

## Ratings da Invepar rebaixados para 'B' e 'brA-' por não conseguir refinancear a dívida da holding

### Analista principal:

Julyana Yokota, São Paulo, 55 (11) 3039- 9731, [julyana.yokota@spglobal.com](mailto:julyana.yokota@spglobal.com)

### Contato analítico adicional:

Lucas Ibanez, São Paulo, 55 (11) 3039 9767, [lucas.ibanez@spglobal.com](mailto:lucas.ibanez@spglobal.com)

### Líder do comitê de rating:

Marcelo Schwarz, São Paulo, 55 (11) 3039 9782, [marcelo.schwarz@spglobal.com](mailto:marcelo.schwarz@spglobal.com)

---

### Resumo

- A Invepar, operadora brasileira que atua no setor de infraestrutura ainda apresenta uma alta concentração de dívida vincenda no curto prazo no nível de sua holding, apesar de ter conseguido prorrogar o vencimento de R\$ 1 bilhão de debêntures por três meses adicionais, até março de 2019.
- Vemos negativamente a tolerância a risco deste vencimento e a concentração de dívidas de curto prazo no nível da holding.
- Rebaixamos os ratings da Invepar, de 'BB-' para 'B' na escala global, e o seu rating e de sua subsidiária na Escala Nacional Brasil, de 'brAA+' para 'brA-'.
- Os ratings permanecem na listagem *CreditWatch* com implicações negativas, refletindo o risco de rebaixamento adicional se a empresa não conseguir refinancear as debêntures com uma estrutura de médio a longo prazo dentro de 90 dias.

### Ação de Rating

**São Paulo (S&P Global Ratings), 12 de novembro de 2018** – A S&P Global Ratings rebaixou hoje seus ratings de crédito de emissor atribuídos a **Investimentos e Participações em Infraestrutura S.A. - Invepar** (Invepar), de 'BB-' para 'B' na escala global e de 'brAA+' para 'brA-' na Escala Nacional Brasil. Rebaixamos também o rating atribuído às 3ª e 4ª emissões de debêntures da empresa, de 'brAA+' para 'brA-'. Rebaixamos ainda os ratings de emissor e emissão da empresa de rodovias pedagiadas da Invepar, a **Concessionária Auto Raposo Tavares S.A. (CART)**, de 'brAA+' para 'brA-'. E, por fim, mantivemos o rating de recuperação '4' atribuído às debêntures *secured* da CART e também os ratings de recuperação '3' das 3ª e 4ª emissões de debêntures da Invepar. Todos os ratings de emissor e emissão permanecem em *CreditWatch* negativo.

## Fundamentos

O rebaixamento reflete a incapacidade da Invepar para tomar as medidas necessárias ao longo de 2018 para refinar sua dívida no nível da empresa holding, cujo vencimento original estava programado para 11 de dezembro de 2018. Dadas as implicações envolvidas, o que poderia, em última instância, resultar em um default para as obrigações do grupo se a Invepar não conseguisse estender o prazo dessa dívida, alteramos nossa avaliação de administração e governança da empresa de regular para fraca. Vemos também a estrutura de capital no nível da holding como um fator de rating negativo, por ser mais fraca que a de seus pares do setor e de categoria de rating. A holding tinha uma posição de caixa de aproximadamente R\$ 391 milhões em 30 de setembro de 2018, enquanto sua dívida financeira era de R\$ 1,2 bilhão, dos quais 85% vencendo no curto prazo. Em nossa visão, essa situação poderia ser resolvida, por exemplo, com uma injeção de capital ou uma venda de ativos, desde que a Invepar usasse os recursos para repagar dívida da holding, aliviando a concentração de vencimentos de curto prazo.

No entanto, nosso cenário-base presume que a Invepar fará o refinanciamento de sua dívida existente. O desempenho operacional do grupo vem se recuperando progressivamente após muitos anos de fraco desempenho devido à fraca atividade econômica em geral no Brasil. Esperamos que a recente prorrogação de 90 dias para efetuar o pagamento de R\$ 997 milhões em debêntures, cujo vencimento original era em 11 de dezembro de 2018, permita algum tempo para o grupo estruturar uma operação de longo prazo.

## CreditWatch

O *CreditWatch* negativo reflete o risco de rebaixamento adicional se a Invepar não conseguir assegurar financiamento de médio a longo prazo para a dívida no nível da holding nos próximos três meses.

Embora a dívida da holding não contenha cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) que possam levar a uma aceleração do pagamento da dívida, um rebaixamento de múltiplos degraus nos ratings da Invepar ocorreria se rebaixássemos ainda mais os ratings da empresa e de sua subsidiária de forma que resultasse em defaults cruzados e em aceleração do pagamento da dívida do grupo. Atualmente, os documentos da dívida de duas séries de debêntures da CART, que totalizavam R\$ 1 bilhão em setembro de 2018, contêm uma cláusula que estabelece que um rebaixamento do rating para abaixo de 'brA-' como um evento não automático de default. Embora isso possa contar com um *waiver* (perdão) por parte dos detentores das debêntures, é necessário que 75% dos debenturistas aprovem esse *waiver*, e a execução dentro do cronograma específico pode ser muito desafiadora.

## Cenário de elevação

Poderemos remover os ratings do *CreditWatch* negativo nos próximos 90 dias e lhes atribuímos uma perspectiva estável se a Invepar refinar as debêntures com um instrumento de médio a longo prazo, o que minimizaria as pressões de liquidez na holding. Poderíamos também elevar os ratings se a empresa fizesse frente à alavancagem no nível da holding de forma permanente, como, por exemplo, por meio da venda de ativos ou de uma capitalização, desde que os recursos fossem usados para repagar dívida.

## TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

### INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA S.A. - INVEPAR

Ratings de Crédito de Emissor	
Escala global	B/CW Neg./--
Escala Nacional Brasil	brA-/CW Neg./--
Risco de negócios	
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Baixo
Posição competitiva	Satisfatória
Risco financeiro	
Fluxo de caixa/Alavancagem	Agressivo
Âncora	bb
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra (sem impacto)
Estrutura de capital	Neutra (sem impacto)
Liquidez	Menos que adequada (-1 degrau)
Política financeira	Neutra (sem impacto)
Administração e governança	Fraca (-1 degrau)
Análise de ratings comparáveis	Negativa (-1 degrau)
Status da CART dentro do grupo	Core

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos critérios, por isso devem ser lidos em conjunto com tais critérios. Por favor, veja os critérios de rating em [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) para mais informações.

## Critérios e Artigos Relacionados

### Critérios

- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Metodologia: Avaliações de classificação de jurisdições](#), 20 de janeiro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Principais Fatores de Crédito Para o Setor de Infraestrutura de Transporte](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

## LISTA DE RATINGS

### Ratings Rebaixados

#### INVESTIMENTOS E PARTICIPACOES EM INFRAESTRUTURA S.A. – INVEPAR

<i>Ratings de Crédito de Emissor</i>	<b>DE</b>	<b>PARA</b>
Escala global		
Moeda estrangeira	BB-/CW Neg./--	B/CW Neg./--
Moeda local	BB-/CW Neg./--	B/CW Neg./--
Escala Nacional Brasil	brAA+/CW Neg./--	brA-/CW Neg./--
<i>Ratings de Emissão</i>		
Notas <i>senior unsecured</i>	BB-/CW Neg.	B/CW Neg.
Rating de recuperação		3(65%)
Debêntures <i>senior unsecured</i>	brAA+/CW Neg.	brA-/CW Neg.
Rating de recuperação inalterado		3(65%)

## LISTA DE RATINGS

### Ratings Rebaixados

#### CONCESSIONARIA AUTO RAPOSO TAVARES S.A.

<i>Rating de Crédito de Emissor</i>	<b>DE</b>	<b>PARA</b>
Escala Nacional Brasil	brAA+/CW Neg./--	brA-/CW Neg./--
<i>Rating de Emissão</i>		
Debêntures <i>senior secured</i>	brAA+/CW Neg.	brA-/CW Neg.
Rating de recuperação inalterado		4(40%)

<b>EMISSOR</b>	<b>DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL</b>	<b>DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING</b>
<b>INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA S.A. - INVEPAR</b>		
<i>Ratings de Crédito de Emissor</i>		
Escala global		
Moeda estrangeira	5 de dezembro de 2013	28 de agosto de 2018
Moeda local	5 de dezembro de 2013	28 de agosto de 2018
Escala Nacional Brasil	5 de dezembro de 2013	28 de agosto de 2018

<b>EMISSOR</b>	<b>DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL</b>	<b>DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING</b>
<b>CONCESSIONÁRIA AUTO RAPOSO TAVARES S.A.</b>		
<i>Ratings de Crédito de Emissor</i>		
Escala Nacional Brasil (Longo Prazo)	12 de novembro de 2012	28 de agosto de 2018

## INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

### **Outros serviços fornecidos ao emissor**

A S&P Global Ratings tem fornecido a Investimentos e Participações em Infraestrutura S.A. - Invepar o serviço de “Rating Evaluation Service (RES).

### **Atributos e limitações do rating de crédito**

A S&P Global Ratings utiliza informações em suas análises de crédito provenientes de fontes consideradas confiáveis, incluindo aquelas fornecidas pelo emissor. A S&P Global Ratings não realiza auditorias ou quaisquer processos de *due diligence* ou de verificação independente da informação recebida do emissor ou de terceiros em conexão com seus processos de rating de crédito ou de monitoramento dos ratings atribuídos. A S&P Global Ratings não verifica a completude e a precisão das informações que recebe. A informação que nos é fornecida pode, de fato, conter imprecisões ou omissões que possam ser relevantes para a análise de crédito de rating.

Em conexão com a análise deste (s) rating (s) de crédito, a S&P Global Ratings acredita que há informação suficiente e de qualidade satisfatória de maneira a permitir-lhe ter uma opinião de rating de crédito. A atribuição de um rating de crédito para um emissor ou emissão pela S&P Global Ratings não deve ser vista como uma garantia da precisão, completude ou tempestividade da (i) informação na qual a S&P Global Ratings se baseou em conexão com o rating de crédito ou (ii) dos resultados que possam ser obtidos por meio da utilização do rating de crédito ou de informações relacionadas.

### **Fontes de informação**

Para atribuição e monitoramento de seus ratings a S&P Global Ratings utiliza, de acordo com o tipo de emissor/emissão, informações recebidas dos emissores e/ou de seus agentes e conselheiros, inclusive, balanços financeiros auditados do Ano Fiscal, informações financeiras trimestrais, informações corporativas, prospectos e outros materiais oferecidos, informações históricas e projetadas recebidas durante as reuniões com a administração dos emissores, bem como os relatórios de análises dos aspectos econômico-financeiros (MD&A) e similares da entidade avaliada e/ou de sua matriz. Além disso, utilizamos informações de domínio público, incluindo informações publicadas pelos reguladores de valores mobiliários, do setor bancário, de seguros e ou outros reguladores, bolsas de valores, e outras fontes públicas, bem como de serviços de informações de mercado nacionais e internacionais.

### **Aviso de ratings ao emissor**

O aviso da S&P Global Ratings para os emissores em relação ao rating atribuído é abordado na política [“Notificações ao Emissor \(incluindo Apelações\)”](#).

### **Frequência de revisão de atribuição de ratings**

O monitoramento da S&P Global Ratings de seus ratings de crédito é abordado em:

- [Descrição Geral do Processo de Ratings de Crédito \(seção de Revisão de Ratings de Crédito\)](#)
- [Política de Monitoramento](#)

### **Conflitos de interesse potenciais da S&P Global Ratings**

A S&P Global Ratings publica a lista de conflitos de interesse reais ou potenciais em “[Conflitos de Interesse — Instrução N° 521/2012, Artigo 16 XII](#)” seção em [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br).

**Faixa limite de 5%**

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu Formulário de Referência apresentado em [http://www.standardandpoors.com/pt\\_LA/web/guest/regulatory/disclosures](http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/disclosures) o nome das entidades responsáveis por mais de 5% de suas receitas anuais.



Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZABILIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus sites na [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (gratuito), e [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) e [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

#### **Austrália**

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).