CAIXA DE ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA ESTADUAL - CADIP

Relatório Completo

Rating

A

Obrigações protegidas por elevadas margens de cobertura para o pagamento de juros e principal. Obrigações suportadas por garantias seguras. O risco é muito baixo.

Data: 06/dez/2006

Validade: 06/dez/2007

A EMISSÃO E A CLASSIFICAÇÃO OBTIDA

O Comitê de Classificação de Risco da Austin Rating, em reunião realizada no dia 6 de dezembro de 2006, afirmou o *rating* **A** para a 9ª Emissão Pública de Debêntures, da Caixa de Administração da Dívida Pública Estadual S/A – CADIP.

A emissão realizada em 15 de dezembro de 2005 constituiu-se de 30.000 debêntures simples, não conversíveis em ações, em série única, com valor nominal de R$ 1.000, perfazendo um montante total de R$ 30 milhões. As debêntures têm cronograma de amortização em 12 parcelas mensais e sucessivas, sendo a primeira realizada em 15 de abril de 2006 e a última em 15 de março de 2007. A remuneração correspondente ao primeiro período de capitalização foi paga juntamente com a amortização de 15 de abril. As demais remunerações serão efetuadas juntamente com as amortizações mensais. Os juros têm como referência a taxa de 104,50% da variação acumulada das taxas médias dos DI "over extra grupo" – Depósitos Interfinanceiros de um dia – calculados pela CETIP. A emissão não conta com a constituição de garantias adicionais.

O Comitê levou em conta na manutenção do *rating* **A** para a 9ª emissão, a elevada pontualidade no pagamento das emissões já realizadas pela emitente, bem como na presente emissão. As oito primeiras emissões foram resgatadas nos seus vencimentos e, em alguns casos, antecipadamente. A 9ª e 10ª que encontram-se no mercado, têm sido pagas pontualmente, conforme atestam os respectivos agentes fiduciários.

Em que pese não haja até o presente momento alguma declaração oficial do novo governo que assume no início de 2007, acerca dos pagamentos das obrigações da CADIP, o Comitê da Austin pautou pelo histórico favorável de pagamentos da empresa, tendo os governantes mantido este mecanismo de auxílio na administração da dívida pública do Estado, independentemente das mudanças de gestão, posição político-partidária dos governos estaduais que se alternaram nas últimas legislaturas. Entendemos que o novo governo manterá este mecanismo e honrará as parcelas vincendas em 2007 da 9ª emissão.

Da mesma forma, o Comitê levou em conta a pontualidade do governo gaúcho nas aplicações realizadas pela CADIP no SIAC, a despeito da situação econômico-financeira das finanças públicas do Estado, retratada em indicadores de Dívida, convergindo apenas no médio prazo para os limites de enquadramento estipulados na Lei de Responsabilidade Fiscal. Ainda que constatada uma ligeira piora nos indicadores no segundo quadrimestre deste ano, conforme atestado por relatório de gestão fiscal elaborado pela Secretaria da Fazenda estadual, foram amortizadas integralmente as parcelas da 7ª , 8ª e 9ª emissões no período, o que confere elevada previsibilidade quanto às últimas parcelas da 9ª emissão, dadas as poucas mudanças esperadas na situação das finanças gaúchas até meados de março de 2007.

Reiteramos nossa visão de que no contexto atual das finanças estaduais, exigindo um gerenciamento de caixa apurado, dado o peso da dívida pública ante o superávit primário mensal registrado, as emissões e pagamento das debêntures da CADIP tornam-se um instrumento extra-orçamentário de relevância na gestão das contas públicas, até que reformas estruturais de médio prazo e/ou uma renegociação de fundo junto ao governo federal surtam efeitos de curto prazo, o que, ao se materializarem, repercutiriam em melhores indicadores de endividamento.

Analista:

Luis Miguel Santacreu
Tel.: 55 11 3377 0703
luis.santacreu@austin.com.br

Austin Rating Serviços Financeiros
Rua Leopoldo Couto Magalhães, 110 – conj. 73
São Paulo – SP
CEP 04542-000
Tel.: 55 11 3377 0707
Fax: 55 11 3377 0739
www.austin.com.br

A continuidade deste mecanismo de financiamento se torna interessante e a adimplência de pagamentos das emissões necessária, uma vez que negociações de dívidas tendem a se dilatar no tempo e o aumento na arrecadação encontra-se atrelada, afora a busca de maior eficiência (constatada nos últimos anos) em um crescimento econômico mais robusto e atrelado à atual configuração setorial da economia gaúcha.

Levando em conta que a dívida pública a ser amortizada nos próximos anos tem como limitador a razão de 13% da receita líquida real e a busca de um teto ainda menor a ser perseguido pelo Estado no bojo de negociações com o governo federal, adicionado ao comprometimento da nova gestão que assume o governo, com a continuidade e aprofundamento das medidas adotadas pela anterior legislatura, visando o aumento da arrecadação, da eficiência administrativa e da melhoria no gasto, entendemos que, apesar do elevado estoque da dívida consolidada, as projeções para as finanças públicas gaúchas, seja em termos de receita seja na redução de despesas, caminham para uma situação econômica mais favorável no médio prazo.

Em suma, pelo reduzido prazo que resta na presente emissão, pelas perspectivas positivas nas finanças gaúchas, ainda que com reduzido reflexo nos próximos meses, pela normalidade no fluxo de aplicações e pagamentos no âmbito do SIAC e, fundamentalmente pela situação econômico–financeira da própria CADIP, com a ausência de outras obrigações afora as emissões de debêntures em seu passivo e aplicações de liquidez imediata com peso significativo em seu ativo, segundo balancete referente ao período findo em outubro de 2006.

A CADIP encerrou outubro passado com R$ 254,4 milhões em aplicações de liquidez imediata no SIAC, fruto de sobrecolaterização obtida na estrutura de garantias – pagamento de ICMs - atrelada à 8ª emissão de debêntures. Conforme manifestado pela administração da CADIP, encontra-se em estágio avançado a utilização deste excesso de liquidez na empresa na compra de ações da Companhia de Saneamento do Estado – CORSAN, elevando a participação da CADIP de um patamar reduzido de 3% para cerca de 45%. Em se materializado esta compra, restaria à CADIP uma posição líquida em torno de R$ 80 milhões ante obrigações, considerando o que resta a pagar da 9ª e atotalidade da 10ª emissão, em torno de R$ 70 milhões. Dada que a remuneração das aplicações no caixa do Estado supera aquela paga aos debenturistas, concluímos que a emitente mantém elevada capacidade de pagar os juros e principal, a despeito desta emissão não possuir garantias adicionais e o caixa se reduzir com a compra de ações. O risco permanece muito baixo.

Elucidamos abaixo fatores favoráveis, bem como os elementos em observação que permearam nossa análise e fundamentaram a nota atribuída.

Fatores Positivos

- A emitente tem objeto social bem definido, voltado ao auxílio na gestão da dívida pública gaúcha; o investimento relevante no capital total da Companhia Riograndense de Saneamento - CORSAN - de 3,34% para cerca de 45%, aportaria juros sobre capital próprio em bases semestrais, fortalecendo o caixa da empresa emitente;
- As emissões realizadas pela CADIP têm se constituído em um conveniente instrumento alternativo de financiamento para a gestão da Secretaria da Fazenda, o que se retrata no compromisso com a pontualidade dos pagamentos nas nove emissões realizadas até o presente;
- A administração das finanças públicas no Brasil encontra-se respaldada pela Lei de Responsabilidade Fiscal que exige disciplina e eficiência e determina penalidades à má gestão dos recursos;
- O Estado do Rio Grande do Sul apresenta-se enquadrado no limite máximo de 60% na relação Despesa de Pessoal / Receita Corrente Líquida, inclusive o Poder Executivo, com 40,80%, sendo o seu limite de 49%;
- Apesar do indicador Dívida Consolidada Líquida / Receita Corrente Líquida (2° Quadrimestre/06: 254,30%) encontrar-se acima do limite estabelecido para o período (248,49%), medidas corretivas vêm sendo tomadas no lado das receitas e das despesas, com vistas a se convergir gradualmente, até 2016, para o limite de 200% estipulado na Resolução 40/2001 do Senado Federal;
- Desde março de 2004, a União não vem bloqueando e/ou retendo as receitas próprias e de transferências do Estado e, no ano passado, após vários exercícios, acusou resultado primário positivo;

- No ano de 2005, reportou um resultado primário positivo de R$ 572,13 milhões, o que, decorrido praticamente um ano do plano de ajustes patrocinado pelo governo, com a centralização tributária e maior eficiência na arrecadação e nos gastos, sinaliza para um novo estágio na gestão das finanças do Estado;
- A alocação de recursos das debêntures no Sistema Integrado de Administração de Caixa – SIAC e o pagamento dos recursos à CADIP pelo Tesouro encontram-se respaldados por Contrato de Repasse padrão, assinado entre as partes, e faz parte do cronograma financeiro da Secretaria da Fazenda;
- A Contadoria e Auditoria Geral do Estado – CAGE exerce a função de fiscalizadora do cumprimento das normas que regem o SIAC, conferindo maior segurança às emissões;
- A CADIP mantém seus recursos aplicados no SIAC, em seu nome, em conta corrente no Banrisul, instituição classificada pela Austin Rating na categoria A, o que significa baixo risco de crédito e de liquidação;
- Familiaridade e compromisso da administração da CADIP com emissões de debêntures, estando à frente de todas as emissões e em sintonia com as demais partes envolvidas no fluxo da captação e pagamento dos recursos, a despeito da transição dos governos que se sucederam;
- Recuperação na safra gaúcha, com reflexo na economia da região e no nível de arrecadação tributária do Estado.

Fatores em Observação

- A presente emissão não possui garantias reais da emissora por esta tratar-se de uma empresa sem atividade operacional; tampouco conta com qualquer outra instância e/ou de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC;
- Os indicadores de endividamento do Estado encontram-se ainda acima dos máximos permitidos pela Lei de Responsabilidade Fiscal, e constata-se a presença de déficit nominal estrutural, a ser equacionado no longo prazo com negociações envolvendo o governo do Estado e o Federal;
- O endividamento de longo prazo do governo gaúcho, renegociado com o governo federal, encontra-se atrelado ao IGP-DI, indexador este suscetível ao aumento dos índices de inflação, conforme sucedido em anos passados;
- Os pagamentos da dívida pública contemplados para 2006, 2007 e 2008 sensibilizarão a capacidade de pagamento do Estado, exigindo da administração adequado controle de liquidez e compromisso com a pontualidade dos pagamentos das debêntures no mercado;
- Embora seja atestado o compromisso das gestões com o mecanismo de financiamento via CADIP, as obrigações de juros e principal desta emissão dar-se-ão ao longo de um novo mandato, o que sensibiliza o risco político, uma vez que até o presente não houve manifestação formal da nova gestão quanto ao pagamento das debêntures em mercado a partir de janeiro do ano que vem;
- Em se tratando de emissões com vencimentos mensais de juros e amortização, a ausência de um fundo de liquidez exige eficiência na programação financeira e compromisso com a pontualidade dos pagamentos;
- A presente emissão é indexada à variação do DI, sendo suscetível ao aumento das taxas de juros básicas da economia.

A EMITENTE E AS PARTES ENVOLVIDAS

A CADIP foi constituída em 1995 como uma sociedade de economia mista, supervisionada pela Secretaria da Fazenda do Estado do Rio Grande do Sul. O Estado detém 99,99% do seu capital social fazendo, portanto, parte de sua estrutura política e governamental. A empresa encontra-se em linha com as iniciativas empreendidas pela Secretaria da Fazenda do Estado. Para tal, tem por objeto social auxiliar a Secretaria na administração da dívida pública do Estado, podendo, para tanto, emitir e colocar no mercado obrigações, adquirir, alienar e dar em garantia ativos, créditos, títulos e valores mobiliários. Os recursos obtidos com as emissões são aplicados no Sistema Integrado de Administração de Caixa – SIAC – sistema que consiste basicamente na centralização das

disponibilidades dos órgãos da administração direta e indireta do Estado e suas controladas, em conta centralizadora no Banco do Estado do Rio Grande do Sul - Banrisul, para aplicação em Conta Única nesta instituição, sendo esta desdobrada em sub-contas próprias em nome dos órgãos, entidades, fundos, contratos, convênios, evidenciando a movimentação e o saldo de seus integrantes. Este sistema tem como objetivo otimizar os ganhos nas aplicações e maximizar o uso dos recursos no âmbito do Estado. O SIAC é administrado pela Secretaria da Fazenda, através do Departamento da Despesa Pública do Estado – DDPE.

Os recursos alocados à disposição do SIAC são remunerados, conforme Contrato de Repasse, estabelecido entre a Secretaria da Fazenda e os órgãos e entidades integrantes do sistema. Neste contrato, são estabelecidas as condições específicas do depósito dos recursos no SIAC. No caso da CADIP, os recursos captados com a emissão das debêntures são depositados no SIAC, sendo centralizados no Banrisul, em conta única, para aplicação em nome da CADIP. Em um segundo momento, o Estado, através da Secretaria da Fazenda, se obriga a pagar à CADIP remuneração pré-estabelecida, assumindo a premissa de que a remuneração resguarde o equilíbrio econômico-financeiro de cada operação da CADIP.

As operações promovidas pela CADIP são estruturadas de forma que cada uma delas goze de plena autonomia, sob o ponto de vista da aplicação dos recursos e de sua liquidação financeira futura. Assim, os recursos captados a cada operação são aplicados no SIAC, de forma identificada, mediante Contrato de Repasse. Da mesma forma, as liberações do valor do principal, pelo SIAC, ocorrem de forma a satisfazer, rigorosa e pontualmente, as amortizações programadas.

Desde a sua criação, a CADIP efetuou 10 emissões de debêntures, públicas e privadas, e uma operação de financiamento, que somaram R$ 1.093,5 milhões. Encontram-se no mercado, a 9ª emissão, com vencimento em março de 2007, tendo valor inicial de R$ 30 milhões e saldo devedor, em 31 de outubro de 2006, de R$ 13,3 milhões e a 10ª emissão, com vencimento em novembro de 2008, tendo valor inicial de R$ 50 milhões e saldo devedor, no mesmo período acima, de R$ 52,1 milhões.

SITUAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL

O Estado do Rio Grande do Sul reportou em 2005 resultado primário (receitas – despesas excluindo juros pagos) de R$ 572,13 milhões contra R$ 35,98 milhões em 2004 e déficit de R$ 99,58 milhões em 2003. A despeito de uma queda de 4,8% em termos reais no PIB gaúcho, motivado pelas quebras verificadas nas produções de milho e soja, em função da forte estiagem verificada em 2005, que levaram em sua esteira a uma redução em outras culturas agrícolas e segmentos de atividade (transportes, construção civil e comércio), o Estado adotou medidas corretivas, com vistas a manter e elevar o nível de arrecadação, bem como reduzir as despesas correntes.

Medidas corretivas foram adotadas no lado das receitas, tais como: i) o aumento na alíquota de ICMS da gasolina, álcool, diesel, telecomunicações e energia elétrica; e ii) adoção de medidas de combate à sonegação e modernização tributária. A título de exemplo, o montante bruto arrecadado com ICMS apresentou um crescimento de 16,5% em relação a 2004.

No lado das despesas, visou-se a redução dos gastos de custeio e de investimento, suspensão de novas obras, revisão de contratos de aluguel e serviços e medidas, no sentido de conter os gastos com pessoal, suspendendo concursos, criação de cargos, nomeações e contratações. O número de matrículas de servidores da administração direta decresceu 0,7% entre 2004 e 2005. No entanto, as despesas com pessoal da administração direta, incluindo as transferências a autarquias e fundações, registraram crescimento nominal de 11,5% com relação a 2004.

Em paralelo, medidas estruturais visando a modernização da gestão pública foram implementadas, dentre elas destacam-se: i) a adoção de uma política de incremento da produtividade e qualidade dos serviços públicos baseada no estabelecimento de contratos de gestão entre a administração e as diversas instâncias de governo; ii) reajustes salariais previamente acordados para o ano 2005 até março de 2006; iii) venda autorizada por lei, de 309 imóveis ociosos; iv) convênio para o desenvolvimento de um trabalho de revisão de processos; v) uso obrigatório do Pregão

Eletrônico em todos os itens legalmente permitidos e centralização de todo processo licitatório, a partir de abril de 2005, na CELIC – Central de Licitações (943 pregões já realizados); vi) projeto financiado pelo Banco Mundial para melhorar a produtividade e a qualidade na prestação dos serviços públicos nas áreas de educação, saúde e segurança pública, dentre outros; vi) adoção do ICMS eletrônico, com a finalidade de simplificar o pagamento do imposto e combater a sonegação; vii) funcionamento de Comitê de Controle e Racionalização do Gasto Público.

Em 2005, o Estado do Rio Grande do Sul ficou enquadrado no limite máximo de 60% na relação Despesa de Pessoal/Receita Corrente Líquida. O Poder Executivo representou 40% ante um limite máximo de 49% e prudencial de 46,55%.

Em que pese esta evolução favorável, a dívida consolidada do Estado relativamente à receita corrente líquida apresenta-se em nível elevado. Em linha com a Resolução 40/2001 do Senado Federal, o Estado tem como meta convergir gradualmente - apenas em 2016 - para uma relação de 200% entre a Dívida Consolidada Líquida e a Receita Corrente Líquida. Em dezembro de 2005, esta relação era de 257,79% ante um limite de endividamento de 253,34%.

No segundo quadrimestre de 2006, o Estado registrou uma relação Despesa de Pessoal / Receita Corrente Líquida de 40,80% contra 39,85% no primeiro quadrimestre. A relação Dívida Consolidada Líquida e a Receita Corrente Líquida piorou da mesma forma, sendo 254,3% ante 253,66% no primeiro quadrimestre, para um limite de endividamento de 248,49% desenhado para este ano. À semelhança das medidas adotadas em 2005, o governo decretou em fevereiro passado contingenciamento de despesas orçamentárias, manteve cotas mensais para determinadas despesas de custeio, visando o alcance das metas estabelecidas na Lei de Responsabilidade Fiscal. Em termos de gestão, iniciou novo sistema de Gerenciamento de Recursos Humanos, deu continuidade a programas visando melhorar a fiscalização e recuperação de créditos tributários e ampliou o combate à sonegação com o emprego de sistemas informatizados.

Para o período que resta à presente emissão, encontram-se programados vencimentos em 2006, de cerca de R$ 1.748 milhões da dívida pública renegociada em 1998 com a STN e de R$ 1.887 milhões em 2007. Considerando o desempenho reportado no segundo quadrimestre e o nível projetado de superávit primário para este ano e ano que vem, detecta-se uma incapacidade do Estado em honrar estas dívidas vincendas, fazendo-o lançar mão do limite de 13% da receita líquida real com o pagamento de encargos da dívida intra-limite, acordado com o Governo Federal.

Classificação da Austin Rating
Obrigações de Longo Prazo

AAA Obrigações protegidas por excepcionais margens de cobertura para o pagamento de juros e principal. Obrigações suportadas por garantias sólidas. O risco é quase nulo.

AA Obrigações protegidas por ótimas margens de cobertura para o pagamento de juros e principal. Obrigações suportadas por garantias sólidas. O risco é irrisório.

A Obrigações protegidas por elevadas margens de cobertura para o pagamento de juros e principal. Obrigações suportadas por garantias seguras. O risco é muito baixo.

BBB Obrigações protegidas por boas margens de cobertura para o pagamento de juros e principal. Obrigações suportadas por garantias seguras. O risco é baixo.

BB Obrigações protegidas por moderadas margens de cobertura para o pagamento de juros e principal. Obrigações suportadas por garantias moderadas. O risco é médio.

B Obrigações protegidas por moderadas margens de cobertura para o pagamento de juros e principal. Obrigações suportadas por garantias fracas. O risco é médio.

CCC Obrigações pouco protegidas pelas circunstâncias operacionais desfavoráveis da instituição. Obrigações suportadas por garantias fracas. O risco é alto.

CC Obrigações desprotegidas pelas circunstâncias operacionais negativas da instituição. Obrigações não suportadas por garantias. O risco é altíssimo.

C Obrigações encontram-se em *default* com perspectivas remotas de pagamento de juros e principal. O risco é altíssimo.

Sinais de (+) mais e (-) menos são utilizados para identificar uma melhor ou pior posição dentro de uma mesma escala de rating.

Rating é uma classificação de risco, por nota ou símbolo. Esta expressa a capacidade do emitente de título de dívida negociável ou inegociável em honrar seus compromissos de juros e amortização do principal até o vencimento final. O *rating* pode ser do emitente, refletindo sua capacidade em honrar qualquer compromisso de uma maneira geral, ou de uma emissão específica, onde é considerada apenas a capacidade do emitente em honrar aquela obrigação financeira determinada.

As informações obtidas pela Austin Rating foram consideradas como adequadas e confiáveis. As opiniões e simulações realizadas neste relatório constituem-se no julgamento da Austin Rating acerca do emitente, não se configurando, no entanto, em recomendação de investimento para todos os efeitos.

Para conhecer nossas escalas de *rating* e metodologias, acesse: **www.austin.com.br**

® *Todos os direitos reservados. Nenhuma parte desta publicação poderá ser reproduzida ou transmitida de qualquer modo ou por outro meio, eletrônico ou mecânico, incluindo fotocópia, gravação ou qualquer outro tipo de sistema de armazenamento e transmissão de informação, sem prévia autorização, por escrito, da Austin Rating Serviços Financeiros Ltda.*