

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS  
EM ADMINISTRAÇÃO – CEPEAD

DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE CONCESSIONÁRIAS DE  
RODOVIAS FEDERAIS LISTADAS NA BOVESPA

THALLES ANTÔNIO DO COUTO SILVA FONTES VALENTE

BELO HORIZONTE

2015

THALLES ANTÔNIO DO COUTO SILVA FONTES VALENTE

DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE CONCESSIONÁRIAS DE  
RODOVIAS FEDERAIS LISTADAS NA BOVESPA

Trabalho de conclusão de curso apresentada ao Centro de Pós Graduação e Pesquisas em Administração – CEPEAD – da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial à obtenção do título de Especialista em Finanças.

Linha de Pesquisa: Finanças

Orientador: Prof. Antônio Artur de Souza, Ph.D.

Belo Horizonte

2015



**Universidade Federal de Minas Gerais**  
**Faculdade de Ciências Econômicas**  
**Departamento de Ciências Administrativas**  
**Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração**  
**Curso de Especialização em Gestão Estratégica**

ATA DA DEFESA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO do Senhor **THALLES ANTONIO DO COUTO SILVA FONTES VALENTE**, REGISTRO Nº **2014677462**. No dia 22/12/2015 às 14:00 horas, reuniu-se na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, a Comissão Examinadora de Trabalho de Conclusão de Curso - TCC, indicada pela Coordenação do Curso de Especialização em Gestão Estratégica - CEGE, para julgar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado "**DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE CONCESSIONÁRIAS DE RODOVIAS FEDERAIS LISTADAS NA BOVESPA**", requisito para a obtenção do **Título de Especialista**. Abrindo a sessão, o orientador e Presidente da Comissão, Professor Antônio Artur de Souza., após dar conhecimento aos presentes do teor das Normas Regulamentares de apresentação do TCC, passou a palavra ao aluno para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores, seguido das respostas do aluno. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do aluno e do público, para avaliação do TCC, que foi considerado:

APROVADO

APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA - PRAZO MÁXIMO DE 60 (SESSENTA) DIAS

NÃO APROVADO

O resultado final foi comunicado publicamente ao aluno pelo orientador e Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 22/12/2015.

Prof. Antônio Artur de Souza  
(Orientador)

Profa. Daniele Oliveira Xavier

## **AGRADECIMENTOS**

Em primeiro lugar agradeço a Deus por me ajudar e dar forças para conseguir concluir esta empreitada. Ele é minha estrutura e meu pilar sem ele não posso nada. A Ele toda Honra toda Glória e todo Louvor para sempre e sempre.

Minha amada esposa Fernanda, guerreira e quem tem sido o meu suporte e me ajudado nos momentos mais difíceis e atribulados da minha vida. Minha ajudadora fiel companheira de todas as horas, Te Amo.

Ao meu filho Lucas que no momento da conclusão deste trabalho ainda esta se formando e se fortalecendo no ventre da Fernanda, mas que nesses quatro meses já tem me dado um novo fôlego para continuar nessa árdua caminhada da vida.

Minha mãe Sônia e meu pai Venicio que tem sido meus incentivadores desde o começo da minha caminhada e não tem deixado o desanimo me abater.

Meus amados irmãos e sobrinhos Janaína e Amaurí e seus filhos Davi e Daniel; Adriana e Ely e seus filhos Guilherme e Laura; Wendell e Janine e seu filho Lorezo. Estes são meus motivadores são aqueles para quem quero deixar algum tipo de legado.

Aos meus professores e colegas de classe com quem aprendi muito e pude repartir de conhecimentos que mudaram minha visão da vida. Em especial ao Professor Antônio Artur, meu orientador que depositou mais crédito na minha capacidade do que eu mesmo.

## RESUMO

Este trabalho visa apresentar uma comparação entre empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo denominada BM&FBovespa no setor de construção e transporte atuando como concessionárias de rodovias federais. O objetivo deste trabalho é descobrir através de análises das demonstrações financeiras se o desempenho econômico-financeiro das empresas que aderiram ao segmento de governança corporativa denominada como Novo Mercado é melhor que as empresas listadas no Mercado Tradicional. As empresas listadas como Novo Mercado precisam aderir às regras rigorosas de Governança Corporativa, regras estas que servem para gerenciar o conflito de interesses entre conselho de administração e os acionistas que sempre foram fatores importantes no desempenho de uma empresa. Para tentar minimizar o impacto que esses fatores causam nos resultados financeiros de uma companhia, o controle sobre as demonstrações financeiras e conduta dos gestores estão cada vez mais rigorosas. O estudo conseguiu atingir os objetivos para os quais se propôs. Mostrando as empresas listadas no Novo Mercado e aderiram ao padrão mais alto de exigência para a Governança Corporativa são as que melhores desempenham financeiramente. Esta conclusão mostra a tendência de economias mais estáveis que depositam sua confiança de investimento em empresas que desejam assumir publicamente que adotam um padrão mais rigoroso para combater o conflito de agências. Assim, a teoria de agência se faz presente, de forma que as concessões realmente consideradas de sucesso não são aquelas que apresentam benefícios apenas para as empresas ou somente para regulador e para sociedade, mas aquelas que conseguem ser eficientes em relação à satisfação dos três interesses, administrando melhor o conflito de agência da regulação.

**Palavras-chave:** Infraestrutura; Concessões de Rodovias; Desempenho Econômico-Financeiro; Conflito de Agência.

## ABSTRACT

This assignment aims to present a comparison of listed companies of Sao Paulo's stock exchange BM & FBovespa on the sector of construction and Transportation dealing as concessions of Federal Highways. The objective of this assignment is to identify through financial demonstration if the financial- economic of the companies that adhere the corporate governance segment called New Market are best than the companies listed on the traditional market. The companies listed as New Market needs to join the stringent corporate governance rules, these rules are to manage the conflict of interests between counselor admins and shareholders, which are important factors to the performance of the company. To try to minimize the impact of the circumstances that could cause on the financial results of a company, the financial demonstration control and managers conduct are restrictedly controlled. This case study managed to achieve its objectives to what it was aimed for. Showing the companies listed on the New Market and the ones that adhere the default most high requirement to governance corporative are also the ones that best managed financially. This conclusion shows the trends of solid economies that trusts their investments to go on companies that rather assume publicly their adopt default most rigorous to finish the agency conflict. Therefore, the agency theory are present, in a way that the concessions really considered successful are not the ones that shows benefits to companies or regulators or society, but the ones that could be efficient in relation to satisfy all tree interests, best managing the conflict of agency regulation.

**Keywords:** Infrastructure; Toll Roads; Economic and Financial Analysis; Agency Conflict.

## LISTA DE ILUSTRAÇÃO

<b>Figura 1</b> – Estrutura Organizacional da CCR.....	45
<b>Tabela 1</b> - Valores médios do índice de lucratividade.....	68
<b>Tabela 2</b> - Valores médios dos índices liquidez .....	69
<b>Tabela 3</b> - Valores médios dos índices de rentabilidade .....	69
<b>Tabela 4</b> - Valores médios dos índices de estrutura de capital .....	70
<b>Quadro 1</b> - Níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa.....	24
<b>Quadro 2</b> - Especificação de variáveis provenientes do Balanço Patrimonial.....	37
<b>Quadro 3</b> - Especificações das variáveis provenientes da DRE.....	38
<b>Quadro 4</b> - Especificação dos índices econômico-financeiros utilizados. ....	39

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> - Índice de Lucratividade - Arteris .....	40
<b>Gráfico 2</b> - Índice de Liquidez – Arteris.....	41
<b>Gráfico 3</b> - Índice de Rentabilidade - Arteris .....	42
<b>Gráfico 4</b> – Índice de Estrutura de Capital - Arteris.....	42
<b>Gráfico 5</b> - Índice de Lucratividade - CCR .....	45
<b>Gráfico 6</b> - Índice de Liquidez - CCR .....	46
<b>Gráfico 7</b> - Índice de Rentabilidade - CCR .....	46
<b>Gráfico 8</b> - Índice de Estrutura de Capital - CCR.....	47
<b>Gráfico 9</b> - Índice de Lucratividade - EcoRodovias .....	50
<b>Gráfico 10</b> - Índice de Liquidez – EcoRodovias .....	51
<b>Gráfico 11</b> - Índice de Rentabilidade - EcoRodovias .....	51
<b>Gráfico 12</b> – Índice de Estrutura de Capital - EcoRodovias.....	52
<b>Gráfico 13</b> - Índice de Lucratividade – Raposo Tavares .....	54
<b>Gráfico 14</b> - Índice de Liquidez – Raposo Tavares .....	55
<b>Gráfico 15</b> - Índice de Rentabilidade – Raposo Tavares .....	56
<b>Gráfico 16</b> – Índice de Estrutura de Capital – Raposo Tavares.....	56
<b>Gráfico 17</b> - Índice de Lucratividade – Rodovia das Colinas.....	58
<b>Gráfico 18</b> - Índice de Liquidez – Rodovia das Colinas.....	59
<b>Gráfico 19</b> - Índice de Rentabilidade – Rodovia das Colinas.....	59
<b>Gráfico 20</b> – Índice de Estrutura de Capital – Rodovia das Colinas .....	60
<b>Gráfico 21</b> - Índice de Lucratividade – Concepa.....	65
<b>Gráfico 22</b> - Índice de Liquidez – Rodovia das Colinas.....	66
<b>Gráfico 23</b> - Índice de Rentabilidade – Concepa.....	66
<b>Gráfico 24</b> – Índice de Estrutura de Capital – Concepa .....	67



## LISTA DE SIGLAS E ABREVIACOES

<b>ABCR</b>	- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CONCESSOES RODOVIÁRIAS
<b>ANTT</b>	- AGÊNCIA NACIONAL DE TRANSPORTES TERRESTRES
<b>CNT</b>	- CONFEDERAÇÃO NACIONAL DE TRANSPORTES
<b>DFP</b>	- DEMONSTRAOES FINANCEIRAS PADRONIZADAS
<b>DRE</b>	- DEMONSTRAOES DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO
<b>FMI</b>	- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL
<b>ICEF</b>	- ÍNDICE DE COBERTURA DE ENCARGOS FIXOS
<b>ICTJ</b>	- ÍNDICE DE COBERTURA DA TAXA DE JUROS
<b>IFRS</b>	- INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS
<b>IPCA</b>	- ÍNDICE NACIONAL DE PREÇOS AO CONSUMIDOR AMPLO
<b>IPEA</b>	- INSTITUTO DE PESQUISA ECONMICA APLICADA
<b>IRP</b>	- IMOBILIZAÇÃO DE RECURSOS PERMANENTES
<b>PIB</b>	- PRODUTO INTERNO BRUTO
<b>PNLT</b>	- PLANO NACIONAL DE LOGÍSTICA E TRANSPORTES
<b>ROA</b>	- RETORNO SOBRE OS ATIVOS
<b>ROIC</b>	- RETORNO SOBRE CAPITAL INVESTIDO
<b>ROE</b>	- RETORNO SOBRE O PATRIMONIO LÍQUIDO
<b>ROT</b>	- REHABILITATE OPERATE TRANSFER
<b>TBP</b>	- TARIFA BASICA DE PEDÁGIO
<b>TIR</b>	- TAXA INTERNA DE RETORNO
<b>TJLP</b>	- TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO
<b>TRO</b>	- TERMO DE REGISTRO DE OCORRÊNCIA
<b>VPL</b>	- VALOR PRESENTE LÍQUIDO

## SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	11
1.1	Tema de pesquisa .....	11
1.2	Contexto e problema de pesquisa.....	13
1.3	Objetivos .....	15
1.4	Delimitação da pesquisa.....	16
1.5	Justificativa e relevância do tema .....	17
1.6	Estrutura da Monografia .....	18
2.	REVISÃO DA LITERATURA .....	19
2.1	Teoria da Governança Corporativa .....	19
2.2	Novo Mercado da BM&FBovespa.....	23
2.3	Programa de Concessão de Rodovias .....	26
2.4	Indicadores de avaliação econômico-financeira .....	27
3.	METODOLOGIA.....	34
3.1	Tipo de pesquisa e caracterização geral do estudo.....	34
3.2	Universo e amostra de estudo .....	35
3.3	Coleta de dados .....	36
3.4	Definição operacional das variáveis.....	36
3.5	Análise de dados .....	38
4.	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS .....	40
4.1	Análise descritiva das Concessionárias.....	40
4.2	Análise comparativa dos resultados médios .....	67
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	72
	REFERÊNCIAS .....	74

## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1 Tema de pesquisa

O conflito de interesses entre conselho de administração e os acionistas sempre foram fatores importantes no desempenho de uma empresa (ASSAF NETO, 2003). Para ASSAF NETO (2003), a análise das demonstrações financeiras visa basicamente uma avaliação do desempenho da empresa, notadamente como forma de identificar os resultados (consequências) retrospectivos e prospectivos das diversas decisões financeiras tomadas. Dentre as diversas técnicas indicadas pela literatura especializada para a análise do desempenho de uma empresa destaca-se a Análise de Índices Econômico-Financeiros, definida como uma técnica que considera os diversos demonstrativos contábeis como fonte de dados e informações, que são compilados em índices e indicadores, cuja análise histórica possibilita identificar a evolução do desempenho econômico-financeiro da empresa, bem como projeções de possíveis resultados futuros. Segundo SILVA (2001), os índices financeiros são relações entre contas ou grupos de contas das demonstrações financeiras, que têm por objetivo Para tentar minimizar o impacto que esses fatores causam nos resultados financeiros de uma companhia, o controle sobre as demonstrações financeiras e conduta dos gestores estão cada vez mais rigorosas. E para tentar estabelecer algum tipo de padrão, surge a Governança Corporativa, que tem como principal objetivo recuperar e garantir a confiabilidade em uma determinada empresa para os seus acionistas. Criando um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas.

A necessidade de boas pratica de governança corporativa vem dos conflitos de interesses entre o conselho de administração e os acionistas (ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P., 2009). Conflitos esses conhecidos como conflitos de agência. Segundo ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. (2009) a discussão sobre a Governança Corporativa envolve a criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas serão tomadas no melhor interesse dos investidores, de forma a maximizar a probabilidade dos fornecedores de recursos obterem para si o retorno sobre seus investimentos. Desta forma, o entendimento sobre governança corporativa passa pela compreensão do motivo pelo qual é necessária a criação desses mecanismos de controles, transparência e equidade na perspectiva de resolver os problemas de conflitos de agência.

Por traz da discussão sobre a separação entre propriedade e controle temos a importância de se usar eficientemente os recursos disponíveis, como forma de se maximizar o retorno aos acionistas. Contudo, o sistema no qual as empresas estão inseridas é muito mais amplo, existindo outros participantes além dos acionistas (principal) e executivos (agentes), tais como empregados, credores, fornecedores, etc., o que possibilita a geração de conflitos que possa não se restringir apenas à relação principal (ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P., 2009).

Apesar de sua importância para a gestão das companhias de capital aberto, o debate sobre Governança Corporativa no Brasil somente se intensificou, quando fatores como: privatizações, abertura econômica e a entrada de novos capitais estimularam novos esforços para a adoção de melhores práticas de governança. Governança diz respeito aos meios e processos que são utilizados para produzir resultados eficazes. Tem a ver com atos propositados, e não apenas comandos tácitos. A Governança Corporativa está preocupada não apenas com decisões, mas também com suas consequências (IBGC, 2009).

A outra ponta desta pesquisa visa infraestrutura rodoviária que tem ganhado destaque nos últimos tempos devido à relevância para o desenvolvimento da sociedade brasileira. O Programa de Concessões de Rodovias Federais teve seu início em 1993. Na mesma época, alguns estados também aderiram à iniciativa, realizando a concessão de parte de sua malha. Desde então, a regulação do setor por parte do setor público passou por um processo de consolidação e o aprendizado das primeiras concessões refletiu nos novos contratos firmados (BARBO *et al*, 2010).

Até o fechamento do período de análise deste estudo o Brasil têm 54 concessões entre rodovias federais e estaduais, conforme informação da Associação Brasileira de Concessões Rodoviárias (ABCR). Estes números tendem a crescer, uma vez que novos editais são publicados periodicamente. O grande desafio deste setor é buscar concorrentes que possam competir em igualdade de condições, pois existem ainda muitos projetos divergentes que são apresentados em uma demanda específica ou às vezes nenhuma proposta apresentada, devido às viabilidades econômicas de um projeto.

Além do problema apresentado acima e podendo ter relação para tanta disparidade, temos o conflito de agência comprometendo o desempenho financeiro dos projetos e também das empresas privadas atores neste mercado. Como conciliar tarifas justas nos pedágios sem comprometer a eficiência das empresas privadas e também garantindo contratos que sejam satisfatórios para a sociedade, promovendo as melhores rodovias nestes trechos de atuação.

Estes problemas enfrentados no setor tornam o tema viável para pesquisa uma vez o equilíbrio econômico-financeiro de um contrato de concessão é condição essencial para o seu sucesso, conforme ressalta Carneiro (2011).

## **1.2 Contexto e problema de pesquisa**

Existem vários estudos sobre qual a importância da Governança Corporativa na economia global nas últimas décadas, e o quão vantajoso pode ser para as empresas adotar tais práticas em sua administração. Segundo Brasileiro de Governança Corporativa o IBGC o início do estudo da Governança Corporativa se deu por volta de vinte anos atrás, e de lá até então não para de ser discutida por economias desenvolvidas. Atualmente é de fácil percepção a importância da Governança Corporativa no Brasil, pois facilita o acesso das empresas no mercado de capitais, na medida em que atrai investidores que são a principal fonte de capital de uma sociedade anônima de capital aberto. Ao longo do trabalho de pesquisa veremos se a adesão ao nível exigido pela BM&FBovespa de Governança Corporativa traz alguma vantagem na atração dos investidores em relação a uma companhia de capital aberto, que ainda não aderiu às práticas de Governança Corporativa e saber se tem como motivo principal a maior confiança do próprio investidor na sociedade empresarial que administrará o seu capital, pelas práticas.

O tema tratado merece um grande destaque devido sua atualidade, rápida evolução e a necessidade de boas práticas reguladoras do mercado de capitais que cada dia que passa ganha mais adeptos. Hoje é notável a incidência cada vez maior da prática da Governança Corporativa em sociedades empresariais bastante conhecidas. Neste trabalho focaremos em empresas de infraestrutura de rodovias.

A Governança Corporativa, para os estudiosos, é o resultado de anos de experiência da prática das sociedades anônimas abertas e do mercado de capitais. Outros fatores encadeantes são os escândalos corporativos como os casos Enron, WorldCom e Parmalat, dando uma maior relevância ainda para a regulação do mercado de capital e da relação interna das sociedades anônimas. Portanto é necessário que haja mecanismos de controle aptos a mediar e igualar os acionistas e seus contratados, a exemplo da diretoria executiva. Dando ênfase na informação e acompanhamento dos acionistas na administração do seu dinheiro aplicado.

Mais do que a obrigação de informar e o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos as grandes empresas disseminam as informações relevantes à sua

administração com a intenção de buscar mais visibilidade dos possíveis investidores. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. As informações disponibilizadas pelas empresas não devem-se restringir ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem a criação de valor.

O foco deste trabalho são as empresas listadas na bolsa de valores de capital aberto concessionárias de rodovias. As rodovias brasileiras são utilizadas por mais de 60% das cargas e 90% dos passageiros de longa distância, conforme Confederação Nacional de Transportes (CNT). Entretanto, a utilização deste sistema de forma ineficiente e a falta de incentivo às demais modalidades provocam um aumento considerável dos custos logísticos da produção, além de tornar este tipo de transporte inseguro e desconfortável para seus usuários (IBGC, 2008). A oferta de infraestrutura é insatisfatória em extensão e em qualidade (CNT, 2014). Assim, o investimento na manutenção da malha existente e na construção de novas rodovias se torna importantes para que o transporte cumpra sua função de promover o desenvolvimento e a integração econômica e territorial, por meio do aumento da competitividade.

Existem duas maneiras de financiar a construção e a manutenção de rodovias: por meio de impostos e por meio de pedágio, (LACERDA, 2005). Para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES, 2001), os principais motivos que conduziram à concessão da operação e à realização de investimento de parte da malha brasileira para a iniciativa privada foram:

- ⇒ possibilidade de viabilizar a recuperação e ampliação da infraestrutura viária, que já estava degradada, devido à falta de investimento e manutenção nos anos antecedentes;
- ⇒ extinção do imposto único sobre combustíveis e lubrificantes, em 1988, fonte exclusiva de recursos do Fundo Rodoviário Nacional, que permitiu o investimento no setor desde 1940;
- ⇒ melhoria da qualidade do serviço ofertado, com a prestação de atendimento ao usuário (guincho, resgate médico, telefonia e controle de tráfego);

- ⇒ possibilidade de alavancar recursos adicionais com a entrada do capital privado, uma vez que os projetos requerem uma participação mínima de capital próprio para o seu financiamento; e
- ⇒ possibilidade de obter ganhos adicionais, como aumento da arrecadação fiscal para o setor público, geração de empregos, preparação das rodovias para o futuro crescimento da produção etc.

Apesar dos benefícios descritos acima, devido à complexidade dos projetos de infraestrutura, os riscos envolvidos nesses contratos são significativos. Fishbein e Babbar (1996) sustentam que os problemas enfrentados nos projetos de concessão de rodovias se assemelham aos dos demais setores de infraestrutura, dentre os quais se podem citar: riscos de construção, vulnerabilidade às decisões e conjunturas políticas, casos fortuitos e de força-maior, bem como o significativo montante de capital investido. Cumpre ressaltar, entretanto, que há outros riscos específicos inerentes a este tipo de projeto que o torna mais complexo que os demais: condições geológicas e temporais imprevisíveis, que podem causar a elevação de custos e atrasos de obras, além da incerteza acerca da demanda de tráfego e, conseqüentemente, da receita a ser auferida (FISHBEIN e BABBAR, 1996).

É neste contexto que emerge o seguinte problema de pesquisa: Quais concessões rodoviárias federais brasileiras conseguem melhor gerir o conflito de agência, apresentando eficiência em termos de desempenho econômico-financeiro e operacional? Além disso, quais são os fatores críticos que elas apresentam para tal desempenho?

### **1.3 Objetivos**

#### **1.3.1 Objetivo Geral**

Verificar se há diferenças no desempenho econômico-financeiro de concessionárias de rodovias classificadas no segmento de Governança Corporativa da BM&FBovespa denominado Novo Mercado, comparando com o segmento Tradicional.

#### **1.3.2 Objetivos específicos**

- a) Identificar os indicadores econômico-financeiros mais adequados para avaliar as concessionárias de rodovias;
- b) Classificar as concessionárias em termos de desempenho sob aspecto econômico-financeiro e operacional;

- c) Identificar os fatores críticos para o desempenho das concessionárias;
- d) Comparar as concessionárias listadas no Novo Mercado com aquelas classificadas no segmento Tradicional.

#### **1.4 Delimitação da pesquisa**

De maneira abrangente, esta pesquisa trata da análise do desempenho econômico-financeiro e operacional das concessionárias de rodovias que estão listadas na bolsa de valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) e que aderiram as exigências do segmento de Novo Mercado (NM), quando comparadas com empresas do mesmo setor que não aderiram a este segmento.

Foram utilizadas as demonstrações financeiras das concessionárias, para a análise vertical e horizontal de indicadores, como forma de aferir a realidade financeira do setor. Além disso, analisaram-se as premissas contratuais e regulatórias e as características operacionais envolvendo as concessões, para que fosse possível comparar a realidade econômico-financeira das concessões com seu desempenho operacional. Tal análise, baseada em dados secundários, permitiu identificar os fatores críticos no desempenho satisfatório dos contratos.

A escolha da amostra de companhias do setor de infraestrutura rodoviária como objeto deste estudo decorreu da maior disponibilidade das informações do setor e do fato de todas estarem submetidas ao mesmo padrão regulatório, o que facilita a análise comparativa de seus contratos e demais documentos. Tais empresas são de capital privado, cujos dados são disponibilizados pelos sites próprios. A análise procurou contemplar o maior período possível, de acordo com os dados disponíveis. Devido a mudanças significativas nos padrões contábeis vigentes no Brasil, no exercício de 2010, o período de análise de dados limitou-se a cinco anos entre 2010 e 2014. Não foi objetivo desta pesquisa investigar se essas mudanças na contabilidade impactaram ou não os resultados financeiros das empresas pesquisadas. Além disso, o escopo do trabalho não inclui a discussão teórica acerca das premissas e definições da legislação e dos contratos de concessão, mas apenas a identificação de possíveis fontes de conflito e fatores críticos para o desempenho a partir da regulamentação existente. É importante ressaltar que o foco principal deste trabalho consiste em buscar compreender os processos críticos para o desempenho econômico-financeiro e operacional das concessionárias de infraestrutura, utilizando para tal a teoria existente e os modelos de análise financeira disponíveis.



### 1.5 Justificativa e relevância do tema

As boas práticas de Governança Corporativa têm sua base na transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa, premissas capazes de conferir à empresa atributos como, credibilidade, responsabilidade e ética. Nesse contexto, as práticas de governança corporativa permitem e requerem o aprimoramento da gestão da empresa em suas diferentes áreas, operacional, financeira, contábil e social. Essa gestão diferenciada contribui para que a empresa conquiste vantagem competitiva, pois revela uma empresa bem administrada, organizada e preparada para evidenciar aos interessados todas as nuances que envolvem sua administração (ASSAF NETO, 2003). A literatura, tais como MARQUES (2007), BLACK E CARVALHO (2007) e ANDRADE E ROSSETTI (2009) têm apresentado inúmeros argumentos que contribuem para a disseminação de que as práticas de Governança Corporativa se constituem em um sistema de gestão capaz de contribuir com a gestão da empresa e proporcionar benefícios tangíveis e intangíveis, como exposto na fundamentação teórica deste estudo. Nesse sentido, conhecer se o desempenho dos indicadores de mercados é diferenciado em um mesmo ramo de atividades para empresas que aderiram as práticas de Governança Corporativa quando comparadas a empresas de capital aberto listadas na mesma bolsa de valores que ainda não praticam. Buscar evidências empíricas que corroborem com a afirmação de que a Governança Corporativa é benéfica para o bom desempenho das empresas.

Dentre os benefícios esperados do programa de concessões de rodovias estão: a sensível melhora na qualidade do pavimento e da sinalização das rodovias, do atendimento ao usuário através de socorro mecânico e serviço de resgate a acidentados, além dos efeitos positivos para a sociedade em geral e para os moradores dos municípios limítrofes em particular (através da criação de empregos em diversos níveis). Como em um ciclo de desenvolvimento sustentado, “as rodovias induzem a localização de atividades e propiciam novas oportunidades de negócios relacionados com transportes rodoviários” (HUMBERG, 2005, p.42).

A concessão de rodovias é um instrumento de política de transportes empregado em diversos países do mundo, “a manutenção dos programas brasileiros de concessão de rodovias é algo desejável sob o ponto de vista social” (CARVALHO, 2003, p.157). Impõe-se então, a necessidade de gerir as empresas participantes do processo de maneira ética e responsável, já que atua em um segmento importante para o desenvolvimento socioeconômico do país, e para isso, um estudo das práticas de gestão adotadas sob a luz dos conceitos de Governança

Corporativa é viável e oportuno. Outro ponto importante é saber o quanto aderir ao segmento de novo mercado da bolsa de valores pode resultar em ganhos financeiros para as empresas que estão atuando neste mercado.

### **1.6 Estrutura da Monografia**

Além desta introdução, este estudo compõe-se de mais cinco capítulos. No capítulo 2 descreve-se a revisão da literatura sobre os conceitos utilizados no estudo referente a: teoria da Governança Corporativa, o segmento do Novo Mercado da BM&FBovespa, a concessão de rodovias brasileiras e indicadores econômico-financeiros. No capítulo 3 desenvolve-se a metodologia de pesquisa, considerando questões como: natureza da pesquisa, universo e amostra de estudo, técnicas de coleta e tratamento dos dados, enfim, passos metodológicos necessários para atingir o objetivo proposto adotados na pesquisa. No capítulo 4 procede-se à apresentação e análise dos resultados do trabalho. Por fim, formulam-se as considerações finais no capítulo 5.

## **2. REVISÃO DA LITERATURA**

Este capítulo está estruturado em três seções, Na seção 2.1, aborda-se a teoria da governança corporativa. Na seção 2.2, aborda-se o segmento do Novo Mercado (NM) da BM&FBovespa. A seção 2.3, abordam-se aspectos sobre o programa de concessão de rodovias.

Na seção 2.4, abordam-se os principais conceitos de análise econômico-financeira e de seus indicadores. Aborda-se a revisão das principais técnicas e indicadores utilizados para a avaliação de desempenho econômico-financeiro.

### **2.1 Teoria da Governança Corporativa**

De acordo com o IBGC (2009, p. 19), a governança corporativa é:

O sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e aperfeiçoar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

As boas práticas de governança corporativa teriam a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Já a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a define como:

Um conjunto de práticas que tem por finalidade aperfeiçoar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

Durval Noronha Goyos Jr. (2003) define governança como: “um esforço contínuo e organizado dos acionistas e executivos no sentido de obter o melhor alinhamento de interesses possível”. A governança corporativa possui uma diversidade de conceitos, mas há um conjunto de expressões-chaves nos mesmos, como por exemplo: os conflitos de interesse, os seus propósitos, os modelos, os princípios, o acesso a recursos, às praticas, os Stakeholders e outras. Enfim, vários autores, instituições e organizações têm definições próprias sobre o tema, mas todas elas dizem respeito, basicamente, a forma de governo das organizações.

Importante observar que falar de um sistema de governo, administração e controle de uma instituição qualquer - seja empresarial ou não, com finalidade lucrativa ou filantrópica, controlada por capitais públicos ou privada, e qualquer que seja a forma adotada, societária, associativa ou cooperativa. Governança corporativa não é assunto privativo de companhias.

Qualquer instituição possui uma estrutura de governança, um conjunto de procedimentos e controles que disciplina as relações entre os nela envolvidos. Essa estrutura poderá ser boa ou má, mas governança existe, esteja expressa ou resulte de comportamentos adotados ou costumeiros (SANTOS, 2006).

Nas sociedades anônimas, o acionista é o proprietário da organização e seus interesses devem ser, em tese, o foco das ações dos agentes que detêm o controle gerencial: os administradores e executivos. Na teoria econômica tradicional, a Governança Corporativa tem como objetivo procurar superar o chamado “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão organizacional. O “principal”, titular da propriedade, delega ao “agente” o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí, surgem os chamados conflitos de agência, uma vez que os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os dos titulares da propriedade da organização. Sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos administradores esteja alinhado com o interesse dos proprietários (IBGC, 2006).

Segundo o IBGC (2006), a Governança Corporativa deve ter três princípios fundamentais que seriam as linhas mestras para sua adequação às boas práticas:

**Transparência (Disclosure):** Comunicação interna e externa, particularmente quando, espontânea, franca e rápida resulta um clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da organização com terceiros. **Equidade (Fairness):** Tratamento justo e igualitário de todos os grupos de interesse como colaboradores, clientes, fornecedores, credores. **Prestação de contas (Accountability):** os agentes devem prestar contas de sua atuação e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.

Responsabilidade Corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que atua. Conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade) e, portanto, devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

Seguido a isso, o IBGC define os cinco pilares básicos para a sustentação das boas práticas de governança corporativa:

- ⇒ Propriedade: Cada sócio é um dos proprietários da sociedade, na proporção de sua respectiva participação no capital social. A assembleia geral/reunião de sócios é o órgão soberano da sociedade.
- ⇒ Conselho de administração: Representa a propriedade com a função de: definir estratégias para a organização; eleger e destituir o principal executivo; definir remuneração da diretoria; fiscalizar a gestão e avaliar a diretoria; escolher a auditoria independente; e convocar assembleias de proprietários (Art. 142 da Lei 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas).
- ⇒ Diretoria Executiva: Representa a organização perante os proprietários e as demais partes interessadas. Deve prestar contas ao Conselho de Administração e é o responsável pela execução das diretrizes por este fixada.
- ⇒ Auditoria Independente: É um importante agente da governança, pois tem a atribuição de verificar se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da sociedade, de forma independente, neutra e estritamente profissional.
- ⇒ Conselho Fiscal: é o órgão da governança que tem como objetivo fiscalizar os atos da administração, opinar sobre determinadas questões e dar informações aos sócios, interagindo diretamente com os órgãos de auditoria. Deve ser visto como uma importante ferramenta que visa agregar valor para a sociedade, agindo como um controle independente para os sócios.

### **2.1.1** Conceitos e Princípios da Governança Corporativa

As empresas que optam pelas boas práticas de Governança Corporativa têm um compromisso importante com a transparência e a prestação de contas, ferramentas estas que contribuem significativamente nas decisões de investimento dos investidores, ao analisarem em quais empresas devem aplicar seu capital.

Hitt, Ireland e Hoskisson (2005) também contribuem para a discussão ao mencionarem que a governança corporativa pode ser entendida como uma inter-relação entre as partes interessadas (Stakeholders), a fim de nortear a organização e controlar o seu desempenho. Essa definição remete sobre a importância dos princípios de governança corporativa que as empresas devem implantar, com o objetivo de mensurar melhor o seu desempenho.

Matias (2007, p. 215), argumenta que:

A governança corporativa é apresentada como um conjunto integrado de controles internos e externos que harmonizam os conflitos de interesse entre gestores e acionistas, numa visão em que se pode tornar um instrumento de aumento da eficiência de gestão.

Complementando a definição anterior, várias organizações fazem uso de mecanismos de incentivo e controle, tendo como objetivo solucionar os conflitos de interesse, entre proprietários e gestores e, por conseguinte, assegurar que as decisões sejam tomadas de acordo os objetivos de longo prazo das organizações.

Sob este aspecto, Marques (2007, p. 13) entende que:

De maneira bastante genérica, a governança corporativa pode ser descrita como os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa. Governança corporativa é um conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência.

Diversas empresas têm buscado nas práticas de Governança Corporativa, possíveis soluções para os conflitos de interesse societário, tendo como finalidade o alcance do objetivo dos proprietários, que a maximização de sua riqueza, bem como o aumento do valor de suas ações. A CVM (2002, p. 1) sustenta que: “governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. A Governança Corporativa além de abranger as empresas e os stakeholders, também enfatiza a importância da responsabilidade corporativa, compreendendo o meio ambiente e a sociedade em que estão inseridas.

Andrade e Rossetti (2009, p. 150) definem a Governança Corporativa como sendo:

Um conjunto de princípios, processos e práticas que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza dos proprietários e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com esse fim.

Portanto, existem várias definições sobre a Governança Corporativa, e a que será considerada neste trabalho será a do IBGC, tendo como justificativa para tal escolha o fato de que o mesmo é uma organização de âmbito nacional, sem fins lucrativos, reconhecida internacionalmente como referência em Governança Corporativa na América Latina e pela exclusiva dedicação sobre o assunto. Sendo assim, seus diferentes conceitos enfatizam a importância da adoção de boas práticas de governança como linhas mestras, para que as organizações possam monitorar e avaliar melhor o desempenho de suas gestões, a fim de obterem vantagem competitiva.

## **2.2 Novo Mercado da BM&FBovespa**

As empresas que querem estar listadas, nos segmentos diferenciados da BM&FBovespa, se comprometem com obrigações adicionais as existentes na legislação. O nível considerado de maior padrão de Governança Corporativa é o chamado de Novo Mercado. Como algumas empresas demonstraram estar dispostas a assumir alguns destes compromissos, foram criados níveis intermediários conhecidos como Nível 1 e Nível 2. A adesão de uma empresa ao Novo Mercado é voluntária e concretiza-se com a assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, administradores e a BM&FBovespa. De acordo com este contrato as partes acordam em cumprir o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que consolida todos os requisitos desse segmento, tidos como de alto padrão em termos de Governança Corporativa. Entre estes requisitos destaca-se a emissão exclusiva de ações ordinárias, além do compromisso das partes adotarem a arbitragem para a solução de eventuais conflitos societários que possam surgir.

Vale destacar que as empresas listadas no Nível 2 da BM&FBovespa assumem vários destes mesmos compromissos, onde o principal fator de diferenciação deste segmento para o Novo Mercado é o compromisso de só emitir ações ordinárias. Isto demonstra que a emissão exclusiva de ações ordinárias é um sinalizador adicional para o mercado de uma boa prática de Governança Corporativa, além da simples assinatura dos demais compromissos exigidos pela BM&FBovespa para os níveis diferenciados.

Todos os segmentos prezam por rígidas regras de governança corporativa. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis apresentados no Quadro 1. Além disso, tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores da companhia e participantes do mercado, o risco é reduzido.

**Quadro 1-** Níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa.

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 memb. (com andato unif. até 2 anos)	Mínimo de 3 membros
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigação do Conselho de Administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Obrigatória			Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatória			Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	

Fonte: BM&amp;FBovespa e Próprio



Algumas empresas no Brasil unificaram as suas ações de forma voluntária, nos últimos anos, com vistas a fazerem parte da listagem do Novo Mercado, o que por si só representa uma busca por apresentar melhores práticas de Governança Corporativa, conforme Bortolon e Leal (2009). Merece ser ressaltado que a aceitação de resolver conflitos com acionistas por meio de um tribunal arbitral, é um cláusula contratual que é assinada pelas empresas que aderem ao Novo Mercado ou ao Nível 2. As cláusulas do Nível 1 são basicamente voltadas a transparência e estas são cumulativas nos outros níveis. Black, Carvalho e Sampaio (2013) identificam o Novo Mercado e o Nível 2 como níveis de elevada pontuação em termos de Governança Corporativa e que as empresas brasileiras estão oferecendo além dos requisitos básicos assumidas pelo contrato de adesão da BM&FBovespa em seus respectivos níveis.

Como visto, no Brasil, para se saber quais os direitos uma empresa oferece aos seus acionistas não basta o conhecimento da lei, pois para certos casos a legislação estipula diretrizes das alternativas que devem constar nos estatutos das empresas. Assim para uma avaliação apropriada das empresas abertas nacionais negociadas em bolsa, torna-se relevante considerar o fator constante no estatuto como contrapartida oferecida aos preferencialistas, onde a empresa, em conformidade com a Lei 10303/01, opta por oferecer às ações preferenciais pelo menos uma das seguintes vantagens: dividendo 10% maior do que o pago as ações ordinárias, ou dividendos mínimos, ou direito ao — tag along<sup>1</sup> (Barbosa, 2004).

Empresas que façam parte dos níveis diferenciados da bolsa assumirão compromissos adicionais. Desta forma, a opção que constar no estatuto será um dos fatores determinantes da diferença de preço entre ações ordinárias e preferenciais, que pode variar de empresa para empresa. De acordo com o site da Bolsa de Valores brasileira, as empresas listadas no Novo Mercado assumem os compromissos de Governança Corporativa adicionais aos existentes na

---

<sup>1</sup> O *tag along* garante que o comprador das ações dos controladores, faça uma oferta pública aos acionistas minoritários, por 100% do valor pago pelas ações dos controladores para o nível de governança corporativa tipo novo mercado, 100% das ações ON e PN para o tipo nível 2 (até o dia 09/05/2011 era 100% para ON e 80% para PN) e 80% do valor para as ações ON conforme a legislação para o tipo Nível 1. Cabe aos minoritários aceitarem ou não a proposta.

O *tag along* é previsto na legislação brasileira (Lei das S.A., Artigo 254-A) e assegura que a alienação, direta ou indireta, do controle acionário de uma companhia somente poderá ocorrer sob a condição de que o acionista adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, de modo a assegurar a seus detentores o preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle.

Algumas companhias, voluntariamente, estendem o direito de *tag along* também aos detentores de ações preferenciais e/ou asseguram aos detentores de ações ordinárias um preço superior aos 80%

legislação atual e a todos os outros níveis da BM&FBovespa. Tais compromissos referem-se à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da companhia; e à adoção de regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor. De acordo com a BM&FBovespa, — a melhoria da qualidade das informações prestadas pela companhia e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento. Assim, em virtude do aumento da confiança, eleva-se a disposição dos investidores de adquirir ações da companhia.

Para o presente trabalho, o ingresso da empresa no Novo Mercado ilustra o conceito de que empresas negociadas por uma classe de ações podem participar de uma listagem especial, que representa uma certificação de tratamento desejável para com o acionista por parte da empresa. Tal procedimento é um indicativo de que a existência de uma só classe represente uma boa prática de Governança Corporativa, o que está em conformidade com a literatura internacional que investiga a unificação das classes.

### **2.3 Programa de Concessão de Rodovias**

O Programa Brasileiro de Concessões de Rodovias teve início na década de 90 como alternativa à falta de recursos federais para a recuperação, melhoria, manutenção e expansão da malha rodoviária nacional. O Brasil tem o segundo maior conjunto de rodovias no mundo, sendo que, deste, atualmente mais de 14 mil quilômetros são em rodovias concedidas, operadas por 54 empresas, que já investiram cerca de R\$ 16 bilhões em 15 anos. Segundo dados do Coppead (Instituto de Pesquisa e Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ), o modal rodoviário responde por cerca de 60% do volume de cargas transportadas no Brasil.

O Sistema de Concessão permite a transferência, por meio de licitação, de um serviço ou bem público à iniciativa privada por prazo determinado (a propriedade continua sendo da União). No caso das rodovias, este prazo está entre 20 e 30 anos, após o qual o contrato poderá ser renovado ou não. Caso não haja esta renovação, o bem ou serviço volta à responsabilidade do poder concedente (governo), incorporando-se nesta transferência todas as benfeitorias executadas (obras, instalações, equipamentos e frota, entre outros).

A atuação das Concessionárias Federais de Rodovias é regulamentada e fiscalizada pela Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT), do Ministério dos Transportes. Este

sistema foi adotado no País como alternativa para recuperar e aprimorar parte significativa da malha rodoviária brasileira, uma vez que as rodovias encontravam-se num nível alto de degradação, devido à falta de investimentos públicos. Com o fim do Fundo Rodoviário Nacional, em 1988, cujos recursos eram obrigatoriamente aplicados nas rodovias, não havia outra fonte de recurso disponível, a não ser a capacidade de investimento da iniciativa privada. Pelas rodovias brasileiras são transportadas, anualmente, 1,2 bilhão de pessoas, ou seja, 95% de todo o transporte de passageiros do País.

#### **2.4 Indicadores de avaliação econômico-financeira**

Todas as sociedades por ações são obrigadas por lei a elaborar e publicar as demonstrações financeiras que contemplam o balanço patrimonial, a demonstração das mutações patrimoniais ou demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados, a demonstração do resultado do exercício e a demonstração das origens e aplicações de recursos. Para se avaliar qualquer sistema empresarial, é necessário coletar dados capazes de refletir a condição financeira e os resultados operacionais do negócio, Pois eles é que possibilitarão o entendimento acerca dos fluxos de capital específicos da empresa ou projeto. Como as informações financeiras são mais facilmente disponíveis por meio de demonstrações publicadas anualmente. Helfert (2000) salienta que os principais itens das demonstrações são: balanço patrimonial, demonstração de resultados e demonstrativo de fluxo de caixa.

O balanço patrimonial é o registro de categorias e valores de ativos do negócio e das obrigações devidas aos financiadores e empregadores em uma data especificada. Tal demonstrativo é de natureza estática. A demonstração de resultados trata-se dos efeitos das decisões empresariais sobre o desempenho, em forma de lucro ou prejuízo contábil aos seus investidores em um período específico. Pode ser considerado um suplemento essencial ao balanço, pois explica quais foram os fatores responsáveis pela variação do patrimônio líquido. Nesse sentido, ele é capaz de fornecer informações importantes para a avaliação de desempenho. Por fim, o demonstrativo de fluxo de caixa trata-se dos efeitos combinados das decisões de investimento, operacionais e de financiamento. Assim ele traz uma análise dinâmica das mudanças no caixa da empresa (HELFERT, 2000).

É importante notar que, embora os documentos citados sejam capazes de apontar as consequências acumuladas das tomadas de decisões por seus gestores no passado, eles podem gerar significativa ambiguidade, uma vez que, em muitos casos, o desempenho econômico da

empresa é explicado a partir da interpretação do analista. Em busca por um padrão razoável e constante da contabilidade, Helfert (2000, p. 30) cita a existência de princípios conservadores que norteiam os demonstrativos. Os principais, segundo o autor são:

- \* “As transações são registradas pelos seus custos históricos;
- \* Somente são feitos ajustes nos valores atuais se houver declínio nesses valores;
- \* As receitas e custos são reconhecidos quando ocorridos, e não quando da respectiva saída ou entrada de dinheiro;
- \* A confrontação periódica entre receitas e custos é obtida pelo regime de competência do exercício;
- \* As perdas e desvalorizações estimadas dos ativos podem ser debitadas no resultado do exercício e creditadas nas contas patrimoniais respectivas”.

A análise de tais documentos é, segundo Assaf Neto (2003, p. 97), um dos estudos mais importantes da administração financeira. Tal estudo se justifica pelo fato de possibilitar uma avaliação do desempenho econômico-financeiro em determinado período passado, com vistas a diagnosticar o *status* atual da empresa e traçar, portanto, estratégias para o futuro. O autor indica, ainda, que a finalidade geral da análise dos demonstrativos é verificar os reflexos das decisões tomadas por seus gestores sobre sua liquidez, estrutura patrimonial e rentabilidade.

Embora existam métodos mais sofisticados para realizar a análise econômico-financeira das empresas, a utilização de índices é o mais comum. Entretanto, Assaf Neto (2003) alerta para algumas limitações de tal modelo. Por exemplo, constata-se que um índice não deve ser interpretado isoladamente de outros que podem influenciar seu comportamento. Pois as conclusões acerca do desempenho poderiam ser errôneas. Ainda, é importante realizar uma comparação temporal ou setorial dos índices para obter-se uma interpretação melhor acerca da dinâmica da empresa e suas tendências, bem como as especificidades financeiras do setor. A comparação de valores absolutos relacionáveis entre as rubricas constantes das demonstrações financeiras são chamadas de “técnicas” de análise horizontal “ou técnica de análise vertical”. No primeiro caso, é realizada a avaliação de como determinado item evolui ao longo do tempo. No segundo, trata-se de um processo comparativo entre grandezas de uma mesma demonstração em um mesmo período de tempo (ASSAF NETO, 2003).

Na análise horizontal, o autor nota que é possível verificar o crescimento temporal de alguma categoria pela construção de números-índices. Para tal, deve-se definir a data base, que é aquela referente à demonstração financeira mais antiga a ser analisada. Assim, todos os valores dos anos subsequentes são avaliados em termos de acréscimo ou decréscimo em relação à data base. Para esse método, porém, cumpre ressaltar que as análises devem ser

realizadas em termos reais, ou seja, livres dos efeitos inflacionários. Assim, é necessário efetuar a correção integral dos valores para uma mesma data de análise.

Na análise vertical, em contrapartida, considera-se um processo comparativo. O período de tempo avaliado deve ser o mesmo. Portanto, os itens devem pertencer à mesma demonstração financeira. Assaf Neto (2003, p. 104) afirma que esta técnica de análise permite conhecer todas as variações que existiram na estrutura dos relatórios. Portanto, complementa a análise horizontal prévia. São calculadas, então, as proporções percentuais entre diversas contas dos demonstrativos que apresentam algum tipo de afinidade. Cumpre ressaltar que foi a partir da análise vertical que se estabeleceram as categorias de índices econômico-financeiros de análise amplamente utilizados. Dessa forma, tal tipo de análise se tornou a técnica mais utilizada para a avaliação de desempenho (ASSAF NETO, 2003). Entre tais índices, serão explorados nesta pesquisa os indicadores de rentabilidade, de liquidez e endividamento.

#### **2.4.1 Indicadores de rentabilidade**

A lucratividade de uma empresa é uma questão essencial que os analistas esperam que os demonstrativos financeiros possam esclarecer, (DAMODARAM, 2004). Em relação a esse conceito, é necessário fazer considerações sobre dois princípios básicos que fundamentam a medida contábil de lucros e lucratividade: a contabilidade de provisões, ou regime de competências; e a separação das despesas em operacionais, de financiamento e de capital.<sup>2</sup>

O primeiro princípio refere-se ao período de registro da venda de determinado bem ou serviço. Segundo o regime de competências, a receita deve ser auferida no período em que de fato ocorreu a venda/prestação. No regime de caixa o autor afirma que as receitas e despesas são registradas no período de seu pagamento. Quanto à separação dos grupos de despesas, Damodaran (2004) defende as despesas operacionais como aquelas que geram benefícios apenas no período corrente. As de financiamento são devidas ao capital de terceiros presente no negócio. Por fim, as despesas de capital formam o grupo de encargos capaz de gerar benefício por longo prazo no negócio. Esta última, por sua vez, se anula ao longo do tempo

---

<sup>2</sup> Outro conceito importante que permeia os indicadores econômico-financeiros refere-se ao valor contábil. Trata-se da quantia registrada na contabilidade de determinado ativo, líquido da respectiva depreciação acumulada e das provisões para perdas.

por meio da depreciação e amortização. A partir de tal divisão é que surgem os distintos conceitos de lucro, a saber:

- \*  $LO = \text{Receita Bruta} - \text{Despesas Operacionais}$
- \*  $LL = LO - \text{Despesas Financeiras}$

Legenda:  
 LO = Lucro Operacional  
 LL = Lucro Líquido

Os demonstrativos de resultados são capazes de apontar o quanto a empresa é lucrativa em termos absolutos. Assaf Neto (2003) salienta que neste caso não é possível verificar se o resultado gerado no exercício é compatível ou não com o potencial econômico da empresa. Damodaran (2004) ressalta a importância de medir sua rentabilidade em termos percentuais. Assim, os principais indicadores comparam essa grandeza em função do capital empregado (ativo ou patrimônio), como forma de obtenção de uma taxa de retorno sobre o investimento ou em função das vendas, para se estimar a margem de lucro da companhia.

Os índices de margem bruta, margem operacional e margem líquida fazem referência aos distintos conceitos de lucro. O primeiro refere-se diferença entre o que é faturado e o custo do serviços (lucro bruto) e a receita líquida. O segundo é a razão entre o lucro operacional e a receita líquida. Finalmente, a margem líquida é a divisão do lucro líquido também pelo mesmo denominador dos anteriores.

O retorno sobre os ativos (ROA) fornece a eficiência operacional da empresa em gerar lucros a partir de seus ativos antes dos efeitos de financiamento, já que, segundo Assaf Neto (2003), o resultado independe de como a empresa é financiada. Sua fórmula é dada por:

- \*  $ROA = \text{Lucro Operacional} / \text{Ativo Total Médio}$

Outra medida de rentabilidade destacada por Damodaran (2004) é o retorno sobre Capital Investido (ROIC). Essa relaciona o lucro operacional ao capital investido na empresa. O capital é expresso como a soma do valor contábil da dívida e do patrimônio líquido da empresa. Essa medida, segundo o autor, é mais adequada quando parte significativa dos passivos é circulante e sem incidência de juros.

- \*  $ROIC = LAJIR / \text{Exigível Total} + PL$       ( $\text{Exigível Total} = PC + ELP$ )

Legenda:  
 LAJIR = Lucro Antes de Juros e Impostos  
 PC = Passivo Circulante  
 ELP = Exigível a Longo Prazo

Enquanto o retorno sobre o capital afere a rentabilidade da empresa como um todo, o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) examina a rentabilidade a partir da perspectiva do investidor em ações (DAMODARAN, 2004). Ou seja, para cada unidade monetária de recursos próprios investido na empresa, o quanto o proprietário recebe de lucro (ASSAF NETO, 2003).

$$* \text{ ROE} = \text{LL} / \text{PL}$$

Legenda:

LL = Lucro Líquido

PL = Patrimônio Líquido

#### 2.4.2 Indicadores de liquidez

Conforme Damodaran (2004), o risco mais comum mensurado nos demonstrativos contábeis refere-se à inadimplência. Nesse caso, busca-se medir a capacidade de pagamento de dívidas de uma empresa (ASSAF NETO, 2003). Os indicadores de liquidez, então, pretendem verificar a disposição da empresa em cumprir suas obrigações fixas, como juros ou o principal de dívida. Damodaran (2004) adverte que as medidas contábeis de risco geralmente apresentam um aspecto estático ao focar em a capacidade de uma empresa em determinado momento no tempo para atender a suas obrigações, e não a mostrarem da magnitude e a época em que ocorrerão as entradas e saídas.

A liquidez de curto prazo reflete a necessidade da empresa de financiar operações correntes. De acordo com Damodaran (2004), embora muitas empresas recorram a empréstimos de curto prazo para cobrir o lapso temporal entre o pagamento de determinada dívida e o recebimento de determinada receita, os índices de liquidez de curto prazo são utilizados para acompanhar a extensão da exposição a esse risco. Tal indicador será exposto a seguir:

$$* \text{ Liquidez Corrente} = \text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante}$$

Em que:

Ativo circulante: dinheiro, estoque, contas a receber;

Passivo circulante: obrigações vencendo dentro do próximo período.

De acordo com Damodaran (2004), um índice de liquidez muito alto pode representar uma empresa pouco saudável, pois pode ser um indício de redução do estoque e de imobilização

do capital de giro líquido. Nesse caso, o índice de liquidez seca ou imediata pode ser aconselhável, por diferenciar os tipos de ativos circulantes.

$$* \text{ Liquidez Seca} = \text{Ativo Circulante} - (\text{Estoque e Desp. Antecipadas}) / \text{PC}$$

O índice de liquidez imediata ainda diferencia os ativos circulantes que podem ser rapidamente convertidos em caixa, como dinheiro e títulos mobiliários de fácil negociação, daqueles que não podem, por exemplo, estoque e contas a receber (DAMODARAN, 2004).

$$* \text{ Liquidez Imediata} = \text{Caixa} + \text{Títulos Imobiliários} / \text{PC}$$

Em que:

*Títulos Imobiliários sejam facilmente negociáveis.*

Assaf Neto (2003) alerta sobre o índice de liquidez geral, que reflete a saúde financeira de prazo mais longo da companhia. Cumpre ressaltar, entretanto, que a análise por meio de tal índice poderá ficar prejudicada se os prazos dos ativos e passivos forem muito diferentes no cálculo.

$$* \text{ Liquidez Geral} = \text{AC} + \text{RLP} / \text{PC} + \text{ELP}$$

Legenda:

AC = Ativo Circulante

PC = Passivo Circulante

ELP = Exigível a Longo Prazo

RLP = Realizável a Longo Prazo

### 2.4.3 Indicadores de endividamento e estrutura.

Os indicadores de solvência de longo prazo e o risco de não pagamento buscam verificar a capacidade da empresa de atender aos pagamentos de juros e do principal no longo prazo. Assim, este grupo de indicadores busca relacionar lucratividade ao pagamento de dívidas e medir, de certa forma, o grau de comodidade que as empresas podem realizar tais pagamentos (DAMODARAN, 2004).

A relação entre capital de terceiros e capital próprio, ou índice de dívida para o patrimônio, refere-se à dependência da empresa em relação a seu financiamento por recursos próprios (valor contábil do patrimônio) (DAMODARAN, 2004; ASSAF NETO, 2003).

$$* \text{ Dívida para patrimônio} = \text{Exigível Total} / \text{Patrimônio Líquido}$$



A relação entre capital de terceiros e passivo total, que também pode ser chamada de “índice de dívida para capital”, pretende mensurar a dívida como proporção do capital total da empresa. Segundo a interpretação de Assaf Neto (2003), pode ser entendido como o percentual de recursos da empresa financiado com recursos de terceiros.

$$* \text{ Dívida para Capital} = \text{Exigível Total} / \text{Passivo Total}$$

A relação de empréstimos descontado o disponível em caixa para o ativo denomina-se como “índice de dívida líquida sobre o ativo” utiliza-se a dívida líquida para incorporar apenas os passivos onerosos subtraídos dos ativos financeiros.

$$* \text{ Dívida líquida sobre o ativo} = \text{Empréstimos} - \text{Caixa e Equivalente} / \text{Ativo}$$

### **3. METODOLOGIA**

Neste capítulo explicita-se a maneira como se buscou responder à questão orientadora da pesquisa, considerando o referencial teórico abordado e as fontes de dados disponíveis. Na seção 3.1, fazem-se considerações sobre o tipo de pesquisa, a caracterização geral do estudo desenvolvido e o modo como às etapas da metodologia se relacionam aos objetivos específicos. Na seção 3.2, apresentam-se o universo e a amostra de estudo, a justificativa de escolha e suas limitações. Na 3.3, detalham-se as fontes de dados escolhidas, bem como o processo de coleta de dados utilizado. As variáveis selecionadas para a análise são expostas na seção 3.4.

#### **3.1 Tipo de pesquisa e caracterização geral do estudo**

##### **3.1.1 Tipo de pesquisa**

Esta pesquisa pode ser classificada como descritiva, pois, conforme Gil (2002, p. 42), esta modalidade tem por objetivo descrever as características de determinada população ou fenômeno ou a busca do estabelecimento de relação entre variáveis. Tal classificação justifica-se porque o estudo visa descrever características associadas às concessões sob três aspectos: identificação do conflito de agência na relação entre regulado e regulador, análise indicadores de cada uma das organizações e classificação delas em “eficientes” e “ineficientes”, conforme os melhores índices dos indicadores da literatura apresentados na seção 2.4.

A escolha da abordagem está relacionada ao caráter do objeto de estudo (FIGUEIREDO e SOUZA, 2010). O método quantitativo é indicado quando o objeto de pesquisa pretende enfocar o conhecimento de forma concreta, objetiva e mensurável valendo-se de tratamentos estatísticos ou matemáticos. Esta abordagem é aplicável a este estudo, uma vez que se trabalha com informações financeiras, técnicas e contratuais das concessões, visando analisar os indicadores contábeis e operacionais relevantes para a avaliação da eficiência delas. O estudo quantitativo conta, ainda, com o uso de estatísticas não paramétricas. Cumpre ressaltar, portanto, que a natureza do estudo é empírica. Figueiredo e Souza (2010, p. 92) consideram que o método científico consiste na organização sistemática dos princípios racionais e dos processos que guiam a investigação científica. Assim, a escolha do melhor método a ser

utilizado induzirá a construção adequada do processo científico, em função da especificidade do objeto de investigação.

Quanto aos meios, a pesquisa pode ser considerada como documental, uma vez que utiliza a legislação regulatória, os contratos de concessão, os relatórios técnicos e as demonstrações financeiras das empresas publicadas e registradas na ANTT e nos sites das próprias companhias. Assim, ela cumpre os requisitos de uma pesquisa documental, já que, de acordo com Bryman (1992), caracteriza-se por analisar documentos existentes, fontes estatísticas e outras mídias. O autor ressalta, ainda, que, para este tipo de pesquisa é importante padronizar as metodologias quando os dados derivam de duas ou mais fontes ou quando se referem a longos períodos. Além disso, é importante averiguar a veracidade das informações e realizar a triangulação dos dados, quando possível.

### **3.2 Universo e amostra de estudo**

O universo, ou população, compreende o conjunto de seres animados ou inanimados que apresentam pelo menos uma característica em comum (MARCONI; LAKATOS; 2001, p. 223). O universo desta pesquisa abrange 6 empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo, a saber: Arteris, CCR e EcoRodovias, representando o Novo Mercado (NM) e, Raposo Tavares, Rodovias das Colinas e Rodovia Osório – Concepa, representando o Mercado tradicional (MT). Todas brasileiras do setor de concessão de rodovias com disponibilidade de dados que variam no período de 2010 a 2014. O período analisado envolve um cenário recente, após mudanças da legislação brasileira, como a Lei 11.638/2007, e da convergência da contabilidade brasileira para os padrões internacionais do IFRS<sup>3</sup>, em que a maioria das concessionárias existentes hoje já estava em fase de operação.

Para que a pesquisa se tornasse possível, foi necessário selecionar parte da população, ou seja, uma amostra, definida como uma parcela convenientemente selecionada do universo (MARCONI; LAKATOS, 2001, p. 163). Dessa forma, considerou-se para este estudo uma amostra não probabilística por conveniência, pois depende da disponibilização de dados.

---

<sup>3</sup>Em 28 de dezembro de 2007, foi promulgada a Lei 11.638, com vigência a partir de 1º de janeiro de 2008, cujo objetivo foi atualizar a legislação societária brasileira para possibilitar o processo de convergência das práticas contábeis adotadas no Brasil com aquelas constantes nas normas internacionais de contabilidade (IFRS), permitindo que novas normas e procedimentos contábeis fossem expedidos pela CVM com base nas normas do IFRS.

A seleção da amostra contemplou as concessionárias de rodovias federais, reguladas pela ANTT, devido à maior padronização e disponibilidade dos dados econômico-financeiros. Como as demonstrações financeiras são disponibilizadas apenas quando a concessão inicia sua operação - ou seja, quando começa a cobrança de pedágio. Foram escolhidas aquelas que possuíam dados disponíveis para o maior período de operação possível.

### **3.3 Coleta de dados**

A coleta de dados foi feita a partir de pesquisa documental bibliográfica e da coleta de dados secundários, por meio de documentos, relatórios e estatísticas. Tais documentos, que são disponibilizados pelo site da agência, foram utilizados também na análise descritiva das concessões. Para a análise dos indicadores econômico-financeiros, os dados foram obtidos a partir das demonstrações financeiras padronizadas (DFPs), disponíveis também no site da ANTT ou no das próprias empresas. Foram coletadas todas as informações das demonstrações de resultados do exercício (DRE) e do balanço patrimonial. A análise das características operacionais das concessões foi feita a partir de indicadores coletados nos relatórios anuais publicados pela mesma agência, bem como as estatísticas do setor, disponíveis pela ABCR. Todos os dados disponíveis em relatórios textuais foram coletados e agrupados em planilha eletrônica, para facilitar a seleção das variáveis utilizadas e o tratamento das mesmas para a análise.

### **3.4 Definição operacional das variáveis**

Inicialmente, foi selecionado um número amplo de variáveis dentre aquelas disponíveis nas demonstrações financeiras e nos relatórios operacionais da ANTT. Elas formaram a base de dados utilizada nas várias frentes de análise do desempenho das concessionárias: análise do desempenho econômico-financeiro tradicional. Para cada tipo de análise foram escolhidos, dentre os pré-selecionados, grupos reduzidos mais representativos para a pesquisa. Em relação aos balanços patrimoniais, selecionaram-se as contas e os grupos de contas relacionadas no Quadro 2. Justifica-se tal escolha pela natureza do setor estudado, pois são aquelas mais significativas, apresentando valores mais altos que às demais.

**Quadro 2** - Especificação de variáveis provenientes do Balanço Patrimonial

Ativo	Conjunto de bens e direitos da empresa
Ativo circulante	Bens e direitos que podem ser convertido em dinheiro em um prazo inferior a um ano
Caixa e equivalentes de caixa	Disponibilidades e valores que possam ser convertidos em dinheiro, no curto prazo, sem risco.
Estoque	Matéria-prima, materiais secundários e peças para reposição.
Despesas antecipadas	Despesas pagas ou devidas com antecedência que se referem a períodos de competência subsequentes
Ativo não circulante	Bens e direitos que podem ser convertido em dinheiro em um prazo superior a um ano, bens de uso e renda da empresa.
Ativo realizável a longo prazo	Bens e direitos da empresa cujas realizações se darão nos exercícios seguintes
Imobilizado	Bens e direitos de natureza permanente que serão utilizados para a manutenção das atividades normais da empresa
Intangível	Ativos que não possuem existência física
Diferido	Gastos com serviços que beneficiarão resultados de exercícios futuros da empresa
Passivo	Obrigações devidas da empresa
Passivo circulante	Obrigações que devem ser pagas em um prazo inferior a um ano
Fornecedores	Obrigações que devem ser pagas em um prazo inferior a um ano aos fornecedores
Empréstimos	Empréstimos, financiamentos e saldos devedores bancários, incluindo cheques pré-datados e valores dos limites de crédito de contas correntes utilizadas.
Debêntures e notas promissórias	Títulos de dívida de empresas que podem ser adquiridos e negociados por investidores no mercado de capitais ou particulares
Passivo não circulante	Obrigações cujas realizações se darão nos exercícios seguintes
Patrimônio líquido	Diferença entre os valores de ativo e passivo

Da mesma forma como ocorreu com os balanços patrimoniais, também foram escolhidas as contas da DRE demonstração de resultado do exercício, apresentadas no Quadro 3.

**Quadro 3-** Especificações das variáveis provenientes da DRE

<b>Conta</b>	<b>Definição</b>
Receita líquida	Receita efetiva da empresa com a venda de seus produtos
Custo dos serviços (-)	Custo histórico com a oferta dos serviços.
<b>Lucro bruto</b>	<b>Diferença entre receita líquida e custo dos serviços</b>
Despesas operacionais (-)	Despesas com vendas, administrativas e gerais.
<b>Lucro operacional</b>	<b>Diferença entre lucro bruto e despesas operacionais</b>
Receitas financeiras (+)	Juros recebidos, os descontos obtidos, o lucro na operação de reporte e o prêmio de resgate de títulos e outras operações financeiras.
Despesas financeiras (-)	Juros pagos ou incorridos, os quais serão dedutíveis como custo ou despesa operacional.
Outros encargos fixos (-)	Dividendos sobre ações preferenciais e demais encargos.
IR e CSLL (-)	Imposto de renda e contribuição social sobre lucro líquido.
<b>Lucro Líquido - (LL)</b>	<b>Diferença entre o lucro operacional e as receitas e despesas financeiras, outros encargos fixos, imposto de renda e contribuição social</b>

Fonte: Elaboração própria, a partir de Assaf Neto (2003), Damodaran (2004)

### 3.5 Análise de dados

A análise do desempenho econômico-financeiro de firmas envolvidas em concessões de rodovias foi feita de maneira agregada, por meio de um conjunto de índices; salienta-se que não foi feita distinção entre as empresas listadas no Novo Mercado e do Mercado Tradicional, em virtude do reduzido tamanho da amostra. Norteada pela literatura apresentada na seção 2.4, a análise foi empreendida com base do tripé liquidez, rentabilidade e endividamento, proposto por MARION (2002): liquidez (geral, imediata e corrente); rentabilidade (da empresa e do empresário) e endividamento (qualidade e quantidade). A análise das sinergias criadas, por sua vez, foi feita com base em indicadores de melhoria da eficiência operacional e administrativa, utilizados por MATIAS (2007). Para isso, foram selecionados doze indicadores, cujas fórmulas de cálculo e interpretação de maneira geral constam do

Quadro 4.

**Quadro 4** - Especificação dos índices econômico-financeiros utilizados.

<b>RENTABILIDADE</b>	Retorno Sobre o Ativo (ROA)	Lucro Operacional / Ativo
	Retorno Sobre Patrimônio Líquido (ROE)	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido
	Retorno Sobre Capital Investido (ROIC)	LAJIR / Exigível Total + Patrimônio Líquido
	Margem Bruta	Lucro Bruto / Receita Líquida
	Margem Operacional	Lucro Operacional / Receita Líquida
	Margem Líquida	Lucro Líquido / Receita Líquida
<b>LIQUIDEZ</b>	Liquidez Corrente	Ativo Circulante / Passivo Circulante
	Liquidez Seca	Ativo Circulante (-) Estoques (-) Despesas Antecipadas/ Passivo Circulante
	Liquidez Imediata	Caixa e Equivalentes de Caixa / Passivo Circulante
	Liquidez Geral	Ativo Circulante+ Ativo Realizável a Longo Prazo/ Passivo Circulante + Passivo não Circulante
<b>ESTRUTURA</b>	Cobertura da Taxa de Juros	Lucro Operacional / Despesas Financeiras
	Dívida para Patrimônio	Passivo Circulante + Passivo Não Circulante / Patrimônio Líquido
	Dívida para Capital	Passivo circulante + Passivo Não Circulante / Passivo total
	Dívida Líquida Sobre Ativo	Empréstimo (-) Caixa e Equivalentes de Caixa / Ativo

Fonte: Elaboração própria a partir de Assaf Neto (2003), Damodaran (2004)

## 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva das Concessionárias

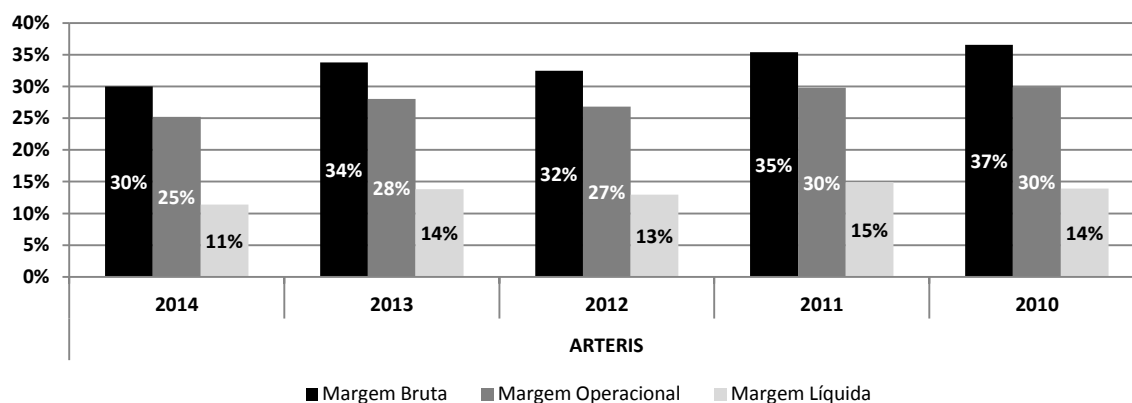
#### 4.1.1 Arteris S.A – (ARTR-NM)

A Arteris iniciou suas atividades no Brasil em 1997 e participou da primeira fase do Programa de Concessões Rodoviárias do Estado de São Paulo. Após adquirir as concessionárias estaduais Autovias, Centrovias, Intervias e Vianorte, a empresa e o Governo Federal assinaram os contratos de concessão por 25 anos para a gestão e operacionalizações de 2.079 km de 5 lotes de rodovias federais do país: Fernão Dias, Régis Bittencourt, Fluminense, Litoral Sul e Planalto Sul.

Desde 2012, a Arteris tem 69,3% do seu controle detido pela Partícipes em Brasil S.L., que, por sua vez, tem suas ações divididas em 51% pela Abertis Infraestructuras S.A. e 49% pela Brookfield Motorways Holdings SRL. Atualmente a empresa administra a concessão de uma malha viária de 3.250 km por meio de suas nove concessionárias nos Estados de São Paulo, Minas Gerais, Rio de Janeiro, Santa Catarina e Paraná, importante eixo econômico e industrial do país.

No gráfico 1, vamos apresentar o índice de lucratividade da Arteris. Estes índices irão demonstrar a capacidade da empresa em produzir lucro. Uma empresa deve ter lucro, pois se não tiver ela não atrairá capital externo. Capital externo não é somente dinheiro de investidores, mas também a confiabilidade à vista dos demais stakeholders. Não é somente o capital próprio que gera lucro, mas também todos os capitais aplicados sendo de terceiros ou próprios.

**Gráfico 1 - Índice de Lucratividade - Arteris**

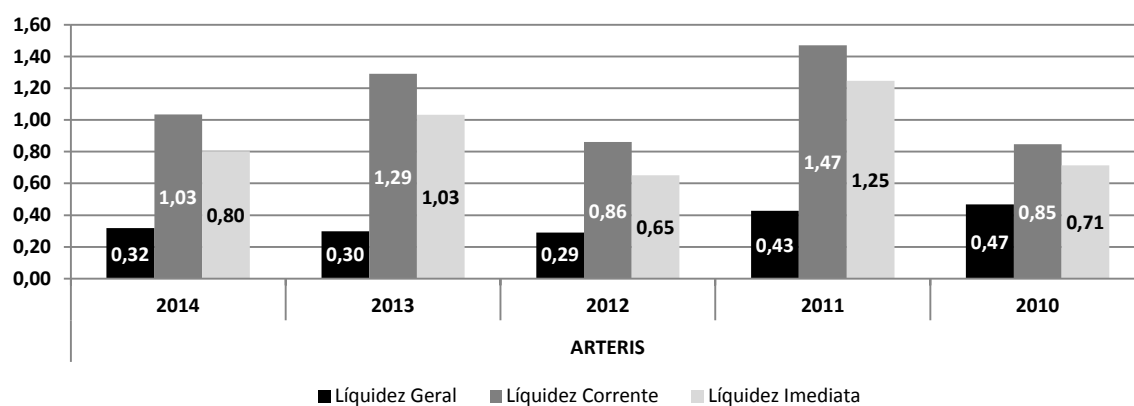


Fonte: Elaboração própria.



Considerando que a Margem Bruta mostra o percentual do lucro bruto sobre as vendas líquidas, observamos que a Arteris em 2010 foi de 37% e em 2014 foi de 30%, mostrando uma perda de ganho financeiro. Pois para cada R\$ 100,00 arrecadados com pedágios os custos com o serviço prestados aumentaram em R\$ 7,00. A Margem Operacional também apresentou uma redução de 2010 para 2014, neste caso de 5%, mostrando que em relação à Margem Bruta os gastos operacionais apesar de reduzirem no período de análise, aumentaram em 2%, mostrando uma eficiência em relação aos gastos operacionais. Já a Margem Líquida é o valor disponível já descontado todos os custos e despesas, e o resultado apresentado é 3% menor em 2014 e isso significa que para cada unidade monetária de arrecadação com as cobranças de pedágio os acionistas perderam 3 centavos de rendimento. O gráfico 2, irá apresentar os indicadores de liquidez da empresa Arteris.

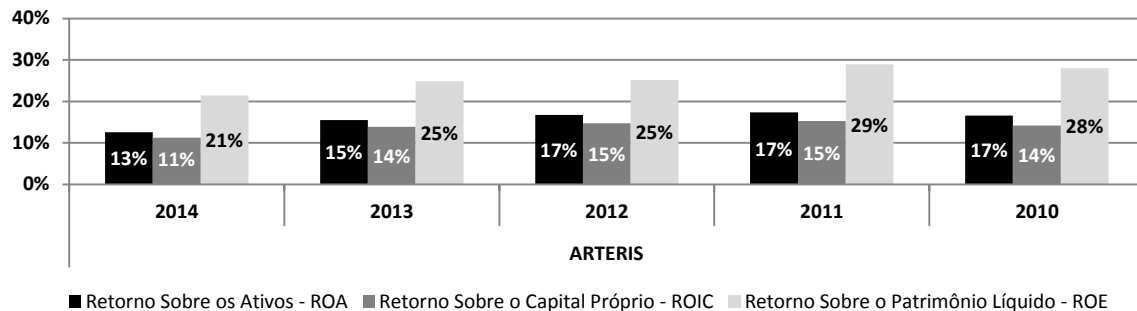
**Gráfico 2 - Índice de Liquidez – Arteris**



Fonte: Elaboração própria.

Ao analisarmos os indicadores de liquidez da empresa Arteris, constatamos que a Liquidez Geral em 2010 foi de 0,47 e de 0,32 em 2014. Isso significa que o Passivo Circulante + Passivo Não Circulante diminuiu mais do que o Ativo Circulante + Ativo Não Circulante no período. A Liquidez Corrente em 2010 foi de 0,85 e de 1,03 em 2014. Isso significa que o Ativo Circulante aumentou mais do que o Passivo Circulante no período. A Liquidez Imediata em 2010 foi de 0,71 e de 0,80 em 2014. Mostrando que as Disponibilidades aumentaram mais do que o passivo circulante no período. O gráfico 3, apresenta a evolução dos índices de rentabilidade da empresa Arteris.

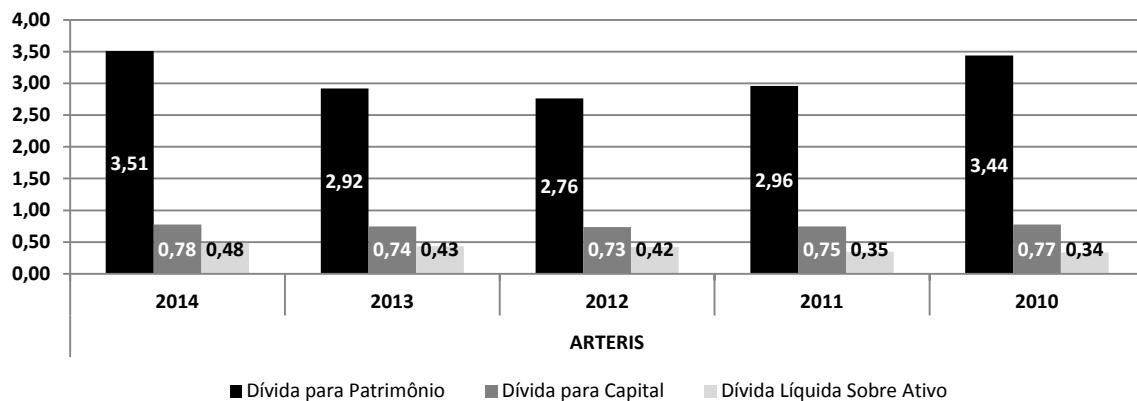
Gráfico 3 - Índice de Rentabilidade - Arteris



Fonte: Elaboração própria.

Os indicadores de rentabilidade da empresa Arteris constata que a variação do ROA foi de -4,0% no período de 2010 a 2014 e 1,3% a diminuição média nesse mesmo período. A variação do ROIC -3,0%, no período de 2010 a 2014 e 0,8% a diminuição média nesse mesmo período. Por fim a variação o ROE variou -6,5% no período de 2010 a 2014 e 2,4% a diminuição média nesse mesmo período. Finalizando a análise de indicadores da empresa Arteris, o gráfico 4 representa a evolução da estrutura de capital.

Gráfico 4 – Índice de Estrutura de Capital - Arteris



Fonte: Elaboração própria.

Analisando a relação entre capital de terceiros e capital próprio, por meio do indicador dívida para patrimônio, verifica-se que houve um aumento na participação do capital de terceiros como fonte de financiamento das atividades, em 2010 o índice foi de 3,44 e em 2014 de 3,51, estes podem ser considerado como alto. Já o índice de dívida para capital, que mensura a relação entre capital de terceiros e passivo total, segue a tendência do primeiro índice, aumentando em 2014, passando de 0,77 em 2010 para 0,78. Dessa forma, verifica-se que se

trata de uma empresa com bastante utilização de recursos externos. A dívida líquida sobre o ativo indica a proporção dos empréstimos e financiamentos, descontando o montante em caixa, em relação ao ativo total. A Arteris apresenta, em média, 0,40 centavos de dívida líquida para cada real aplicado no ativo.

#### **4.1.2CCR**

A CCR é uma sociedade por ações constituída em 23 de setembro de 1998. De acordo com o estatuto social, tem como objeto social as seguintes atividades: (i) a exploração no Brasil e/ou exterior, direta ou indiretamente, e/ou através de consórcios, de negócios de concessões de obras e serviços públicos, especificamente a prestação de serviços de operação de estradas de rodagem, vias urbanas, pontes, túneis e infraestruturas metroviárias e aeroportuárias; (ii) a prestação de serviços de consultoria, assistência técnica e administração de empresas quando relacionados aos negócios indicados no item (i) acima; (iii) o exercício de atividades conexas ou relacionadas ao objeto social, direta ou indiretamente, inclusive importação e exportação; e (iv) a participação em outras sociedades, na qualidade de quotista ou acionista.

São acionistas da companhia (Andrade Gutierrez, Brisa, Camargo Corrêa, Odebrecht, SVE e Serveng). Anteriormente a constituição, eles eram acionistas diretos em algumas Concessionárias (AutoBan, NovaDutra, Ponte, ViaLagos e RodoNorte) em diferentes proporções e estruturas. O registro de companhia aberta foi concedido pela CVM em 19 de dezembro de 2000. Em 20 de novembro de 2001, foi a primeira empresa a celebrar o Contrato de Participação no Novo Mercado, segmento de governança corporativa da BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBOVESPA”). As ações começaram a ser negociadas na BM&FBOVESPA em 1 de fevereiro de 2002. Em 2004, a Companhia realizou a segunda distribuição pública de ações e, em 2009, concluiu a terceira distribuição pública de ações.

A principal contribuição da CCR para o desenvolvimento econômico e social do Brasil é viabilizar soluções de investimentos e serviços em infraestrutura. A CCR é um dos maiores grupos privados de concessões de infraestrutura da América Latina. O objeto social da CCR permite à empresa atuar no setor de concessões de rodovias, vias urbanas, pontes e túneis, além do setor de infraestrutura metroviária, aeroportuária e outras atividades que estejam ligadas a essas, bem como participação em outras sociedades. Diante disso, além da atuação em concessões rodoviárias, a empresa busca investimentos em outros negócios correlatos.

Exemplo disso são as participações, diretas ou indiretas, nas empresas Via Quatro (Linha 4 – Amarela do Metrô de São Paulo), Controlar (Inspeção Veicular do Município de São Paulo), Concessionária Transolímpica S.A. (via expressa tem extensão de 13 quilômetros, ligando o bairro de Deodoro à Barra da Tijuca, na Cidade do Rio de Janeiro) e STP (serviço de pagamento automático de pedágios e estacionamento Sem Parar, Via Fácil e Onda Livre).

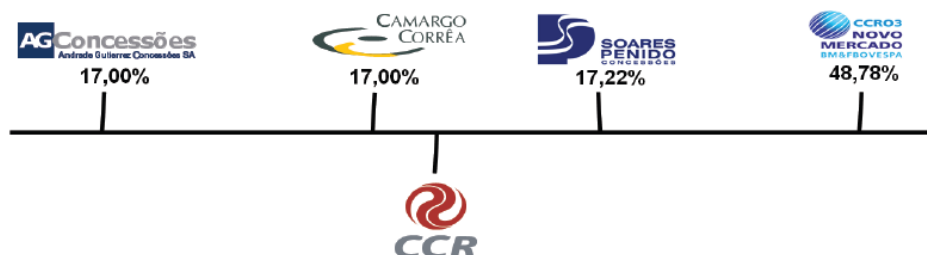
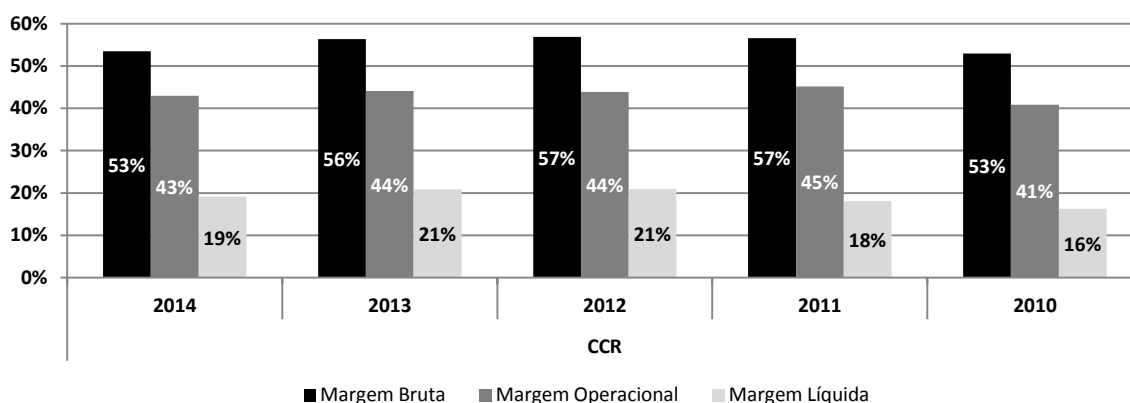
Em 16 de fevereiro de 2011, foi aprovada, em Assembleia Geral Extraordinária, a alteração da razão social da Companhia, que passou a ser “**CCR S.A.**”, para refletir melhor a atuação da Companhia, alinhada ao Planejamento Estratégico do Grupo CCR, o qual visa o crescimento qualificado e agregação de valor aos acionistas, contribuindo para o desenvolvimento socioeconômico do Brasil. Em 2011, foi criada a SAMM, empresa que, visa a exploração e prestação, por conta própria ou de terceiros, de serviços de transmissão de dados, atividades correlatas e participação no capital social de outras sociedades.

Também em linha com a diversificação das áreas de atuação da CCR no setor de infraestrutura, embasado em uma análise detalhada de mercado e da situação da Companhia e no parecer do Comitê Independente da CCR, em uma estrutura composta por 4 (quatro) membros, sendo (i) um administrador escolhido pela totalidade dos membros do Conselho de Administração; (ii) um conselheiro independente do Conselho de Administração; e (iii) 02 (dois) terceiros, não administradores, escolhidos em conjunto pelos outros dois membros, que tinha como escopo a análise de ativos no setor aeroportuário detidos por 02 (dois) dos 03 (três) grupos controladores da CCR, Andrade Gutierrez (participações diretas e indiretas no Aeroporto Internacional de Quito, no Equador e de San Jose, na Costa Rica) e Camargo Corrêa (participação indireta no Aeroporto Internacional de Curaçao), os Acionistas da Companhia aprovaram, em assembleia geral extraordinária realizada em 16 de janeiro de 2012, juntamente com a complementação do objeto social da CCR, para possibilitar a atuação no setor de infraestrutura aeroportuária, a aquisição das participações acima mencionadas. No exercício de 2012, também no sentido de ampliar o portfólio em negócios relacionados ao seu objeto social, a CCR, por meio de sua controlada CPC, passou a deter 80,00% do capital social da Barcas S.A. – Transportes Marítimos (transporte aquaviário de passageiros no Estado do Rio de Janeiro). Todas as aquisições e participações da Companhia neste exercício podem ser observadas na figura 1.

**Figura 1** – Estrutura Organizacional da CCR.

• Estrutura Organizacional

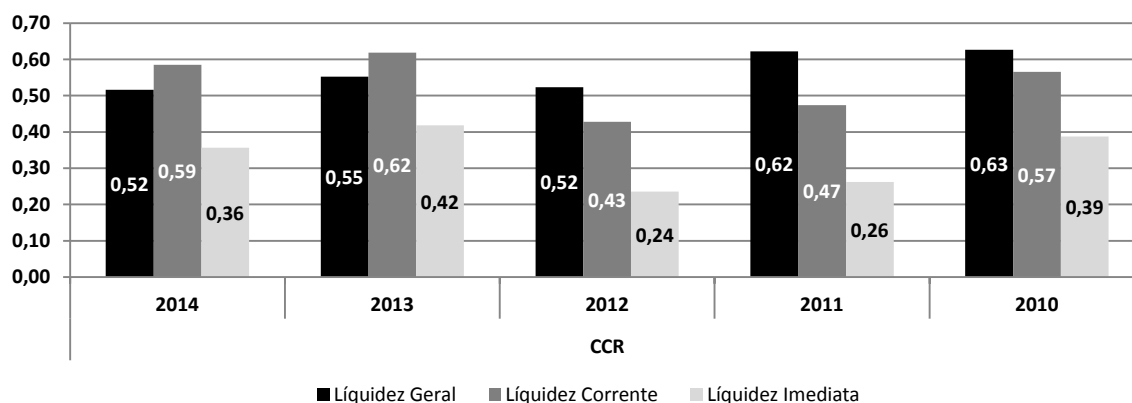
A atual distribuição do Capital Social da CCR é:

**Gráfico 5** - Índice de Lucratividade - CCR

Fonte: Elaboração própria.

Considerando que a Margem Bruta mostra o percentual do lucro bruto sobre as vendas líquidas, observamos que a CCR de 2010 para 2014 manteve o mesmo percentual de 53% mantendo uma regularidade. Este resultado representa que para cada R\$ 100,00 ganhos com as vendas 47% foi gasto com a prestação do serviço. A Margem Operacional apresenta um crescimento no final do período analisado quando comparado com o início, esse percentual de crescimento foi de 2 pontos percentuais. A Margem Líquida apresenta também um crescimento, neste caso foram 3 pontos percentuais. Com este resultado os acionistas estão recebendo R\$ 19,00 para cada R\$ 100,00 recebido com as vendas. O gráfico 6, irá apresentar estes indicadores de liquidez resultantes da empresa CCR.

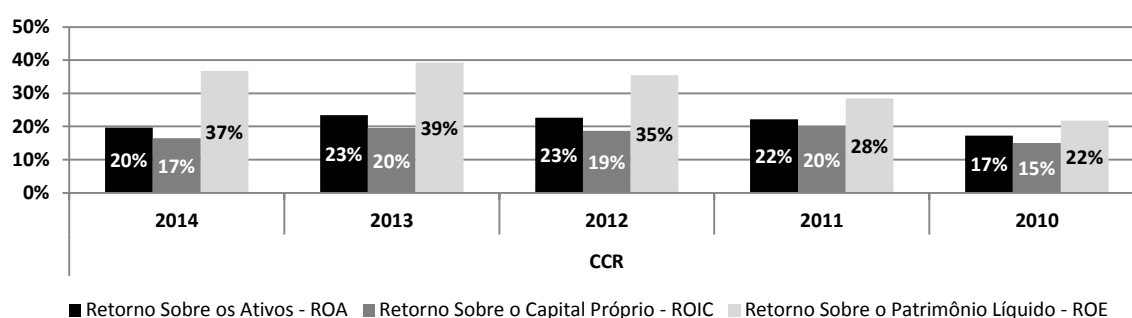
Gráfico 6 - Índice de Liquidez - CCR



Fonte: Elaboração própria.

Analisando estes índices de liquidez, concluímos que a Liquidez Geral em 2010 foi de 0,63 e de 0,52 em 2014. Isso significa que o Passivo Circulante + Passivo não Circulante diminuiu mais do que o Ativo Circulante + Ativo não Circulante no período. A Liquidez Corrente em 2010 foi de 0,57 e de 0,59 em 2014. Isso significa que o Passivo Circulante diminuiu mais do que o Ativo Circulante no período. A Liquidez Imediata em 2010 foi de 0,39 e de 0,36 em 2014. Isso significa que as Disponibilidades diminuíram mais do que o Passivo Circulante no período. O gráfico 7, apresenta a evolução dos índices de rentabilidade da CCR.

Gráfico 7 - Índice de Rentabilidade - CCR



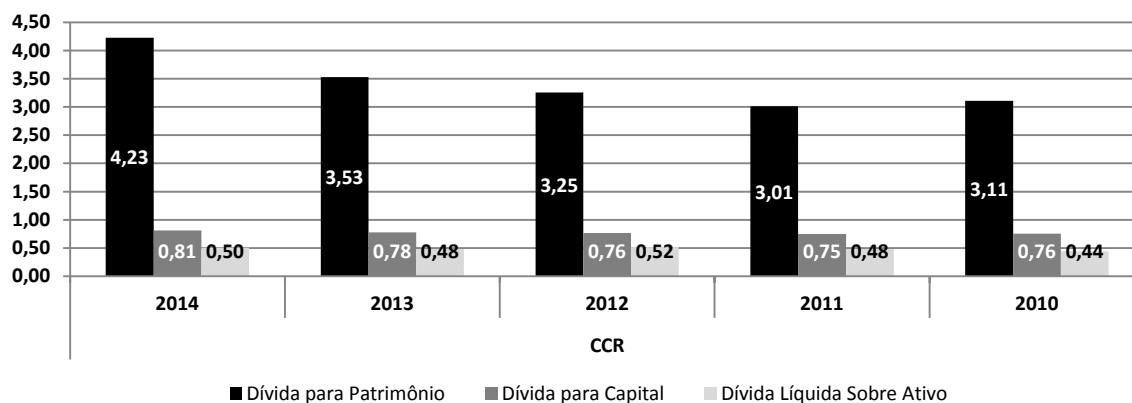
Fonte: Elaboração própria.

Os indicadores de rentabilidade da empresa Arteris constata que a variação do ROA foi de -4,0% no período de 2010 a 2014 e 1,3% a diminuição média nesse mesmo período. A variação do ROIC -3,0%, no período de 2010 a 2014 e 0,8% a diminuição média nesse mesmo período. Por fim a variação o ROE variou -6,5% no período de 2010 a 2014 e 2,4% a

diminuição média nesse mesmo período. Finalizando a análise de indicadores da empresa Arteris, o gráfico 4 representa a evolução da estrutura de capital.

Os indicadores de rentabilidade da empresa Arteris constata que a variação do ROA foi de 2,4% no período de 2010 a 2014 e 2,2% o crescimento médio nesse mesmo período. Já a variação do ROIC de 1,5% no mesmo período e 1,5% o crescimento médio de 2010 a 2014. O ROE variou 15,0% de 2010 a 2014 e 8,1% o crescimento médio nesse mesmo período. Finalizando os indicadores da CCR, apresentamos os índices apurados para a evolução da estrutura de capital no gráfico 8.

**Gráfico 8 - Índice de Estrutura de Capital - CCR**



Fonte: Elaboração própria.

Analisando a relação entre capital de terceiros e capital próprio, por meio do indicador dívida para patrimônio, verifica-se que houve um aumento na participação do capital de terceiros como fonte de financiamento das atividades, em 2010 o índice foi de 3,11 e em 2014 de 4,23, estes podem ser considerado como alto. Já o índice de dívida para capital, que mensura a relação entre capital de terceiros e passivo total, segue a tendência do primeiro índice, aumentando em 2014, passando de 0,76 em 2010 para 0,81. Dessa forma, verifica-se que se trata de uma empresa com bastante utilização de recursos financeiros externos. A dívida líquida sobre o ativo indica a proporção dos empréstimos e financiamentos, descontando o montante em caixa, em relação ao ativo total. A CCR apresenta, em média, 0,49 centavos de dívida líquida para cada real aplicado no ativo.

### 4.1.3 EcoRodovias

A Ecorodovias Concessões e Serviços S.A. (“Companhia”) originalmente denominada Ecoporto Participações Ltda., foi constituída em 15 de maio de 2007, com objeto social voltado à prestação de serviços de apoio administrativo, de engenharia, exploração direta ou indireta de negócios de concessão de obras e serviços públicos.

Em 3 de fevereiro de 2009, a Companhia foi transformada em sociedade anônima e teve sua razão social alterada para EcoRodovias Concessões e Serviços S.A., com a ampliação de seu objeto social, que passou a abranger os seguintes itens: (I) a exploração, direta ou indireta, de negócios de concessão de obras e serviços públicos, especificamente a prestação de serviços de execução, gestão e fiscalização de atividades relacionadas à operação, conservação, melhoramento, ampliação e recuperação de rodovias ou estradas de rodagem e negócios afins; (II) a prestação de serviços corporativos compreendendo (a) elaboração de orçamentos, (b) elaboração de relatórios, (c) controle patrimonial, (d) gestão de caixa e pagamentos, (e) gestão de contas a pagar e a receber, (f) planejamento e administração tributária, (g) controle de arrecadação, (h) avaliação e condução de estratégias de investimentos, e (i) planejamento e acompanhamento econômico-financeiro; (III) a prestação de serviços de engenharia civil, compreendendo a concepção, o planejamento, a elaboração de orçamentos, estudos de viabilidade, a contratação, o gerenciamento, a execução de propostas, projetos e obras em geral, bem como a prestação de assessoria no campo técnico; (IV) o desenvolvimento, identificação, aquisição, fornecimento, administração, gerenciamento e manutenção de recursos em Tecnologia da Informação, Sistemas de Automação e Sistemas Elétricos aplicados em negócios rodoviários e logísticos; (V) a execução de serviços de administração geral compreendendo: (a) administração de pessoal, (b) administração de suprimentos, e (c) administração de serviços gerais de escritório; (VI) o planejamento e a administração de recursos de sistemas e informática; (VII) a avaliação de riscos, de crédito e de custos; (VIII) a administração de bens próprios; (IX) a prestação de serviços de negociação com fornecedores; (X) a prestação de outros serviços, incluindo de consultoria, assistência técnica e administração de empresas, quando relacionados aos negócios referidos nos itens anteriores; (XI) o exercício de atividades conexas ou relacionadas ao objeto social, direta ou indiretamente, inclusive importação e exportação; e (XII) a participação como sócia, acionista ou quotista de outras sociedades ou empresas.

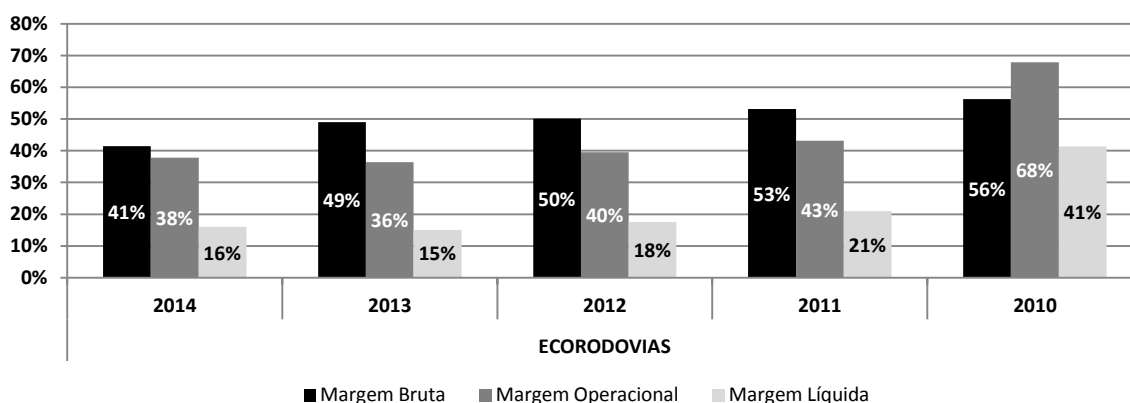


Em agosto de 2009, mediante processo de reestruturação societária, sua controladora direta EcoRodovias Infraestrutura e Logística S.A (“EcoRodovias Infraestrutura”) transferiu suas ações nas empresas Rodovia das Cataratas S.A- Ecocataratas (“Ecocataratas”), Concessionária Ecovia Caminho do Mar (“Ecovia Caminho do Mar”) e Concessionária Ecovias dos Imigrantes S.A. (“Ecovias dos Imigrantes”) para a Companhia. Após a conclusão desta reorganização societária, a Companhia passou a deter o controle acionário das referidas empresas. Em 1º de setembro de 2009, os acionistas aprovaram a incorporação das empresas ECSC Centro de Serviços Corporativos Ltda. e ECSE - Centro de Serviços de Engenharia Ltda. pela Companhia, a qual sucedeu as duas primeiras na prestação de serviços administrativos, financeiros, de engenharia e de tecnologia da informação às empresas do Grupo EcoRodovias. Em 20 de janeiro de 2010, por meio de uma reestruturação societária no grupo, a EcoRodovias Infraestrutura transferiu suas ações na empresa Concessionária das Rodovias Ayrton Senna e Carvalho Pinto S.A. – Ecopistas (“Ecopistas”) para a Companhia. Após a conclusão desta reorganização societária, a Companhia, passou a ter o controle acionário da referida sociedade. Ainda no mês de janeiro de 2010, no dia 26, a EcoRodovias Infraestrutura transferiu as ações da Concessionária de Rodovias do Sul S.A. - Ecosul (“Ecosul”) para a Companhia, a qual passou a deter o controle acionário desta concessionária.

A partir de 29 de dezembro de 2010 a Ecocataratas, através do processo de cisão parcial, passou a ser controlada diretamente pela EcoRodovias Infraestrutura. Em 29 de dezembro de 2010, a Companhia teve sua cisão parcial realizada, com a conseqüente versão do patrimônio líquido cindido à Ecocataratas, nos termos do artigo 225 da Lei nº 6.404/76. Assim, o capital social da Companhia foi reduzido de R\$ 477.792.042,00 para R\$ 205.005.066,00, mediante o cancelamento de 272.786.976 ações, desconsideradas quaisquer frações, suportado exclusivamente pela acionista majoritária da Companhia, a EcoRodovias Infraestrutura. Em 30 de dezembro de 2010, os acionistas aprovaram o aumento do capital social na Companhia, no montante de R\$ 186.278.058,00, mediante a emissão de 186.278.058 ações ordinárias, nominativas e sem valor nominal, com preço de emissão de R\$ 1,00 (um real) por ação, passando o capital social da Companhia de R\$ 205.005.066,00 para R\$ 391.283.124,00, representado por 391.283.124 ações ordinárias, nominativas e sem valor nominal, sendo que todas as ações emitidas foram subscritas pela acionista EcoRodovias Infraestrutura. Desse valor, foram integralizados R\$85.000.000,00 em moeda corrente nacional e R\$ 101.278.058, por meio da cessão de créditos que a acionista EcoRodovias Infraestrutura detinha perante sua controlada Ecocataratas, decorrentes de contrato de mútuo.

Em 30 de março de 2012, os acionistas aprovaram o aumento do capital social na Companhia, de R\$391.283.124,00 para R\$696.714.537,00, mediante a emissão de 305.431.413 ações ordinárias, nominativas e sem valor nominal, no preço de emissão de R\$1,00 (um real) por ação, as quais são subscritas e integralizadas pela acionista EcoRodovias Infraestrutura, mediante conferência de bens, nos termos do artigo 8º da Lei nº 6.404/76, consistentes em ações ordinárias nominativas de emissão da Ecocataratas detidas pela EcoRodovias Infraestrutura. O aumento de capital foi integralizado mediante a contribuição do acervo líquido representado pelas ações de emissão da Ecocataratas detidas pela EcoRodovias Infraestrutura no valor total de R\$305.431.413,05. Atualmente, a Companhia controla diretamente as seguintes empresas do grupo: Ecovias dos Imigrantes S.A., Ecopistas, Ecocataratas, Ecovia Caminho do Mar S.A. e Ecosul. Vamos analisar os indicadores de lucratividade da EcoRodovias através do gráfico 9.

**Gráfico 9 - Índice de Lucratividade - EcoRodovias**

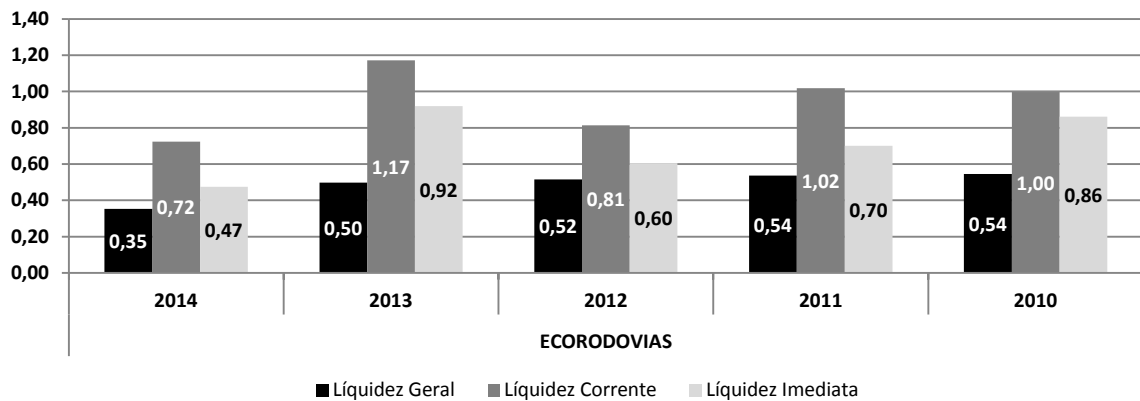


Fonte: Elaboração própria.

Considerando que a Margem Bruta mostra o percentual do lucro bruto sobre as vendas líquidas, observamos que a Arteris em 2010 foi de 56% e em 2014 foi de 41%, mostrando uma perda de ganho financeiro. Pois para cada R\$ 100,00 arrecadados com pedágios os custos com o serviço prestados aumentaram em R\$ 5,00. A Margem Operacional também apresentou uma redução de 2010 para 2014, neste caso ainda maior de 30%, mostrando que em relação à Margem Bruta os gastos operacionais aumentaram em 2010 e diminuíram em 2014, mostrando uma eficiência em relação aos gastos operacionais. Já a Margem Líquida é o valor disponível já descontado todos os custos e despesas, e o resultado apresentado é de queda no saldo e isso significa que para cada unidade monetária de arrecadação com as cobranças de

pedágio os acionistas perderam 25 centavos de rendimento. O gráfico 10, irá apresentar os indicadores de Liquidez.

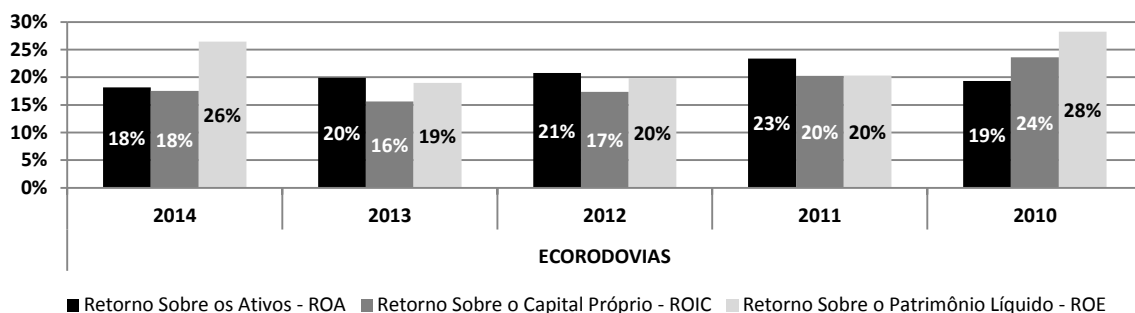
**Gráfico 10 - Índice de Liquidez – EcoRodovias**



Fonte: Elaboração própria.

Ao analisarmos os indicadores de liquidez da empresa Arteris, constatamos que a Liquidez Geral em 2010 foi de 0,54 e de 0,35 em 2014. Isso significa que o Passivo Circulante + Passivo Não Circulante diminuiu mais do que o Ativo Circulante + Ativo Não Circulante no período. A Liquidez Corrente em 2010 foi de 1,00 e de 0,72 em 2014. Isso significa que o Ativo Circulante diminuiu mais do que o Passivo Circulante no período. A Liquidez Imediata em 2010 foi de 0,86 e de 0,47 em 2014. Mostrando que as Disponibilidades aumentaram mais do que o passivo circulante no período. O gráfico 11, apresenta a evolução dos índices de rentabilidade da empresa Arteris.

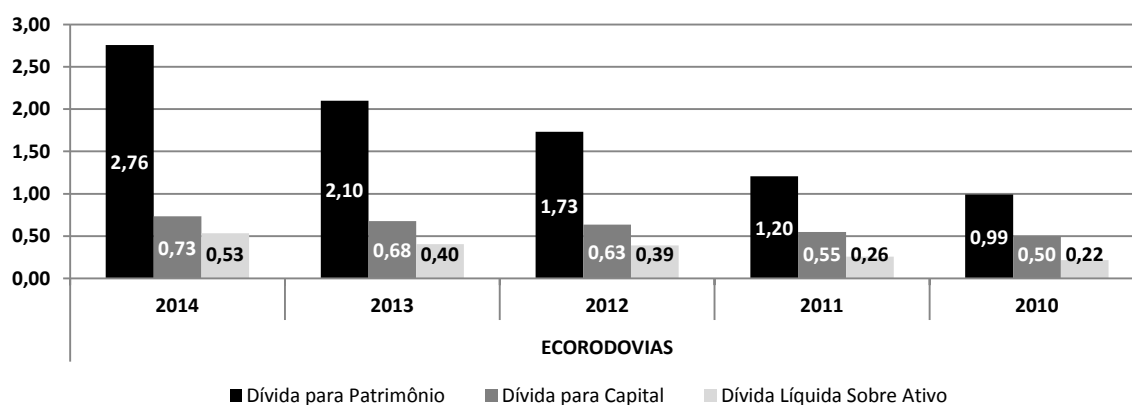
**Gráfico 11 - Índice de Rentabilidade - EcoRodovias**



Fonte: Elaboração própria.

Os indicadores de rentabilidade da empresa EcoRodovias constata que a variação do ROA foi de -1,2% no período de 2010 a 2014 e 0,1% a diminuição média nesse mesmo período. A variação do ROIC -6,1%, no período de 2010 a 2014 e 3,5% a diminuição média nesse mesmo período. Por fim a variação o ROE variou -1,8% no período de 2010 a 2014 e 2,8% a diminuição média nesse mesmo período. Finalizando a análise de indicadores da empresa EcoRodovias, o gráfico 12 representa a evolução da estrutura de capital.

**Gráfico 12** – Índice de Estrutura de Capital - EcoRodovias



Fonte: Elaboração própria.

Analisando a relação entre capital de terceiros e capital próprio, por meio do indicador dívida para patrimônio, verifica-se que houve um aumento na participação do capital de terceiros como fonte de financiamento das atividades, em 2010 o índice foi de 0,99 que já é considerado um índice alto, dando um salto ainda maior em 2014 para 2,76. Já o índice de dívida para capital, que mensura a relação entre capital de terceiros e passivo total, segue a tendência do primeiro índice, aumentando em 2014, passando de 0,50 em 2010 para 0,73. Dessa forma, verifica-se que se trata de uma empresa com bastante utilização de recursos externos. A dívida líquida sobre o ativo indica a proporção dos empréstimos e financiamentos, descontando o montante em caixa, em relação ao ativo total. A EcoRodovias apresenta, em média, 0,36 centavos de dívida líquida para cada real aplicado no ativo.

#### 4.1.4 Raposo Tavares

Em outubro de 2008, o consórcio formado pelas empresas OAS S.A., OAS Investimentos S.A. e Construtora OAS Ltda. (“Grupo OAS”) e pela Investimentos e Participações em Infraestrutura S.A. (“INVEPAR”) venceu a concorrência pública internacional para exploração da concessão das rodovias que integram o Corredor Raposo Tavares, realizado pelo Governo do Estado de São Paulo por intermédio da Agência Reguladora de Serviços Públicos Delegados de Transporte do Estado de São Paulo (“ARTESP”). A fim de explorar a concessão, fomos constituídos em 12 de novembro de 2008, sob a forma de sociedade por ações de capital fechado, por empresa do Grupo OAS e INVEPAR, como uma sociedade de propósito específica, cujo objeto social consiste exclusivamente na administração e exploração do corredor rodoviário denominado Raposo Tavares, localizado no Estado de São Paulo, que liga o município de Bauru ao de Presidente Epitácio. O corredor Raposo Tavares é composto pelas rodovias SP-225 (Rodovia João Baptista Cabral Rennó, que liga Bauru a Santa Cruz do Rio Pardo), SP-327 (Rodovia Orlando Quagliato, que liga Santa Cruz do Rio Pardo a Ourinhos) e SP-270 (Rodovia Raposo Tavares, que liga Ourinhos a Presidente Epitácio) e acessos (“Corredor”).

O Corredor, com mais de 400 quilômetros de extensão, percorre 33 municípios com forte potencial econômico e é uma das principais vias de ligação entre o Estado de Mato Grosso do Sul e o Estado de São Paulo e a toda Região Sul do País, sendo um importante corredor de escoamento da produção agrícola de Mato Grosso do Sul. O contrato de concessão, com duração de 30 anos, foi assinado em 16 de março de 2009, e já em 17 de março de 2009, iniciamos as operações nas rodovias, disponibilizando aos usuários os serviços de atendimento referentes a socorro médico e socorro mecânico. Na mesma oportunidade, iniciamos, também, a execução do programa de recuperação emergencial das rodovias SP-225, SP-327 e SP-270, chamado de Programa Intensivo Inicial (PII), o qual foi concluído após 8 meses, em novembro de 2009. Em 3 de agosto de 2009, a empresa do Grupo OAS que detinha ações de nossa emissão vendeu para a INVEPAR todas as ações que detinha no nosso capital, com exceção de 1 ação ordinária.

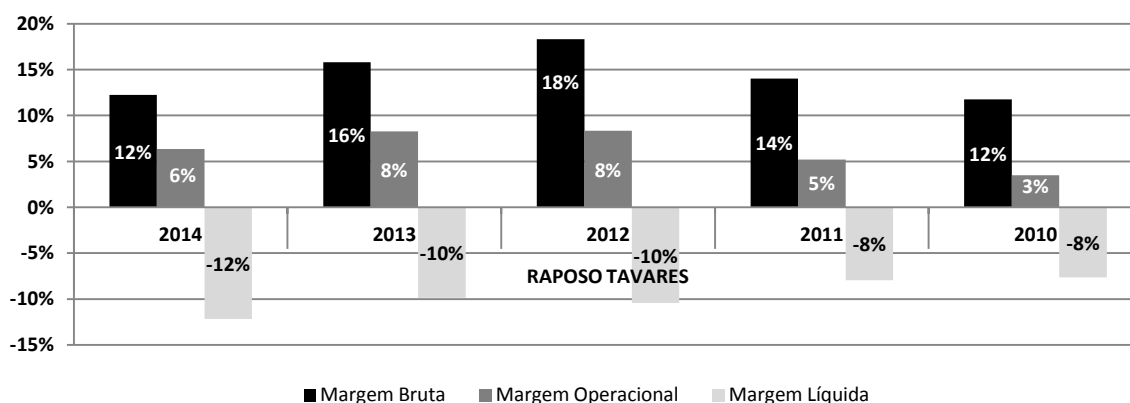
Em dezembro de 2009, foram inauguradas nove praças de pedágio ao longo do trecho concedido, sendo que duas delas foram em substituição as já existentes, dando continuidade à arrecadação que culminou em uma receita líquida de pedágio e acessórias de R\$23,7 milhões em 2009, sendo que, em 2010, com o ciclo completo de 12 meses de arrecadação, atingimos

uma receita líquida de pedágio e acessórias de R\$159,1 milhões. Em 2011, a receita líquida de pedágio e acessórias totalizaram R\$ 177,8 milhões. No período de 9 meses findo em 30 de setembro de 2012 a receita líquida de pedágio e acessórias totalizou R\$ 145,7 milhões. Referidos dados de receita não incluem nossa receita de construção e, portanto, não refletem nossa receita líquida total nos referidos períodos. Em 22 de novembro de 2010, obteve registro de companhia aberta perante a Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Entre 2009 e 2011, captou recursos para fins de financiar nossas atividades por meio da emissão de notas promissórias e debêntures públicas com esforços restritos, bem como por meio de obtenção de financiamento junto ao BNDES.

Em 01 de março de 2012, a empresa do Grupo OAS que era nossa acionista direta cedeu para INVEPAR 1 ação ordinária de nossa emissão, o que tornou a INVEPAR a nossa única acionista direta. A INVEPAR por sua vez, tem como acionistas (i) 3 sociedades do Grupo OAS; (ii) BB Carteira Livre I - Fundo de Investimento em Ações, fundo exclusivo da PREVI; (iii) a PETROS; e a (iv) FUNCEF. Cada um dos referidos acionistas de nossa controladora detém, aproximadamente, 25% do capital votante desta. Apresento no gráfico

No gráfico 13, apresento o índice de lucratividade da Raposo Tavares. Estes índices irão demonstrar a capacidade da empresa em produzir lucro. Uma empresa deve ter lucro, pois se não tiver ela não atrairá capital externo. Capital externo não é somente dinheiro de investidores, mas também a confiabilidade à vista dos demais stakeholders. Não é somente o capital próprio que gera lucro, mas também todos os capitais aplicados sendo de terceiros ou próprios.

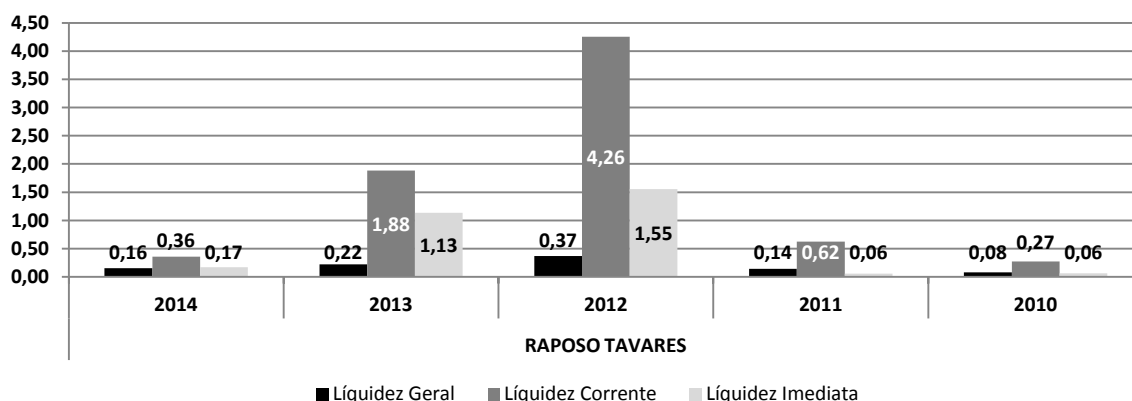
**Gráfico 13 - Índice de Lucratividade – Raposo Tavares**



Fonte: Elaboração própria.

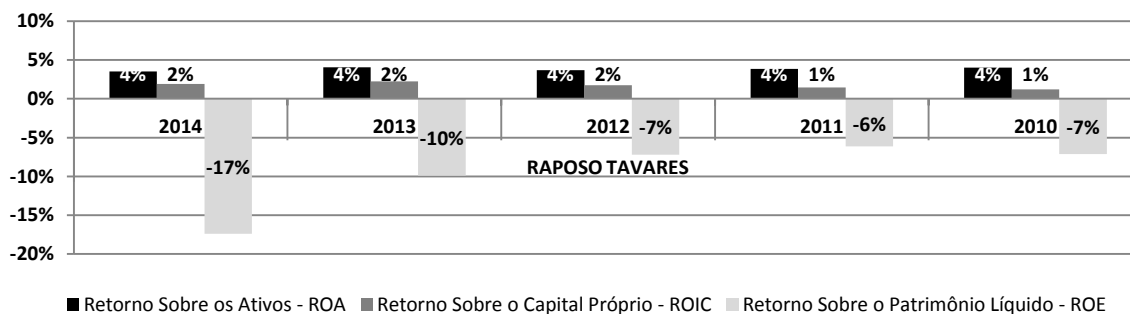
Considerando que a Margem Bruta mostra o percentual do lucro bruto sobre as vendas líquidas, observo que a Raposo Tavares em 2010 foi de 12% e em 2014 foi de 12%, mantendo o mesmo percentual no final do período analisado, mas observamos também que a performance no meio da análise foram mais eficientes com picos de até 18%.. Pois para cada R\$ 100,00 arrecadados com pedágios os custos com o serviço prestados se mantiveram em 88%, mostrando-se muito alto. A Margem Operacional apresentou um aumento de 2010 para 2014, neste caso de 3%, mostrando uma regularidade com a Margem Bruta. Já a Margem Líquida é o valor disponível já descontado todos os custos e despesas, e o resultado é de prejuízo, apresentado perdas de 12% em 2014 e isso significa que para cada unidade monetária de arrecadação com as cobranças de pedágio os acionistas aportam mais 0,12 centavos de rendimento. O gráfico 14, apresenta os indicadores de liquidez da empresa Arteris.

**Gráfico 14 - Índice de Liquidez – Raposo Tavares**



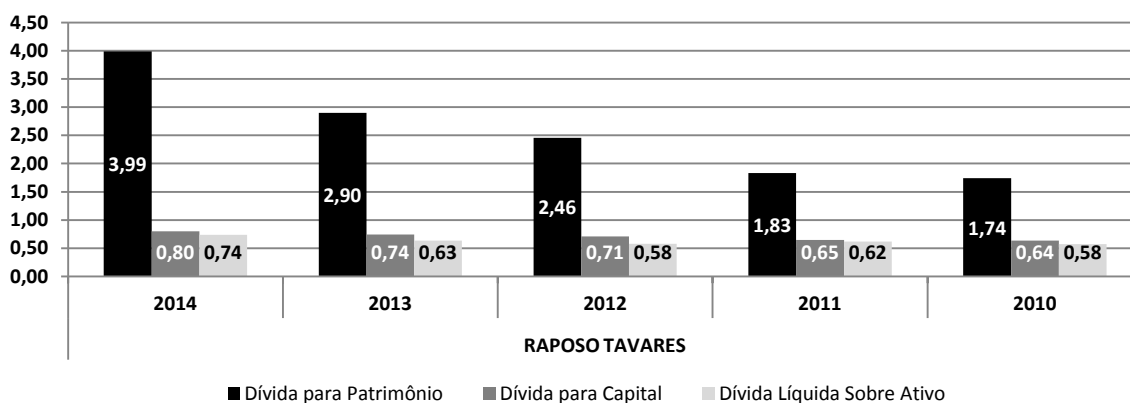
Fonte: Elaboração própria.

Ao analisarmos os indicadores de liquidez da empresa Raposo Tavares, constato que a Liquidez Geral em 2010 foi de 0,08 e de 0,36 em 2014. Isso significa que o Passivo Circulante + Passivo Não Circulante aumentou mais do que o Ativo Circulante + Ativo Não Circulante no período. A Liquidez Corrente em 2010 foi de 0,27 e de 0,36 em 2014. Isso significa que o Ativo Circulante aumentou mais do que o Passivo Circulante no período. A Liquidez Imediata em 2010 foi de 0,06 e de 0,17 em 2014. Mostrando que as Disponibilidades aumentaram mais do que o passivo circulante no período. O gráfico 15, apresenta a evolução dos índices de rentabilidade da empresa Raposo Tavares.

**Gráfico 15 - Índice de Rentabilidade – Raposo Tavares**

Fonte: Elaboração própria.

Os indicadores de rentabilidade da empresa Raposo Tavares não apresentou variação do ROA, mantendo-se em 4,0% em todo o período de análise. A variação do ROIC 1,0%, no período de 2010 a 2014 e 0,5% o aumento média nesse mesmo período. Por fim a variação o ROE variou -10,3% no período de 2010 a 2014 e 3,3% a diminuição média nesse mesmo período. Finalizando a análise de indicadores da empresa Arteris, o gráfico 16 representa a evolução da estrutura de capital.

**Gráfico 16 – Índice de Estrutura de Capital – Raposo Tavares**

Fonte: Elaboração própria.

Analisando a relação entre capital de terceiros e capital próprio, por meio do indicador dívida para patrimônio, verifica-se que houve um aumento na participação do capital de terceiros como fonte de financiamento das atividades, em 2010 o índice foi de 1,74 e em 2014 de quase 4,0, estes podem ser considerado indices muito alto. Já o índice de dívida para capital, que mensura a relação entre capital de terceiros e passivo total, segue a tendência do primeiro índice, aumentando em 2014, passando de 0,64 em 2010 para 0,80. Dessa forma, verifica-se que se trata de uma empresa com bastante utilização de recursos externos. A dívida líquida



sobre o ativo indica a proporção dos empréstimos e financiamentos, descontando o montante em caixa, em relação ao ativo total. A Raposo Tavares apresenta, em média, 0,63 centavos de dívida líquida para cada real aplicado no ativo.

#### **4.1.5 Rodovia das Colinas**

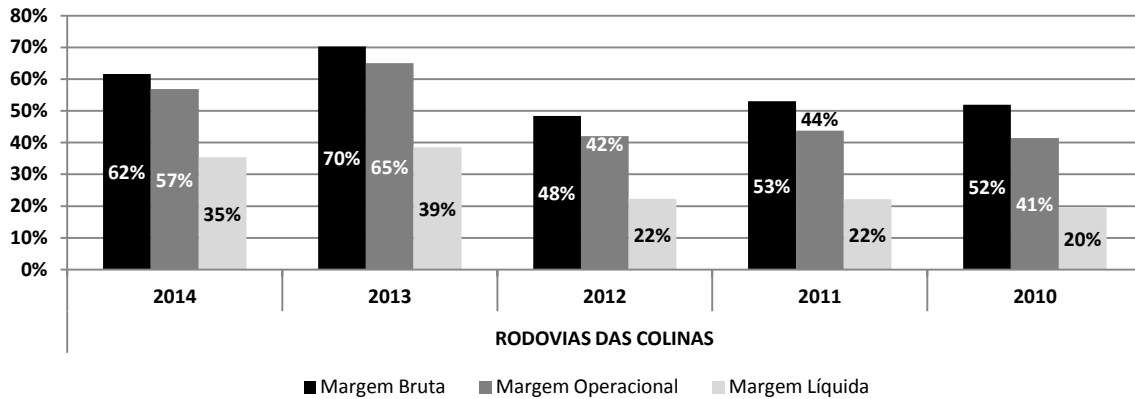
A Concessionária Rodovias das Colinas pertence à AB Concessões S/A, uma holding que nasceu da união do Grupo Italiano Atlantia (controlador) — um dos maiores em concessões rodoviárias do mundo e do Grupo Bertin. A AB Concessões é responsável pelas concessionárias paulistas Triângulo do Sol (100%), Rodovias das Colinas (100%) e Rodovias do Tietê (50%) e, no Estado de Minas Gerais, a Nascentes das Gerais (100%). São mais de 1.500 km de rodovias administradas, a quarta maior empresa de concessões do país. A concessionária Rodovias das Colinas está entre as 19 concessionárias do Programa de Concessões do Estado de São Paulo, que recuperam e conservam cerca de 5,3 mil quilômetros da malha viária paulista. Somente a Colinas é responsável por 307 quilômetros de rodovias desde março do ano 2000.

Desde o início dessa administração as rodovias SP075, SP127, SP280, SP300 e SPI 102/SP300, passam por constantes. A concessionária está cumprindo o cronograma de investimentos e até o momento já foram feitos investimentos em duplicação de estradas, implantação de sistema de ajuda ao usuário, passarelas, pontes, viadutos, dispositivos de retorno, recapeamento, construção de postos de fiscalização, equipamentos para o sistema de rodovia inteligente, recuperação de pistas, atendimento ao usuário, etc. O contrato de concessão tem vigência até ao ano de 2028, com investimentos previstos no Contrato de Concessão Rodoviária nº 012/CR/2000, celebrado em 02/03/2000, de R\$ 2,132 bilhões. Os recursos são provenientes de aporte dos acionistas da concessionária, receita de pedágio e financiamento junto às instituições financeiras. As cidades que compõem o lote sob concessão da Colinas: Boituva, Cabreúva, Campinas, Cerquillo, Indaiatuba, Itu, Itupeva, Jundiaí, Piracicaba, Porto Feliz, Rio Claro, Rio das Pedras, Salto, Saltinho, Sorocaba, Tatuí e Tiete.

No gráfico 17, vou apresentar o índice de lucratividade da concessionária Rodovia das Colinas. Estes índices irão demonstrar a capacidade da empresa em produzir lucro. Uma empresa deve ter lucro, pois se não tiver ela não atrairá capital externo. Capital externo não é somente dinheiro de investidores, mas também a confiabilidade à vista dos demais

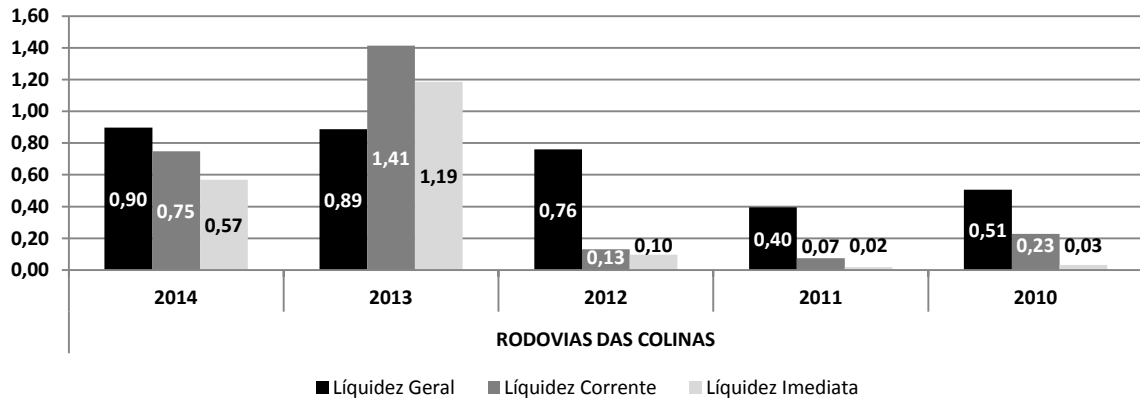
stakeholders. Não é somente o capital próprio que gera lucro, mas também todos os capitais aplicados sendo de terceiros ou próprios.

**Gráfico 17 - Índice de Lucratividade – Rodovia das Colinas**



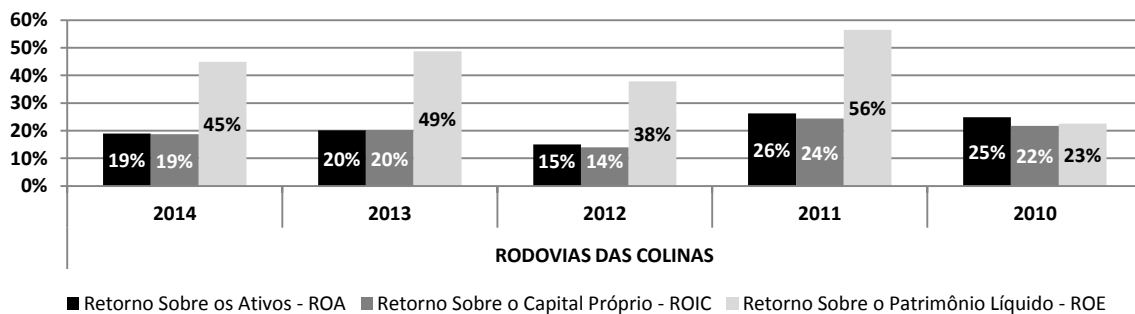
Fonte: Elaboração própria.

Considerando que a Margem Bruta mostra o percentual do lucro bruto sobre as vendas líquidas, observo que a Rodovia das Colinas em 2010 foi de 52% e em 2014 foi de 62%, mostrando um aumento de ganho financeiro. Pois para cada R\$ 100,00 arrecadados com pedágios os custos com o serviço prestados aumentaram em R\$ 10,00. A Margem Operacional também apresentou um aumento passando de 41,0% em 2010 para 57% em 2014, neste caso um aumento de 16 pontos percentuais. Comparando com a Margem Bruta os gastos operacionais diminuíram em 6,0% período de análise, mostrando uma eficiência em relação aos gastos operacionais. Já a Margem Líquida que é o valor disponível já descontado todos os custos e despesas, também seguiu a tendência aumentando as disponibilidades para seus acionistas e isso significa que para cada unidade monetária de arrecadação com as cobranças de pedágio os acionistas aumentaram 0,15 centavos de ganho de 2010 para 2014. O gráfico 18, apresenta os indicadores de liquidez da empresa Rodovia das Colinas.

**Gráfico 18 - Índice de Liquidez – Rodovia das Colinas**

Fonte: Elaboração própria.

Ao analisarmos os indicadores de liquidez da Rodovia das Colinas, constato que a Liquidez Geral em 2010 foi de 0,51 e de 0,90 em 2014. Isso significa que o Passivo Circulante + Passivo Não Circulante aumentou mais do que o Ativo Circulante + Ativo Não Circulante no período. A Liquidez Corrente em 2010 foi de 0,23 e de 0,75 em 2014. Isso significa que o Ativo Circulante aumentou mais do que o Passivo Circulante no período. A Liquidez Imediata em 2010 foi de 0,03 e de 0,57 em 2014. Mostrando que as Disponibilidades aumentaram mais do que o passivo circulante no período. O gráfico 19, apresenta a evolução dos índices de rentabilidade da empresa Arteris.

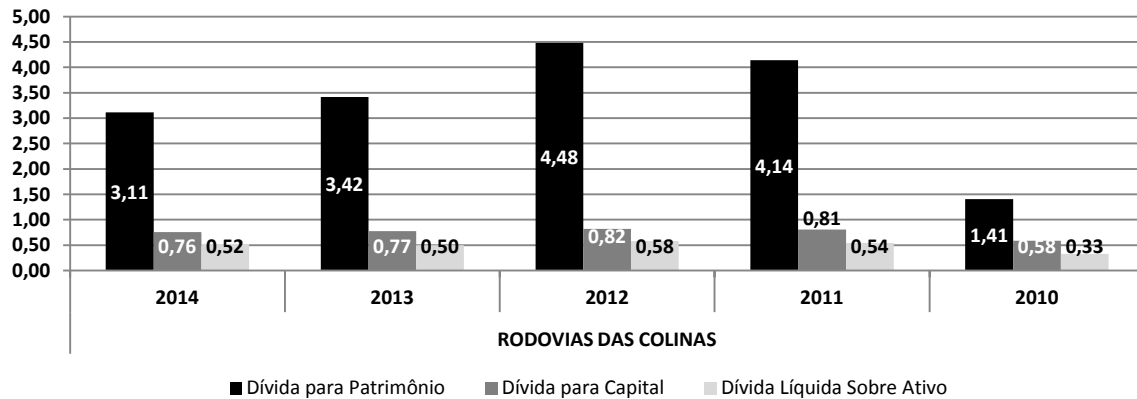
**Gráfico 19 - Índice de Rentabilidade – Rodovia das Colinas**

Fonte: Elaboração própria.

Os indicadores de rentabilidade da concessionária Rodovia das Colinas constataam que a variação do ROA foi de -5,8% no período de 2010 a 2014 e 2,6% a diminuição média nesse mesmo período. A variação do ROIC -3,1, no período de 2010 a 2014 e 0,8% a diminuição média nesse mesmo período. Por fim a variação o ROE variou 22,0% no período de 2010 a

2014 e 12,1% o aumento médio nesse mesmo período. Finalizando a análise de indicadores da empresa Rodovia das Colinas, o gráfico 20 representa a evolução da estrutura de capital.

**Gráfico 20** – Índice de Estrutura de Capital – Rodovia das Colinas



Fonte: Elaboração própria.

Analisando a relação entre capital de terceiros e capital próprio, por meio do indicador dívida para patrimônio, verifica-se que houve um aumento na participação do capital de terceiros como fonte de financiamento das atividades, em 2010 o índice foi de 1,41 e em 2014 de 3,11, estes índices podem ser considerados como muito alto. Já o índice de dívida para capital, que mensura a relação entre capital de terceiros e passivo total, segue a tendência do primeiro índice, aumentando em 2014, passando de 0,58 em 2010 para 0,76. Dessa forma, verifica-se que se trata de uma empresa com bastante utilização de recursos externos. A dívida líquida sobre o ativo indica a proporção dos empréstimos e financiamentos, descontando o montante em caixa, em relação ao ativo total. A Rodovia das Colinas apresenta, em média, 0,49 centavos de dívida líquida para cada real aplicado no ativo.

#### 4.1.6 Concepa

A Companhia foi constituída no ano de 1999, tendo como seu principal acionista fundador a Construtora Triunfo S.A. ("Construtora Triunfo"). O objetivo da Companhia era deter participação acionária em empresas atuantes no setor de infraestrutura. Ainda em 1999, a Construtora Triunfo constituiu a Rio Bonito Serviços de Apoio Rodoviário Ltda. ("Rio Bonito"), para a prestação de serviços para as concessionárias de rodovias da Companhia, então detidas pela Construtora Triunfo, pela Companhia de Concessão Rodoviária Juiz de Fora-Rio ("Concer") e pela Empresa Concessionária de Rodovias do Norte S.A. – Econorte ("Econorte"). No dia 17 de abril de 2000, a Construtora Triunfo transferiu para a Companhia

a totalidade de sua participação acionária na Concessionária da Rodovia Osório-Porto Alegre S.A. - Concepa ("Concepa"), no Estado do Rio Grande do Sul, concessionária de 121,0 km de rodovias na BR- 290. Em 26 de abril de 2001, a Construtora Triunfo transferiu para a Companhia a totalidade de sua participação acionária na Econorte, no Estado do Paraná, concessionária de 340,7 km de rodovias na BR-369, PR-323, PR-445, PR-090 e BR-153. Em julho de 2001, a Companhia adquiriu participação acionária minoritária na Portonave S.A. - Terminais Portuários de Navegantes ("Portonave"), iniciando sua atuação no setor de operação portuária.

Em julho de 2001, a Companhia adquiriu participação acionária minoritária na Portonave, iniciando sua atuação no setor de operação portuária. No ano de 2002, a Companhia participou do leilão de usinas hidrelétricas da Agência Nacional de Energia Elétrica ("ANEEL"), por meio do qual adquiriu direitos de exploração das usinas hidrelétricas de Salto e Salto do Rio Verdinho, no interior do Estado de Goiás, que seriam geridas, respectivamente, pelas empresas Rio Verde Energia S.A. ("Rio Verde") e Rio Verdinho Energia S.A. ("Rio Verdinho"), constituídas para tal finalidade em julho de 2002. Ainda em 2002, no mês de dezembro, a Companhia obteve o registro de companhia aberta perante Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), devido à realização de sua primeira emissão pública de debêntures. Em fevereiro de 2003, a Construtora Triunfo transferiu para a Companhia a totalidade de sua participação acionária na Concer, no Estado do Rio de Janeiro, concessionária de 180,0 km de rodovias na BR-040. Ainda em 2003, foram constituídas as controladas Iceport Terminal Frigorífico de Navegantes S.A. ("Iceport") e Teconnave Terminais de Contêineres de Navegantes S.A. ("Teconnave").

No ano de 2005, a Companhia aumentou sua participação acionária na Econorte, passando dos 25% iniciais para 50% do capital social da empresa. Em outubro do mesmo ano, foram iniciadas as obras de construção do Terminal Portuário de Navegantes, operado pela Portonave. No dia 27 de outubro de 2006, a Construtora Triunfo transferiu para a Companhia a totalidade de sua participação acionária na Rio Guaíba Serviços Rodoviários Ltda. ("Rio Guaíba"), sociedade prestadora de serviços para as concessionárias de rodovias da Companhia. Em dezembro de 2006 a Companhia e sua então controladora, Construtora Triunfo, separaram-se por meio de uma reorganização societária, a qual culminou, também, na segregação dos negócios de construção civil e participação de empresas que atuam no setor de infraestrutura. No primeiro semestre de 2007, a Companhia celebrou contratos importantes visando o aumento de sua participação societária nas controladas Portonave, Econorte e Rio

Tibagi e viabilizou a construção de seu empreendimento de energia elétrica. Até junho de 2007, a Companhia (i) aumentou a sua participação societária no capital da Portonave, passando a deter, direta e indiretamente, 50% do capital social; (ii) celebrou contratos para a aquisição da totalidade das ações da Econorte e das quotas da Rio Tibagi (das quais detinha 50% até então); (iii) alienou as ações que detinha na Rio Verdinho para a CBA - Companhia Brasileira de Alumínio ("CBA"), empresa do grupo Votorantim; (iv) vendeu a totalidade da energia a ser produzida pela Rio Verde para a Votener - Votorantim Comercializadora de Energia S.A ("Votener") e; (v) iniciou as obras de construção da Usina Hidrelétrica Salto, a ser operada pela Rio Verde.

Ainda em 2007, em julho, a Companhia realizou a sua primeira oferta pública de ações, as quais foram listadas no segmento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA, Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros ("BM&FBOVESPA"). Em outubro de 2007 a Portonave iniciou suas operações. Em novembro do mesmo ano, a Companhia concluiu o processo de aquisição da totalidade do capital social da Econorte e Rio Tibagi. Em 2008, a Companhia decidiu novamente investir em empreendimentos portuários, aumentar a sua participação nas controladas Concepa e Rio Guaíba e buscar maior liquidez para a negociação de suas ações. Em junho, adquiriu a totalidade das quotas de emissão da Terminal Portuário Brites Ltda. ("TPB"), cujo único ativo era um imóvel de aproximadamente 189 hectares, localizado na Baixada Santista, São Paulo, e constituiu a Santa Rita S.A. - Terminais Portuários ("Santa Rita"), para a qual aportou as quotas de emissão da TPB. Em outubro, concluiu a aquisição da totalidade do capital social da Concepa e sua prestadora de serviços Rio Guaíba. Por fim, em dezembro, aderiu ao programa de *American Depositary Receipts*, nível I, no mercado de capitais estrangeiro, para oferecer aos investidores norte-americanos a possibilidade de adquirir suas ações e, com isso, aumentar a sua liquidez.

No primeiro semestre de 2009 a câmara frigorificada da Iceport entrou em operação comercial e, logo depois, conseguiu a habilitação desta para operar com a União Européia e Rússia. O segundo semestre, por sua vez, marcou a entrada da Companhia no segmento de navegação de cabotagem, por meio da constituição da Maestra Navegação S.A. ("Maestra") e da aquisição das ações da NTL - Navegação e Logística S.A. ("NTL") e o início do processo de aumento de capital da Companhia, no valor aproximado de R\$50.000 mil, concluído em janeiro de 2010. Em dezembro de 2009, foi concluído o processo de reorganização societária envolvendo as controladas Portonave, Starport Participações Ltda ("Starport"), Maris Gaudium Empreendimentos e Participações S.A. ("Maris Gaudium") e Santa Rita. Até a data

da reorganização a Companhia detinha (i) direta e indiretamente, 50% das ações de emissão da Portonave (16,67% diretamente e 33,34% indiretamente, por meio das subsidiárias integrais Starport e Maris Gaudium), e (ii) 88% das ações de emissão da Santa Rita. Com a conclusão deste processo de reorganização societária, a Companhia passou a deter, indiretamente, por meio de suas controladas TPI-Log S.A. ("TPI-Log"), Starport e Maris Gaudium, 50% das ações de emissão da Portonave e 88% das ações de emissão da Santa Rita.

No primeiro semestre de 2010, a Companhia, além de concluir o seu processo de aumento de capital, finalizou os processos de troca das ações da NTL pelas ações da Vessel-Log Companhia Brasileira de Navegação e Logística S.A ("Vessel-Log") (quando então passou a deter 65% do capital social de cada uma dessas empresas) e de reorganização societária da Concepa (mediante a incorporação das empresas BS Participações Ltda. ("BS") em março, e da Esparta Participações e Investimentos S.A. ("Esparta") em junho, passando, então, a deter diretamente a totalidade das ações de emissão da Concepa) e viu a sua controlada Rio Verde entrar em operação comercial da 1ª turbina da Usina Hidrelétrica Salto, marcando o início da geração comercial de energia elétrica pela Companhia.

Em 28 de julho de 2010 a Companhia efetuou sua 2ª emissão pública de debêntures, desta vez sob o regime de esforços restritos de colocação, nos termos da Instrução CVM n. 476, de 16 de janeiro de 2009.

No dia 30 de julho de 2010, a Companhia, venceu o Leilão A-5 da ANEEL, e passou a ter o direito de explorar a UHE Garibaldi pelo prazo de 30 anos, a contar do início da geração da primeira turbina, o que deverá ocorrer até 30 de outubro de 2014. Na Assembléia Geral Extraordinária da Sabalo Participações e Investimentos S.A. ("Sabalo"), realizada em 03 de agosto de 2010, os acionistas de tal controlada decidiram modificar sua denominação social para "Rio Canoas Energia S.A." ("Rio Canoas"), alterando o objeto social de tal empresa para que ela se destinasse a implantar e explorar a UHE Garibaldi. Em 14 de dezembro de 2010, a Rio Canoas assinou o contrato de concessão com o Ministério de Minas e Energia e a obra de implantação segue adiantada em relação o cronograma da ANEEL.

Em 25 de maio de 2010, a Usina Hidrelétrica Salto, concessão administrada pela controlada Rio Verde Energia S.A., iniciou a operação comercial da unidade geradora 01 e, em 30 de agosto de 2010, teve início a operação comercial da unidade geradora 02. Em 22 de junho de 2011, a Companhia efetuou sua 3ª emissão pública de debêntures, também com esforços

restritos de colocação, nos termos da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Em agosto de 2011, foi autorizado o aumento em 4MWh na garantia física de energia da UHE Salto pela Secretaria de Planejamento e Desenvolvimento Energético, em publicação da Portaria nº 33, de 19 de agosto de 2011. A energia assegurada de 67,8 MWh entrou em vigor em 19 de agosto de 2011. Em outubro de 2011, com o objetivo de desenvolver um projeto voltado para a área portuária a Companhia comprou a totalidade das ações da empresa Santa Rita S.A, pelo valor de R\$ 41.967.098,85, passando a ter 100% dessa controlada. Em outubro de 2011, a controlada Maestra LLP comprou por US\$11,4 milhões o navio MV Westerhever (futuro Maestra Caribe) da Westerhever Shipping GMBH& Co KG.

Em novembro de 2011, a controlada Maestra Navegação e Logística S.A (“Maestra”) assinou contrato com o armador japonês Nippon Yusen Kabushiki Kaisha (“NYK”), para a formação de uma Joint Venture (“JV”), a qual terá como objeto a prestação de serviços de cabotagem, além de soluções logísticas e transporte terrestre para seus clientes. Com a entrada do novo sócio, a participação da Triunfo na Maestra será diluída de 65% para 58,5%. Em dezembro de 2011, a Triunfo Participações e Investimentos S.A. (“Triunfo”), em parceria com a ALL – América Latina Logística S.A. (“ALL”), e Vetorial Participações S.A. (“Vetorial”), criaram a Vetria Mineração. A Vetria atuará na exploração, beneficiamento, transporte, comercialização e exportação de minério de ferro por meio de (i) um porto privado a ser construído em Santos/SP, (ii) uma capacidade de transporte ferroviária garantida nos termos de um contrato de prestação de serviços de transporte celebrado com a ALL, e (iii) uma mina própria localizada no Maciço de Urucum, na região de Corumbá, Estado do Mato Grosso do Sul. O Maciço de Urucum é rico em minério de ferro de alta qualidade, com teor de ferro estimado superior a 62%. Em dezembro de 2012, foram cumpridas as condições suspensivas previstas no contrato de associação e como resultado, a Santa Rita foi transformada em Vetria Mineração e a Triunfo passou a deter 15,79% de participação no negócio.

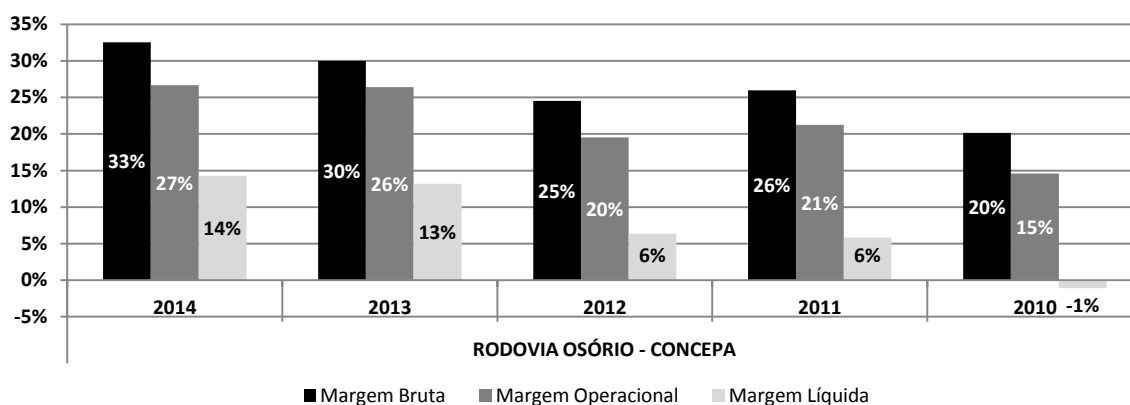
Em fevereiro de 2012, a Triunfo, em parceria com a UTC Participações S.A. e *Egis Airport Operation*, venceu o leilão para a expansão, manutenção e operação do Aeroporto Internacional de Campinas. O contrato da nova concessão foi assinado no dia 14 de junho de 2012. A concessionária, Aeroportos Brasil Viracopos S.A. iniciará operação em novembro de 2012. Em fevereiro de 2012, a Triunfo, por intermédio de sua controlada Portonaus S.A. Terminais Portuários (“Portonaus”), adquiriu da empresa Cruzeiro do Sul Administradora de Terminais Logísticos Ltda (“Cruzeiro do Sul”) o direito de exploração de superfície sobre a



área em que está situado o terminal, além do direito de ocupação sobre a área de marinha registrada por R\$ 4,5 milhões.

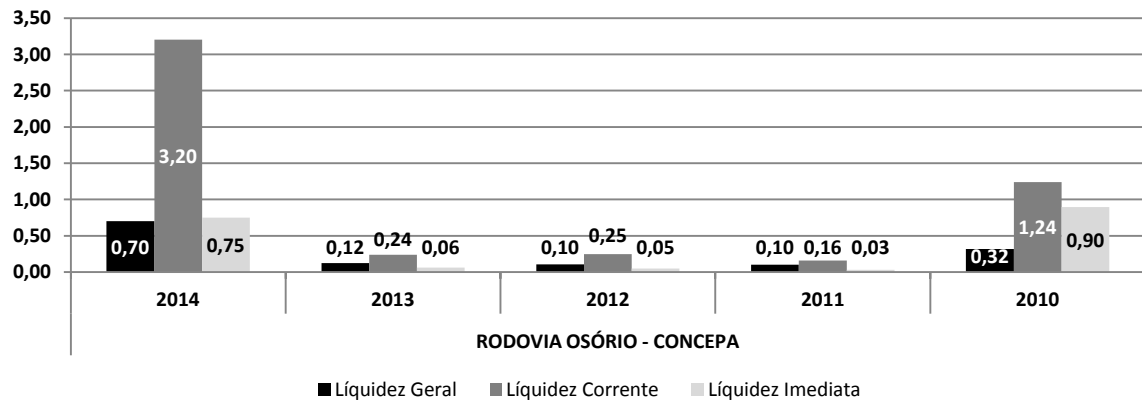
No gráfico 21, vamos apresentar o índice de lucratividade da concessionária Rodovia Osório – Concepa. Estes índices irão demonstrar a capacidade da empresa em produzir lucro. Uma empresa deve ter lucro, pois se não tiver ela não atrairá capital externo. Capital externo não é somente dinheiro de investidores, mas também a confiabilidade à vista dos demais stakeholders. Não é somente o capital próprio que gera lucro, mas também todos os capitais aplicados sendo de terceiros ou próprios.

**Gráfico 21** - Índice de Lucratividade – Concepa



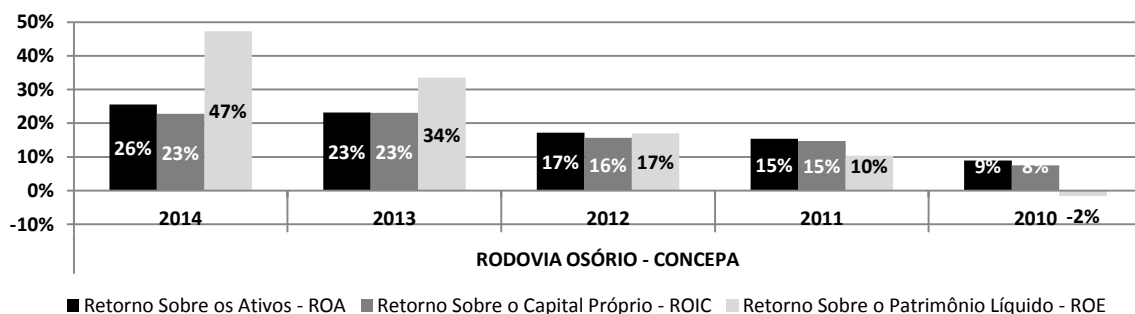
Fonte: Elaboração própria.

Considerando que a Margem Bruta mostra o percentual do lucro bruto sobre as vendas líquidas, observamos que a Concepa em 2010 foi de 20,0% e em 2014 foi de 33,0%, mostrando um aumento de ganho financeiro. Pois para cada R\$ 100,00 arrecadados com pedágios os custos com o serviço prestados aumentaram em R\$ 13,00. A Margem Operacional também apresentou um aumento passando de 15,0% em 2010 para 27,0% em 2014, neste caso um aumento de 12 pontos percentuais. Comparando com a Margem Bruta os gastos operacionais diminuíram em 1,0% período de análise, mostrando uma eficiência em relação aos gastos operacionais. Já a Margem Líquida que é o valor disponível já descontado todos os custos e despesas, também seguiu a tendência aumentando as disponibilidades para seus acionistas e isso significa que para cada unidade monetária de arrecadação com as cobranças de pedágio os acionistas aumentaram 0,15 centavos de ganho de 2010 para 2014, saindo de um índice negativo de -1,0% para 14,0%. O gráfico 22, apresenta os indicadores de liquidez da empresa Concepa.

**Gráfico 22** - Índice de Liquidez – Rodovia das Colinas

Fonte: Elaboração própria.

Ao analisarmos os indicadores de liquidez da Concepa, constatamos que a Liquidez Geral em 2010 foi de 0,32 e de 0,70 em 2014. Isso significa que o Passivo Circulante + Passivo Não Circulante aumentou mais do que o Ativo Circulante + Ativo Não Circulante no período. A Liquidez Corrente em 2010 foi de 1,24 e de 3,20 em 2014. Isso significa que o Ativo Circulante aumentou mais do que o Passivo Circulante no período. A Liquidez Imediata em 2010 foi de 0,90 e de 0,75 em 2014. Mostrando que as disponibilidades diminuíram mais do que o passivo circulante no período. O gráfico 23, apresenta a evolução dos índices de rentabilidade da empresa Arteris.

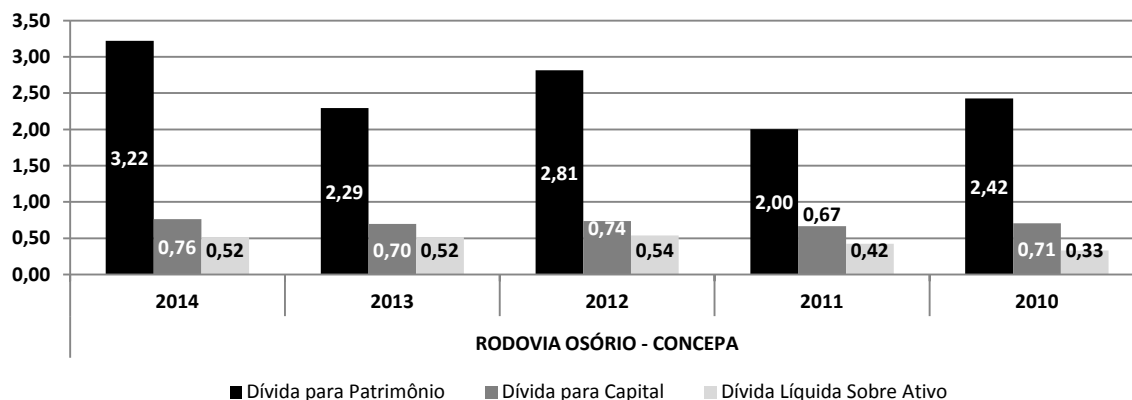
**Gráfico 23** - Índice de Rentabilidade – Concepa

Fonte: Elaboração própria.

Os indicadores de rentabilidade da concessionária Concepa constataam que a variação do ROA foi de 16,0% no período de 2010 a 2014 e 7,7% o aumento médio nesse mesmo período. A variação do ROIC 15,3 no período de 2010 a 2014 e também 7,7% o aumento médio nesse mesmo período. Por fim a variação o ROE variou 49,0% no período de 2010 a 2014 e

21,0% o aumento médio nesse mesmo período. Finalizando a análise de indicadores da empresa Rodovia das Colinas, o gráfico 24 representa a evolução da estrutura de capital.

**Gráfico 24** – Índice de Estrutura de Capital – Concepa



Fonte: Elaboração própria.

Analisando a relação entre capital de terceiros e capital próprio, por meio do indicador dívida para patrimônio, verifica-se que houve um aumento na participação do capital de terceiros como fonte de financiamento das atividades, em 2010 o índice foi de 2,42 e em 2014 de 3,22, estes índices podem ser considerados como muito alto. Já o índice de dívida para capital, que mensura a relação entre capital de terceiros e passivo total, segue a tendência do primeiro índice, aumentando em 2014, passando de 0,71 em 2010 para 0,76. Dessa forma, verifica-se que se trata de uma empresa com bastante utilização de recursos externos. A dívida líquida sobre o ativo indica a proporção dos empréstimos e financiamentos, descontando o montante em caixa, em relação ao ativo total. A Rodovia das Colinas apresenta, em média, 0,46 centavos de dívida líquida para cada real aplicado no ativo.

#### 4.2 Análise comparativa dos resultados médios

A análise do desempenho econômico-financeiro foi feita separadamente para as principais contas das demonstrações financeiras analisadas para o período 2010-2014. Inicialmente, avaliou-se os indicadores de Lucratividade; em seguida, os indicadores de Liquidez; logo após os indicadores de Rentabilidade; e, por fim, os indicadores de estrutura de capital. Para cada etapa, deu-se ênfase inicial na comparação dos valores médios do período referentes a cada

concessionária. Finalmente, foram pontuados alguns aspectos relevantes individuais verificados no período.

#### 4.2.1 Análise dos indicadores de lucratividade

Os primeiros indicadores analisados foram os de lucratividade das concessionárias. O período de análise foi 2010-2014. A Tabela 1 indica o valor médio da conta referente ao índice de lucratividade.

**Tabela 1** - Valores médios do índice de lucratividade

ÍNDICE DE LUCRATIVIDADE	SEGMENTO - NOVO MERCADO			Média Geral		SEGMENTO - TRADICIONAL		
	ARTERIS	CCR	ECOROD.	NM	MT	RAP.TAV	COLINAS	CONCEPA
MARGEM BRUTA	33,6%	55,2%	50,0%	46,3%	32,7%	14,4%	57,1%	26,6%
MARGEM OPERAC.	28,0%	43,4%	44,9%	38,8%	25,9%	6,3%	49,8%	21,7%
MARGEM LIQUIDA	13,4%	19,0%	22,2%	18,2%	8,6%	-9,6%	27,6%	7,7%

Fonte: Elaboração própria, a partir de DFCs (2010, 2011, 2012, 2013 e 2014)

A Tabela 1 mostra as médias dos indicadores de lucratividade, verifica-se que a média das margens bruta, operacional e líquida grupo Novo Mercado é, respectivamente 46,3%, 38,8% e 18,2% e para o grupo Tradicional é 32,7%, 25,9% e 8,6%. Tais índices representam a proporção do lucro bruto, lucro operacional e lucro líquido em relação à receita líquida média. Para as concessionárias com melhor desempenho, a margem bruta é acima de 50,0%; a operacional, acima de 40,0%; e a líquida, acima de 20,0%. Considerando o *Lucro Bruto* um indicativo do tamanho da empresa, verifica-se que a concessionária Rodovia das Colinas é a maior da amostra, com um *Lucro Bruto* médio de 57,1% maior que a média da amostra dos dois mercados. Em contrapartida, a concessionária Raposo Tavares apresenta o menor *Lucro Bruto* dentre as concessionárias estudadas, estando no mesmo segmento Tradicional. O *Lucro Bruto* médio do setor Novo Mercado no período foi de 46,3%, neste caso mostrando que as empresas que aderiram ao padrão de Governança Corporativo exigido pelo Novo Mercado. Já a margem líquida que é a disponibilidade efetiva para o acionista, apesar do melhor indicador ter seguido a tendência dos dois anteriores ficando com a Rodovia das Colinas, o Novo Mercado se mostra com o melhor desempenho entre os segmentos. Continuando as análises dos indicadores a Tabela 2, mostra a média dos dois segmentos para os índices de Liquidez.

**Tabela 2** - Valores médios dos índices liquidez

IND. DE LÍQUIDEZ	SEGMENTO - NOVO MERCADO			Média Geral		SEGMENTO - TRADICIONAL		
	ARTERIS	CCR	ECOROD.	NM	MT	RAP.TAV	COLINAS	CONCEPA
LIQ. GERAL	0,36	0,57	0,49	0,47	0,38	0,19	0,69	0,27
LIQ. CORRENTE	1,10	0,53	0,94	0,86	1,01	1,48	0,52	1,02
LIQ. IMEDIATA	0,89	0,33	0,71	0,64	0,44	0,60	0,38	0,36

Fonte: Elaboração própria, a partir de DFCs (2010, 2011, 2012, 2013 e 2014)

A Tabela 2 mostra os índices de liquidez principais das concessionárias federais, ou seja, a capacidade delas de pagar suas dívidas. Verifica-se que para o primeiro indicador mostra a capacidade das empresas em quitar seus compromissos em longo prazo. Neste indicador mais um vez o segmento Novo Mercado, apresenta um índice de 0,47 enquanto o Mercado Tradicional 0,38, mas a melhor empresa está classificada como Mercado Tradicional, a concessionária Rodovia das Colinas com um indicador bem acima das médias dos dois segmentos, com o índice de 0,69, mostrando que tem a maior capacidade de quitar suas dívidas a longo prazo. Os indicadores de Liquidez Corrente e Liquidez Imediata mostram a capacidade da empresa de quitar suas dívidas em curto prazo. Enquanto a média do setor Novo Mercado apresenta 0,86 e 0,74 e o Mercado Tradicional 1,01 e 0,44 como índices de liquidez corrente e imediata, respectivamente, as concessionárias com melhores desempenhos referidas apresentam duas concessionárias do Mercado Tradicional e uma do Novo Mercado acima de 1,00. As com piores desempenhos nesse aspecto, entretanto, apresentam índices abaixo de, 0,52 para liquidez corrente, 0,33 para liquidez imediata. Logo na tabela 3 vamos analisar os indicadores de rentabilidade.

**Tabela 3** - Valores médios dos índices de rentabilidade

ÍNDICE DE RENTABILIDADE	SEGMENTO - NOVO MERCADO			Média Geral		SEGMENTO - TRADICIONAL		
	ARTERIS	CCR	ECOROD.	NM	MT	RAP.TAV	COLINAS	CONCEPA
ROA	15,7%	21,0%	20,3%	19,0%	14,3%	3,8%	21,0%	18,1%
ROIC	13,8%	17,9%	18,9%	16,9%	12,7%	1,7%	19,7%	16,8%
ROE	25,7%	32,3%	22,8%	26,9%	17,9%	-9,6%	42,1%	21,3%

Fonte: Elaboração própria, a partir de DFCs (2010, 2011, 2012, 2013 e 2014)

A Tabela 3 apresenta os índices financeiros relativos à rentabilidade das concessionárias. O retorno médio do ativo para o segmento do Novo Mercado é melhor que o retorno do

Mercado Tradicional, os maiores retornos da amostra ficam com as concessionária CCR e Rodovia das Colinas apresentando um retorno de 21% sobre o ativo superior à média dos segmentos. Verifica-se que o retorno sobre o capital investido também é melhor no segmento do Novo Mercado quando comparado com a média do Mercado Tradicional, mas mais uma vez a empresa Rodovias das Colinas com sua média superior a suas companheiras de segmento contradiz a média do seu segmento e segue acompanhando os melhores desempenhos do Novo Mercado, com 19,7%.

Analisando o retorno sobre o patrimônio líquido a tendência se confirma que no Novo Mercado com uma média de 26,9% de retorno, superior e comparação com o Mercado Tradicional, e a empresa das Colinas continua se mostrando mais eficiente em apresentar retornos, pois o seu retorno é superior a qualquer um da amostra, com 42,1%. Os piores resultados foram apresentados pela empresa Raposo Tavares indicando uma instabilidade nos retornos para os investidores dos seus capitais investidos, com o índice de -9,6%. Finalizando a análise da médias por segmento a tabela 4, mostra a estrutura de capital das empresas analisadas.

**Tabela 4** - Valores médios dos índices de estrutura de capital

ESTRUTURA DE CAPITAL	SEGMENTO - NOVO MERCADO			Média Geral		SEGMENTO - TRADICIONAL		
	ARTERIS	CCR	ECOROD.	NM	MT	RAP.TAV	COLINAS	CONCEPA
DÍV. P/ PATRIM.	3,12	3,42	1,76	2,77	2,82	2,58	3,31	2,55
DÍV. P/ CAPITAL	0,76	0,77	0,62	0,72	0,72	0,71	0,75	0,71
DÍV. P/ ATIVO	0,40	0,49	0,36	0,42	0,53	0,63	0,49	0,46

Fonte: Elaboração própria, a partir de DFCs (2010, 2011, 2012, 2013 e 2014)

Em relação à proporção entre capital de terceiros e capital próprio, por meio do indicador dívida para patrimônio, verifica-se que tanto no segmento Tradicional quanto no segmento Novo Mercado a participação do capital de terceiros como fonte de financiamento das atividades é alta ficando em média 2,82 e 2,77 respectivamente. As empresas com maior dependência de recursos externos são: CCR com 3,42, seguido pela 3,31 da Rodovia das Colinas. A EcoRodovias apresenta o menor índice da serie, ou seja, apresentam menor participação de recursos externos, mas o indicador de 1,76 ainda pode ser considerado como alto.

As mesmas concessionárias supracitadas são as que apresentam maiores e menores valores do índice dívida para capital, que mensura a relação entre capital de terceiros e passivo total. Tal

índice apresenta um valor médio de 0,72 para ambos os segmentos analisados no período. Dessa forma, verifica-se que se trata de um setor com bastante utilização de recursos externos. A dívida líquida sobre o ativo indica a proporção dos empréstimos e financiamentos, descontando o montante em caixa, em relação ao ativo total. O setor apresenta, em média, 0,42 para o Novo Mercado e de 0,53 para o Segmento Tradicional. Este resultado significa que para cada real aplicado 0,42 centavos e 0,53 centavos é a dívida líquida. A Raposo Tavares é a que mais utiliza recursos de terceiros. Nenhuma apresentou estes indicadores negativos o que significaria que seu caixa e equivalentes são capazes de cobrir o valor gasto com empréstimos e financiamentos.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo instrumenta como forma de verificação empírica de ganho de eficiência, e foi desenvolvido para analisar o desempenho econômico-financeiro das concessionárias de rodovias federais no Brasil. Para que esse escopo fosse concretizado, inicialmente, foi realizada uma vasta pesquisa bibliográfica para a elaboração de uma base conceitual. Assim buscou-se evidenciar os principais elementos de como se dá o conflito de agência entre reguladores e empresas, que é um meio para se chegar a conclusão do objetivo principal. Evidenciou-se que tal conflito se dá devido à assimetria de informações entre regulador e regulado, de forma que o segundo, por conhecer melhor as condições de operação, não evidencia essa realidade aos órgãos fiscalizatórios, imputando a eles altos custos de monitoramento. Além disso, a distinção entre os interesses dos atores envolvidos faz com que as empresas visem alcançar bons resultados financeiros, em detrimento do cumprimento de suas obrigações contratuais e da oferta de um serviço satisfatório. Nesse sentido, o regulador deve buscar elaborar medidas que incentivam o bom comportamento das firmas, por meio de prêmios e penalizações, considerando, porém, que tais regulamentos devem ser parcimoniosos para não tornar a operação inviável ou mesmo reduzir o interesse privado na mesma. Além disso, citam-se os aspectos teóricos dos principais indicadores de análise de desempenho econômico-financeiro existentes na literatura financeira. Também analisamos o histórico e as características das concessões rodoviárias no Brasil, objeto de pesquisa do presente estudo.

A partir da base teórica, o primeiro objetivo específico do estudo foi cumprido a partir dos indicadores econômico-financeiros analisados com base nas técnicas de análise e o estudo dos índices mais representativos. Os principais resultados da análise econômico-financeira foram ressaltados na seção 4.2.1. Cumpre destacar, porém, que a Rodovia das Colinas e a CCR apresentaram melhores indicadores de *rentabilidade*, considerados no estudo como *proxies* de desempenho econômico-financeiro. A primeira revelou *ROA* e *ROE* médios respectivamente de 21% em ambas e de 42,1% de *ROE* para Rodovia das Colinas e 32,3% para CCR, enquanto a média do setor para *ROA* 19,0% no Novo Mercado e de 14,3% no Mercado Tradicional, para o *ROE* foi de 26,9% NM e 17,9% MT para os indicadores.

Considerando as análises das médias de cada indicador posso concluir que o segmento Novo Mercado apresenta melhor desempenho que o Segmento Tradicional. Mas também o estudo se mostra inclusivo ao tentar responder a questão principal que é “*Verificar se há diferenças no desempenho econômico-financeiro de concessionárias de rodovias classificadas no*



*segmento de Governança Corporativa da BM&FBovespa denominado como Novo Mercado, comparando com o segmento Tradicional*". Pois como podemos observar que temos empresas listadas no Mercado Tradicional com melhor desempenho em quase todos os indicadores como é o caso da Rodovia das Colinas.

Fato é que analisando apenas as médias dos mercados analisados posso dizer que empresas que aderiram ao padrão mais alto de exigência para a Governança Corporativa são as que melhores desempenham financeiramente. Esta conclusão mostra a tendência de economias mais estáveis que depositam sua confiança de investimento em empresas que desejam assumir publicamente que adotam um padrão mais rigoroso para combater o conflito de agências onde o "Principal", conflita com o "Agente". Apenas com os indicadores de desempenho não podemos concluir a afirmação de MARQUES (2007) que a teoria de agência se faz presente, de forma que as concessões realmente consideradas de sucesso não são aquelas que apresentam benefícios apenas para as empresas ou somente para regulador e para sociedade, mas aquelas que conseguem ser eficientes em relação à satisfação dos três interesses, administrando melhor o conflito de agência da regulação.

Os procedimentos analíticos utilizados no trabalho não conseguiram evidenciar, quais os principais fatores críticos ao desempenho das concessionárias. Dentre as limitações da pesquisa, destaca-se o baixo número de unidades de análise, dado que, embora o setor represente um volume representativo de recursos da economia, o processo de concessões é relativamente recente. Por fim, embora a amostra seja pequena e devido ao alto número de variáveis analisadas, foi inviável realizar uma análise qualitativa mais aprofundada de cada uma das empresas estudadas. Tal análise poderia facilitar a interpretação dos resultados de alguns indicadores.

## REFERÊNCIAS

- ABCR - Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias. **Setor em números**. Disponível em: <http://www.abcr.org.br/Conteudo/Secao/42/dados+financeiros.aspx>. Acesso em: 10 Set. 2015.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ANTT- Agência Nacional de Transportes Terrestres. **Relatório Anual (2010-2014) – Rodovias Federais Concedidas**.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BARBO, A. R. de C. *et al.* A evolução da regulação nas rodovias federais concedidas. **Revista ANTT**, Brasília, v. 2, nº 2, 2010. Disponível em: [http://appweb2.antt.gov.br/revistaantt/ed3/\\_asp/ed3-artigosEvolucao.asp](http://appweb2.antt.gov.br/revistaantt/ed3/_asp/ed3-artigosEvolucao.asp). Acesso em: 10 de out. 2014.
- BARBOSA, Marcelo Fortes. **Sociedade Anônima Atual** - Comentários e anotações às inovações trazidas pela Lei nº 10.303/01 ao Texto da Lei nº 6.404/76. São Paulo, Editora Atlas S.A.: 2004.
- BLACK, Bernardo S.; CARVALHO, Antonio Gledson; GORGA, Érica. **What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries)**. *Journal of Corporate Finance* 18, p. 934–952, 2012
- BORTOLON, Patrícia Maria; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Unificação de ações no Brasil**. Relatórios Coppead 386, p.1-10, Novembro 2009.
- BRYMAN, A. **Research Methods and Organization Studies**. Cap. 7. Londres: Unwin Hyman, 1992.
- CARNEIRO, J. M. **Modelo de previsão de insolvência de concessionárias de ferrovias no Brasil**. 2011. xiii, 76 f., il. Dissertação (Mestrado em Transportes)-Universidade de Brasília, Brasília, 2011.
- CARVALHO, A.G; et. al. **A experiência brasileira de concessões de rodovias**. 1.ed. São Paulo: FIPE, 2003.
- DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas: teoria e prática**. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- FIGUEIREDO, A. M.; SOUZA, S. R. G. **Como elaborar projetos, monografias, dissertações e teses: da redação científica à apresentação do texto final**. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.
- FISHBEIN, G.; BABBAR, S. *Private financing of toll roads*. **Resource Mobilization and Cofinancing**, v. 117, 1996.
- GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4ª Ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GOYOS JR., Durval Noronha. **Dicionário jurídico**. São Paulo: Observador Legal, 2003.

HELFERT, E. A. **Técnicas de análise financeira**: um guia prático para medir o desempenho dos negócios. Porto Alegre: Bookman, 2000.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Administração estratégica**. São Paulo: Thomson, 2005.

HUMBERG, M.E. **Pedágio: mitos e fatos**. 2.Ed. São Paulo: Editora CLA, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo: IBGC, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. 2005.

Disponível em <http://www.ibgc.org.br> Acesso em 03 out. 2015.

LACERDA, S. M. O financiamento da infraestrutura rodoviária através de contribuintes e usuários. **BNDES**, Rio de Janeiro, n. 21, p. 141-159, mar. 2005.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. Ciência e conhecimento científico. **Fundamentos da metodologia científica**. São Paulo: Atlas, p. 74-81, 2001.

MARQUES, M. da C. da C. **Aplicação dos princípios da governança corporativa ao sector público**. Revista de Administração Contemporânea, Curitiba, v. 11, n. 2, p. 11-26, abr./jun. 2007.

MARION, J. C. **Análise das demonstrações contábeis**: contabilidade empresarial. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 302 p

MATIAS, A. B. (Coord.). **Finanças corporativas de longo prazo**: criação de valor com a sustentabilidade financeira. vol. 2. São Paulo: Atlas, 2007.