | 15/03/2023                | --         | 5,1170     | 5,1649          | 2.498,183789 | 4,9491               | 5,5364      | 4,9051       | 5,4924       |
| 760199                    | 15/07/2000        | 15/08/2024                | 5,3100     | 5,1280     | 5,1799          | 2.522,378755 | 4,9675               | 5,5589      | 4,9186       | 5,5100       |
| 760199                    | 15/07/2000        | 15/08/2030                | --         | 5,1893     | 5,2394          | 2.561,669391 | 5,0100               | 5,6053      | 4,9742       | 5,5695       |
| 760199                    | 15/07/2000        | 15/05/2035                | --         | --         | 5,2498          | 2.555,010079 | 5,0169               | 5,6241      | 4,9733       | 5,5804       |
| 760199                    | 15/07/2000        | 15/08/2040                | --         | --         | 5,2795          | 2.603,756801 | 5,0395               | 5,6511      | 4,9987       | 5,6103       |
| 760199                    | 15/07/2000        | 15/05/2045                | --         | 5,3204     | 5,3506          | 2.560,921283 | 5,1084               | 5,7220      | 5,0676       | 5,6811       |
| 760199                    | 15/07/2000        | 15/08/2050                | --         | --         | 5,3850          | 2.594,155697 | 5,1406               | 5,7557      | 5,1003       | 5,7153       |

Fonte: Anbima (ago. 2013).

## Anexo 9

### Rating da Ecovias dos Imigrantes atribuído pela S&P



Brasil

Data de Publicação: 11 de março de 2013

Comunicado à Imprensa

#### **S&P atribui rating 'brAAA' à futura emissão de debêntures da Concessionária Ecovias dos Imigrantes S.A. e reafirma demais ratings da empresa**

Analistas: Marcus Fernandes, São Paulo (55) 11-3039-9734, [marcus\\_fernandes@standardandpoors.com](mailto:marcus_fernandes@standardandpoors.com); Bernardo Gonzalez, Cidade do México (52) 55-5081-4492, [bernardo\\_gonzalez@standardandpoors.com](mailto:bernardo_gonzalez@standardandpoors.com)

Líder do Comitê de Rating: Reginaldo Takara, São Paulo (55) 11-3039-9740, [Reginaldo\\_takara@standardandpoors.com](mailto:Reginaldo_takara@standardandpoors.com)

---

#### Resumo

- A Concessionária Ecovias dos Imigrantes S.A. continua a apresentar forte e estável geração de caixa, como resultado do crescente volume de tráfego em suas rodovias, as quais são o principal sistema de ligação entre a cidade de São Paulo e o maior porto de importação e exportação do Brasil, Porto de Santos.
- Atribuímos o rating 'brAAA' à futura emissão de debêntures da Ecovias, no valor de R\$ 750 milhões e vencimento final em 2024. Ao mesmo tempo, reafirmamos os ratings 'brAAA' atribuídos na Escala Nacional Brasil à empresa e à sua emissão de debêntures.
- A perspectiva estável reflete nossa expectativa de que a Ecovias continuará a apresentar fortes métricas de crédito nos próximos anos, sustentadas pelo esperado crescimento do tráfego em seu sistema, cuja demanda tem se mostrado bastante resiliente, mesmo durante períodos de baixa atividade econômica na região, e pelos ajustes positivos de tarifa.

Fonte: Comunicado à imprensa da Standard & Poor's (2013)