

## **Operação do Rioprevidência de captação no mercado internacional de capitais**

### **Introdução**

Logo após a primeira reforma de previdência estabelecida na Emenda Constitucional 20/98, foi criado o Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro – Rioprevidência. A Autarquia nasceu, como outros Fundos Previdenciários estaduais, estruturalmente deficitária, uma vez que a Constituição Federal de 1988 criou o sistema previdenciário do servidor público com obrigações sem atentar para a existência de ativos previdenciários que pudessem fazer frente a essas obrigações.

À época, o Fundo foi capitalizado com Certificados Financeiros do Tesouro Nacional – CFT no valor aproximado de R\$ 8,0 bilhões através da permuta destes com o fluxo futuro de parte das receitas de royalties e participações especiais que o Estado do Rio de Janeiro detém. Essa capitalização teve como objetivo suportar as despesas previdenciárias iniciais, mas sem a pretensão de equalizar o déficit atuarial. Isso pode ser demonstrado na primeira avaliação atuarial do Rioprevidência, realizada em 1999, onde o valor do ativo previdenciário total do Fundo era pouco superior a R\$ 8,2 bilhões e as provisões matemáticas (o passivo previdenciário) era de aproximadamente R\$ 24,1 bilhões, perfazendo um déficit atuarial de R\$ 16,0 bilhões.

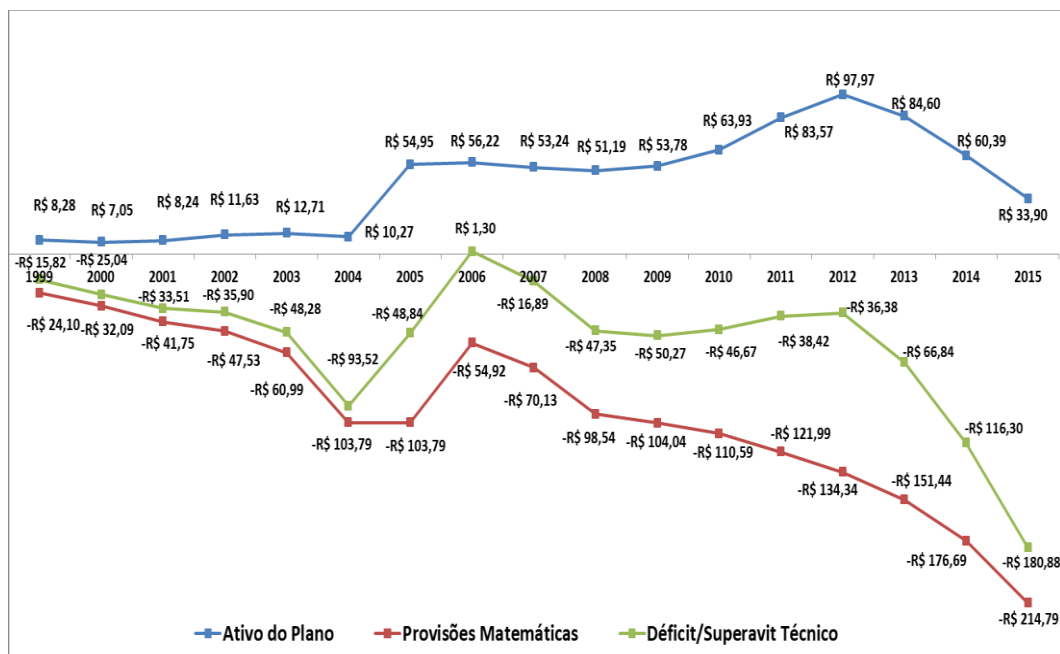
Um ponto a ser observado é que a reserva matemática apresentada naquele ano não contemplava os valores das provisões matemáticas dos outros poderes e das pensões previdenciárias. As pensões ficavam a cargo do Instituto de Pensão do Estado do Rio de Janeiro – IPERJ, que à época ainda não havia sido absorvido pelo Rioprevidência.

É correto afirmar que a primeira avaliação atuarial que apresenta um retrato mais fiel ao que é o sistema previdenciário estadual aconteceu em 2008. O motivo é que naquele ano houve a consolidação dos valores das reservas matemáticas de todos os poderes e também das pensões, além da aposentadoria. Por parte dos ativos previdenciários, as receitas de royalties e participações especiais já haviam sido incorporadas ao Rioprevidência no ano de 2005.

Nos anos posteriores, as avaliações atuariais foram se aprimorando em função de um trabalho de melhoramento na qualidade dos dados dos servidores ativos, inativos e pensionistas, além de uma qualificação maior na “precificação” dos ativos existentes no balanço patrimonial da Autarquia.

O gráfico 1 demonstra o comportamento do ativo do plano financeiro, as provisões matemáticas exigidas no sistema e o déficit/superávit do plano entre os anos de 1999 e 2015.

**Gráfico 1: Comportamento do Ativo Previdenciário, Provisões Matemáticas e Resultado Técnico - Valor em bilhões**



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos Relatórios de Avaliação Atuarial emitidos pela CEF. Maio/2016.

### O déficit atuarial e financeiro e as receitas extraordinárias

Quando se fala em déficit atuarial, comumente se diz que é um valor no tempo e não traduz a realidade financeira atual. Isto está correto em parte, pois o déficit atuarial, em algum momento, se transforma em déficit financeiro. Ou seja, se os recursos em longo prazo são inferiores aos valores necessários para o pagamento das obrigações, em determinado momento não haverá recursos para pagar aposentadorias e pensões.

No ano de 2007, as despesas previdenciárias já se apresentavam com uma dinâmica de crescimento superior às receitas previstas no ano. Essa situação impôs ao Rioprevidência a necessidade de se buscar receitas extraordinárias para suportar esse déficit financeiro, uma vez que o Tesouro Estadual já havia sinalizado que não teria recursos para alocar na Autarquia.

Naquele ano de 2007, o Tesouro Estadual alocou o valor de R\$ 320 milhões no Rioprevidência, além das contribuições previdenciárias patronais. Foi necessária também uma negociação junto à União para que o Rioprevidência pudesse realizar uma antecipação nos vencimentos dos CFT, gerando um valor a mais no fluxo de caixa da Autarquia de R\$ 510 milhões.

Os anos entre 2008 e 2009 não exigiram aportes extraordinários, pois as receitas de royalties e participações especiais tiveram um comportamento acima dos valores provisionados pelo Fundo, elevando as receitas além das previsões. Já em 2010 as despesas consumiram todo o acúmulo de recurso existente, e em 2011 novamente o Rioprevidência se viu obrigado a buscar alternativas de receitas para equilibrar financeiramente a despesa previdenciária do Estado.

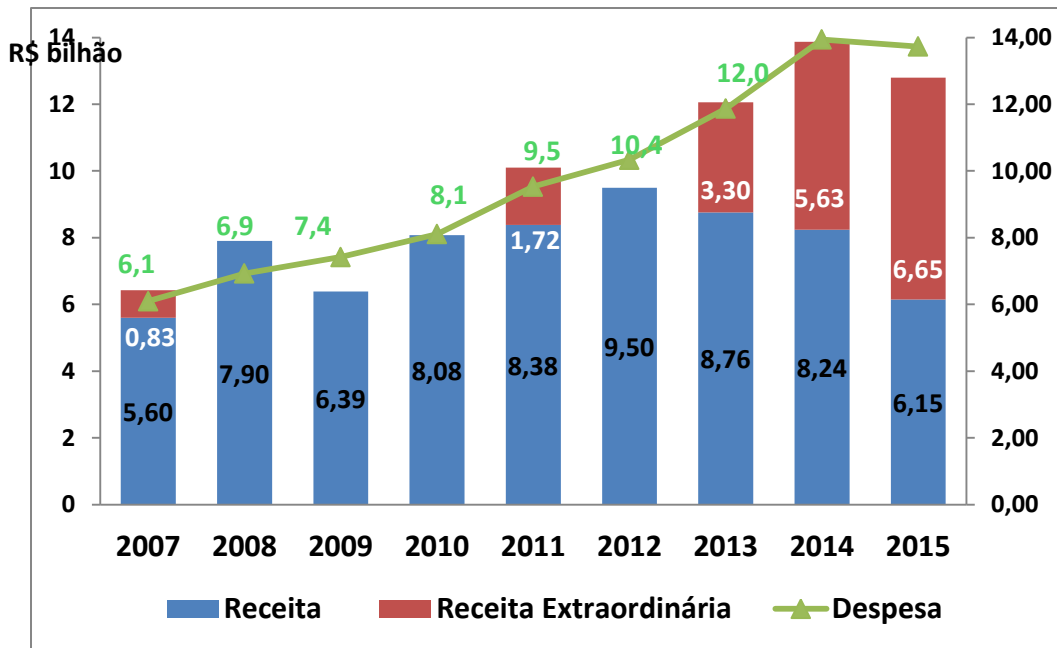
O gráfico a seguir representa de forma clara as necessidades de receitas extraordinárias do Fundo até o ano de 2015. Importante destacar o comportamento da despesa previdenciária (em verde)

### **Gráfico 2: Necessidade de Receitas Extraordinárias do Fundo entre 2007 a 2015<sup>1</sup>**

13,9    13,9\*

---

<sup>1</sup> Em 2015 a despesa foi referente a somente 12 folhas.



Fonte: Dados Internos – Gerência de Operações - GOP

A partir do ano de 2010, o Rioprevidência previu que o fluxo de receitas do Fundo não seria suficiente para suportar o aumento de despesas previdenciárias nos próximos anos. Como o Estado não possuía recursos para suprir a necessidade de caixa do Rioprevidência (já que, por força de lei, caso a Previdência dos Servidores não disponha de recursos para o pagamento de aposentados e pensionistas, o Estado deve suportar o déficit), a Autarquia iniciou estudos para encontrar soluções que pudessem resolver o seu problema de caixa no curto prazo.

Dentre as soluções aventadas em 2011, a proposta de securitização das receitas futuras de R&PE no mercado internacional aparecia como a mais adequada em função do volume de recursos necessários e duração dessa demanda. Apesar de a operação pretendida não necessitar de autorização do Tesouro Nacional, por não ser uma operação de crédito, a proposta foi levada pelo Estado do Rio de Janeiro à Secretaria do Tesouro Nacional, mas à época não houve entendimento entre o Estado e a União.

Com isso, a alternativa encontrada em 2011 foi a mesma desenvolvida no ano de 2007, ou seja, os CFT que venceriam em 2015 foram antecipados para 2011, gerando uma receita extraordinária de R\$ 1,72 bilhão. Essa antecipação gerou um excedente financeiro que possibilitou o pagamento de todas as despesas previdenciárias no ano seguinte, uma vez que as receitas ordinárias não seriam suficientes para esse pagamento.

Com o cenário de inviabilidade futura do sistema previdenciário do Estado do Rio de Janeiro, o Rioprevidência propôs em 2012 a reestruturação econômica e financeira da previdência estadual através da segmentação de massa e da implantação da previdência complementar para os futuros servidores. Foram aprovadas duas leis na Assembleia Legislativa com efeitos a partir de 04 de setembro de 2013. Além dessa ação, a Autarquia iniciou o processo de auditoria de benefícios previdenciários, que gerou até maio de 2016 uma economia superior a R\$ 900 milhões.

Como essa reestruturação apenas teria efeito no médio e longo prazos, ainda seria necessário desenvolver ações que pudessem mitigar o déficit financeiro nos próximos anos.

Em 2013, o Rioprevidência tornou a buscar mais alternativas de receitas extraordinárias que pudessem equalizar o pagamento das despesas previdenciárias. No início daquele ano, a Autarquia tentou realizar processo licitatório de venda de receitas futuras de royalties e participações especiais para instituições financeiras nacionais através de concorrência pública. Essa ação não logrou êxito, uma vez que não houve demanda por parte das instituições financeiras em função do cenário desfavorável que se apresentava à época (por exemplo, discussões sobre novas regras de distribuição dos royalties e participações especiais entre Estados produtores e não-produtores).

A necessidade de receitas extraordinárias permanecia e, em abril de 2013, o Rioprevidência realizou uma operação de venda de parte das receitas futuras de R&PE com a Caixa Econômica Federal no valor de R\$ 2,3 bilhões líquidos para a Autarquia. Como esse recurso era insuficiente para cobrir todas as despesas previdenciárias no ano, o Rioprevidência realizou uma segunda operação, desta vez com o Banco do Brasil no valor de R\$ 1,0 bilhão líquido para a Autarquia, gerando uma entrada líquida de R\$ 3,3 bilhões em 2013.

Em 2014, o cenário não se alterou, persistindo a demanda do caixa do Rioprevidência por novas fontes de receitas. Novamente o Estado foi ao Tesouro Nacional apresentar a alternativa de securitização das receitas futuras de R&PE, e desta vez aquela Secretaria pronunciou-se em tempo hábil por não estar configurada uma operação de crédito, sendo a securitização uma simples alienação de ativos, sem prestação de garantias. Em fevereiro de 2014, portanto, o Tesouro Nacional entendeu como adequada a realização da operação, ressaltando novamente que a operação não necessitava de anuência por parte da Secretaria

do Tesouro Nacional ou do Senado Federal, justamente por não se caracterizar como operação de crédito. A Procuradoria Geral da Fazenda Nacional, que se manifesta obrigatoriamente sobre a configuração ou não de operações de créditos por parte dos entes públicos subnacionais, emitiu pronunciamento sobre a cessão, deixando claro que se tratava de operação como uma compra e venda, e não uma operação de crédito:

“(…) 4. O tema relativo à natureza jurídica das cessões de receitas provenientes de créditos decorrentes de exploração de recursos naturais a que fazem jus os entes da Federação já foi objeto de reiteradas manifestações desta Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional, **sendo pacífico o entendimento de que tais operações só não se caracterizam como operação de crédito se elas forem definitivas, assemelhadas a uma compra e venda à vista de um bem incorpóreo – o crédito.** Para tanto, o cedente não pode conceder qualquer tipo de garantia de adimplemento, ou seja, não deve haver qualquer outra obrigação para o cedente além do repasse ao cessionário do fluxo de recebimentos oriundos da compensação financeira.”

### **Operação de captação no mercado de capitais internacional**

Após o entendimento com o Tesouro Nacional, o Rioprevidência, junto com o Banco do Brasil<sup>2</sup>, iniciou o processo de estruturação da operação de captação no mercado internacional de capitais por meio de securitização das receitas futuras de R&PE, visto que naquele ano não havia previsão orçamentária (recursos do tesouro estadual) destinada a cobrir o déficit financeiro do fundo<sup>3</sup>.

A operação internacional se mostrava totalmente inovadora, pois até aquele momento nenhuma outra operação, tendo como protagonista um ente subnacional, havia acontecido

---

<sup>2</sup> Instituição financeira autorizada por lei estadual específica e também a definida pelo Conselho de Administração da Autarquia.

<sup>3</sup> Cabe acrescentar que o Conselho de Administração da entidade -CONAD buscou autorização legislativa para acessar o mercado doméstico e internacional. Neste Conselho as Leis 6.112 de 16.12.2011 e 6.168 de 02 de março de 2012, autorizaram a cessão de R\$ 4,5 bilhões e posteriormente, a Lei 6.656 de 26 de dezembro de 2013 ampliou a cessão para R\$ 4,8 bilhões adicionais. Acrescenta-se que em 07 de outubro de 2015 foi criada a Lei 7.074 que alterou a lei 6.112/2011. Segundo esta nova lei, sem prejuízo de operações já realizadas, o Rioprevidência ficou autorizado também a alienar os ativos econômicos referidos no inciso XII do art. 13 da Lei nº 3.189, de 22 de fevereiro de 1999, com a redação dada pela Lei nº 4.237, de 5 de dezembro de 2003, de forma que o Fundo receba até R\$ 2,5 bilhões, mediante cessão de créditos no mercado doméstico ou internacional. Ressalta-se que, as leis em questão definem que este montante trata de recursos líquidos a serem ingressados no caixa do Rioprevidencia

no Brasil. Por um lado o Rioprevidência, como ente estatal, possui regras rígidas e, por outro lado, a operação se mostrava mais eficiente caso fosse realizada no mercado internacional. Entretanto, tal operação traria uma maior complexidade ao processo.

As operações realizadas no ano de 2013 com a CEF e BB possuíam uma característica relevante: eram operações em que as instituições financeiras haviam comprado às receitas futuras de R&PE e alocado esses recursos em seus balanços, que no jargão de banco chama-se “entesourar” o ativo. Isto quer dizer que havia limites para que essas instituições financeiras realizassem novamente esse tipo de operação em função de regras de Basileia, as quais as instituições financeiras devem seguir.

Desse modo, a opção pelo mercado de capitais internacional se mostrava mais adequada sob a perspectiva de economicidade para Autarquia (menores taxas do que as praticadas no mercado doméstico), bem como diante da ausência de capacidade das instituições brasileiras para entesourar tamanho volume de recursos. Em suma, passou a ser a única alternativa para a captação de recursos para o equacionamento do déficit financeiro em 2014<sup>4</sup>.

Em fevereiro daquele ano, o Banco do Brasil e o Rioprevidência iniciaram a estruturação da operação, identificando as várias peculiaridades inerentes à Autarquia e adequando às regras nacionais e internacionais para a alienação de ativos do gênero, requisito essencial para que os investidores internacionais participem da operação. Foram realizadas dezenas de reuniões técnicas com a participação de escritórios de advocacia nacionais e internacionais, uma vez que a operação teria de se adequar também às leis de Nova York.

Na visão econômica e financeira da operação, foi pensada uma estrutura financeira robusta o suficiente, que indicasse às agências de rating internacional que os títulos que seriam emitidos eram suficientemente hígidos no curto, médio e longo prazos, uma vez que a estrutura foi pensada em emissões de 10 e 12 anos.

### **A estrutura da operação**

---

<sup>4</sup> Cabe acrescentar que outra opção seria emitir no mercado nacional, através da criação de uma estrutura local, onde se criaria um fundo não padronizado devido às características do ativo que o garantia e para esse tipo de ativo o mercado brasileiro não possui a profundidade para suportar uma emissão naquele momento pretendida pelo Rioprevidência.

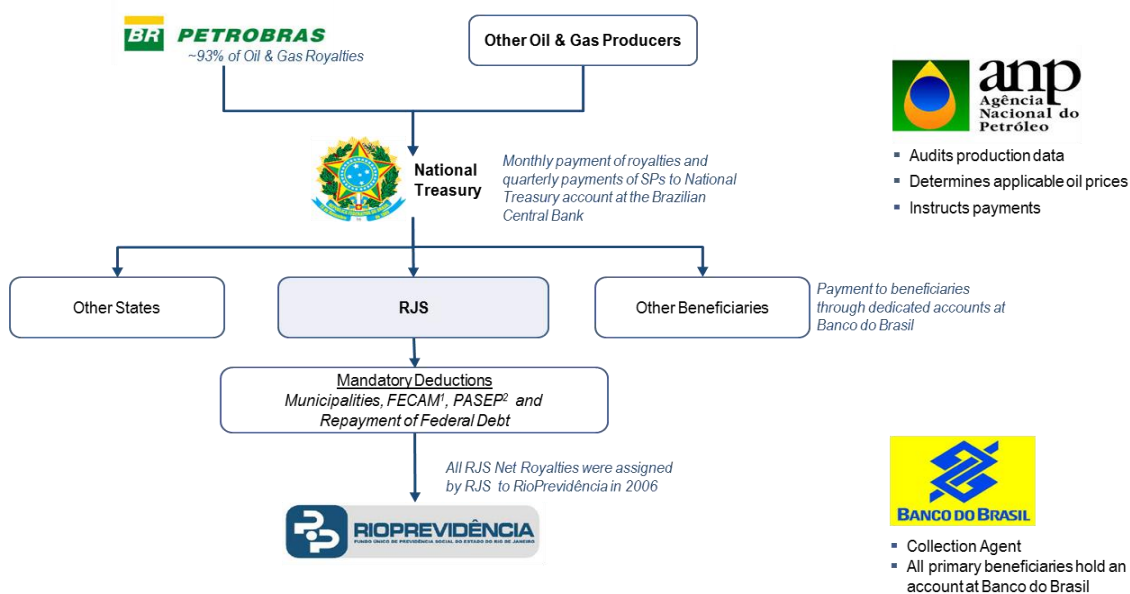
A estrutura financeira da operação era fundamental para que o Rioprevidencia pudesse acessar com sucesso o mercado internacional de capitais.

O mercado mundial de títulos com grau de investimento é o mais líquido que existe, e isto permite que se busque atrair os investidores com taxas de retorno mais baixas para o Rioprevidência e, ainda, alongar os prazos dos títulos.

Cabe ressaltar que essa estrutura deveria possuir “grau de investimento” para que pudesse atrair investidores qualificados, o que era mais condizente com as necessidades de longo prazo da Autarquia. Para que as agências conferissem essa classificação de risco para a operação, algumas características deveriam fazer parte da estrutura. A primeira era a senioridade dos investidores sobre o fluxo das receitas de royalties e participações especiais (respeitados os direcionamentos mandatórios já existentes).

O fluxo de receita de R&PE possui direcionamentos legais e contratuais que devem ser obedecidos previamente a qualquer outra alocação. São eles o PASEP, o pagamento da dívida originária da permuta de ativos realizadas entre o Estado a União em 1999, os repasses aos municípios (que também têm direito a parte das receitas de R&PE) e o FECAM - Fundo Estadual de Conservação Ambiental e Desenvolvimento Urbano. O Fluxo a seguir demonstra esses direcionamentos.

Figura 1: Fluxograma de Distribuição dos recursos de royalties e PE





Fonte: Criação Própria

Para as agências de rating e para os investidores, a subordinação do fluxo de receitas de R&PE nos níveis pré-estabelecidos na legislação e contratos existentes não impedia a concessão de grau de investimento à operação. Ocorre que as operações realizadas em 2013 com a Caixa e o Banco do Brasil não tinham esse mesmo tratamento. Para as agências de rating, era necessário que essas operações apresentassem o mesmo nível de senioridade dos investidores internacionais que comprariam os títulos. Em função disso, a estrutura teve que ser “desenhada” para que acomodasse essa exigência, além de uma negociação com as duas instituições financeiras públicas, pois as mesmas possuíam senioridade no fluxo de receitas de R&PE dada as operações realizadas no ano anterior.

Nas negociações as instituições financeiras exigiram que parte dos contratos realizados em 2013 fossem liquidados com recursos que seriam captados no mercado internacional adicionadas a uma “*fee*” para que aceitassem a transformação da senioridade existente no fluxo para uma “co-senioridade” com os investidores internacionais.

Para a efetivação desse processo foi necessário criar uma empresa securitizadora no Brasil para que esta pudesse adquirir os contratos existentes com as duas instituições financeiras através da emissão de debêntures- a RIOPETRÓLEO S/A. Essas debêntures teriam como lastro os títulos que seriam emitidos pela estrutura no exterior. Assim, BB e CAIXA foram inseridos na mesma estrutura.

A outra parte da operação era a securitização e a emissão de títulos ou “bonds” no mercado internacional com a cessão das receitas futuras de royalties e participações especiais. Também foi necessária a criação de uma securitizadora no exterior, também conhecida como SPV – Special Purpose Vehicle- a *RIO OIL FINANCE TRUST*<sup>5</sup>.

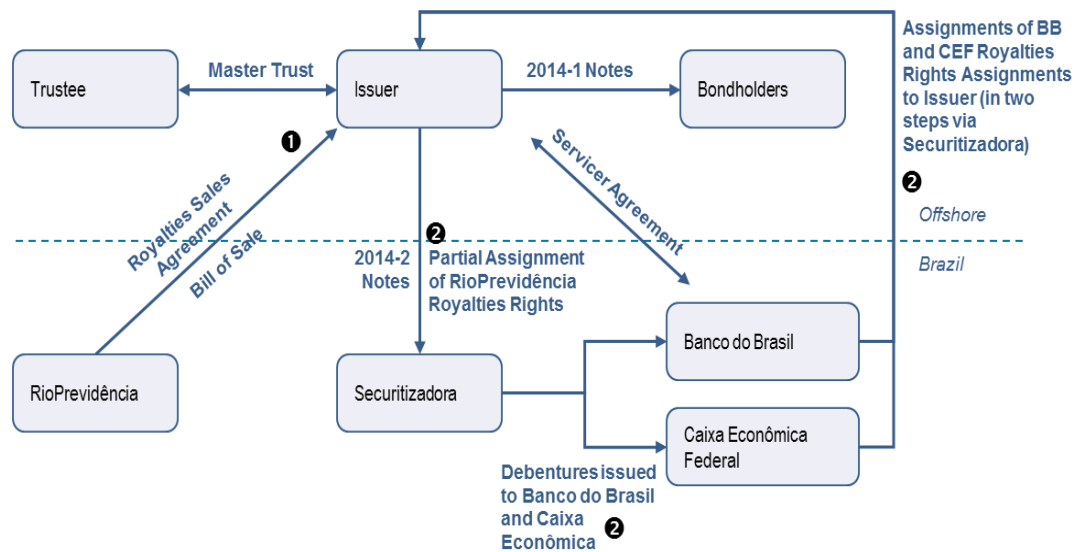
---

<sup>5</sup> A *Rio Oil* foi criada no Estado de Delaware, nos Estados Unidos, com o objetivo de receber as receitas futuras de R&PE e, lastreados nessas receitas, emitir os “bonds”. Os recursos arrecadados junto aos investidores seriam transferidos ao Rioprevidência. É fundamental destacar que a escolha de Delaware para a criação da securitizadora seguiu a lógica da otimização tributária, recurso amplamente utilizado pelos emissores de títulos no mercado internacional, citando como exemplo a Petrobrás, a Vale, entre outras empresas.

A estrutura contava também com supervisão de um “trustee”, no caso o *Citybank*, que tem como objetivo o acompanhamento de todos os processos da operação, desde o fluxo de recebimento das receitas de R&PE até a liquidação de todas as obrigações contratadas. Todas essas execuções também são acompanhadas pelo Banco do Brasil, que é o banco estruturador e também o administrador de toda a operação.

O esquema a seguir apresenta de forma sintética a estrutura legal da operação.

**Figura 2: Fluxograma da Estrutura da Operação Externa**



Fonte: Criação Própria

De acordo com a estrutura, o Rioprevidência, detentor dos direitos de royalties e participação especial, cede (por meio do Royalties Sales Agreement e do Bill of Sale) ao issuer (o emissor, no caso a Rio Oil Finance Trust) estes direitos de crédito, em troca (i) de recursos à vista e (ii) de um título que lhe garante o recebimento de todo o fluxo excedente, isto é, dos recursos de royalties e PE que não forem usados para pagar os investidores.

O issuer, por sua vez, emite títulos (as notes) aos investidores, em troca de pagamento à vista. É com este dinheiro arrecadado que a Rio Oil paga ao Rioprevidencia o preço à vista. Os investidores pagam à vista por um título que lhes assegura o pagamento, ao longo do

tempo, de principal (aquilo que eles pagaram) e juros. Apenas isto, e não “todos os recursos de royalties e PE”.

Inicialmente deve-se observar que títulos emitidos nos Estados Unidos têm como moeda o dólar americano. Isso poderia ser um fator negativo, uma vez que as despesas da operação são efetuadas em dólares e receitas são recebidas em reais. Porém, essas receitas possuem três variáveis: o volume de produção, o preço do barril de petróleo tipo “*brent*” e a variação da moeda norte americana. Isso quer dizer que a flutuação do dólar americano influencia nas duas “pontas” da operação, ou seja, tanto na receita quanto nas despesas dos títulos emitidos, formando assim uma proteção contra oscilações da moeda.

Outra questão a ser destacada é quanto às eventuais garantias da operação. O Estado do Rio de Janeiro e o Rioprevidência não poderiam apresentar garantias para a operação, pois se assim o fizessem, caracterizar-se-ia uma operação assemelhada a uma operação de crédito. Esse tipo de operação necessitaria de aval do Tesouro Nacional, além de aprovação no Senado Federal. Assim, tecnicamente não há a prestação de qualquer garantia pelos entes públicos, que portanto não terão obrigação de assegurar aos investidores o recebimento nem do principal e nem dos juros.

Em vez do aval do Estado e do Rioprevidência ou prestação de garantia real, a proteção natural da operação era a existência de preferência no recebimento (isto é, na cascata de pagamentos), dado que o fluxo de receitas de R&PE que o Rioprevidência receberia era bem superior ao pagamento dos títulos emitidos. Havia, assim, um “índice de cobertura” superior ao serviço dos títulos emitidos (ou seja, o colateral era suficiente para dar conforto aos investidores, sem representar, todavia, a concessão de garantia). Ao final, todo o fluxo “excedente” retornava ao Rioprevidência

Essa colateralidade teria que ser suficiente para suportar uma grande volatilidade no preço do barril de petróleo ou eventuais quedas no volume de produção, pois só assim a estrutura teria capacidade de receber grau de investimento necessário dado pelas agências de rating e conseguir atrair investidores do mundo todo.

Ressalta-se que eventual insuficiência dessa colateralidade traria um risco somente para o investidor, e não para o Rioprevidência ou para o Estado, dado que, caso houvesse uma deterioração do barril de petróleo a ponto de o volume de receitas de R&PE do

Rioprevidência não ser suficiente para honrar os títulos, o prejuízo ficaria somente com os investidores.

Dessa forma, para que a operação fosse atrativa para os investidores, nessas condições, seria necessária a construção de instrumentos que pudessem mitigar esse risco. Assim foram definidos índices de cobertura que estabeleciam algumas regras caso os mesmos fossem atingidos. Esses índices são calculados da seguinte forma:

$$IC = \frac{\text{Volume de receitas de R\&PE}}{\text{Valor direcionados aos bonds}}$$

1. Se  $IC \geq 2,5$  (o volume de receitas de R&PE for duas vezes e meia superior ao recurso direcionado aos “*bonds*”), a operação mantém todas as suas características.
2. Se O IC fique entre 2,5 e 2,0, não poderá haver novas emissões de títulos até o índice superar 2,5 novamente.
3. Se o IC ficar entre 2,0 e 1,5, além de não poder haver novas emissões, serão bloqueados em conta de reserva, 60% do fluxo de receitas de R&PE excedente ao pagamento dos “*bonds*”. Essa conta reserva irá acumular recurso até que o índice retorne ao patamar anterior.
4. Se o IC ficar abaixo de 1,5, será declarado o “default técnico” da operação pelos investidores, tendo como consequência a amortização antecipada dos títulos através do direcionamento de 60% das receitas excedentes de R&PE.

Com a estrutura definida e com todas as formalidades constituídas, o Estado do Rio de Janeiro, o Rioprevidência e o Banco do Brasil anunciaram a operação no mercado internacional e iniciaram o “*roadshow*” na América do Sul e Norte e na Europa com duas equipes para apresentar a operação aos investidores internacionais. Foram duas semanas visitando os principais eixos de investidores, finalizando esse processo em Nova York, local onde ocorreria a “venda” dos títulos através do processo conhecido como “*bookbuilding*”. Importante destacar que esta técnica de *bookbuilding* é a mesma utilizada pelo Tesouro Nacional nas suas emissões externas, sendo prática amplamente aceita e regulada nos mercados internacionais.

Participaram do “*bookbuilding*” investidores da América do Norte, América do Sul, Europa e Ásia, tendo as ofertas atingindo mais de US\$ 7,0 bilhões para uma emissão de US\$ 2,0 bilhões, permitindo assim um corte na taxa de juros dos títulos emitidos, saindo

inicialmente de 6,5% a.a., para 6,25% a.a. para um título de 10 anos. Realizando uma relatividade com as emissões de empresas brasileiras à época, foi identificado que as taxas “cobradas” pelos investidores estavam bastante alinhadas com as expectativas do Rioprevidência e do Banco do Brasil.

Em junho de 2014, foi emitido o valor de US\$ 2 bilhões. A emissão das notas 2014-1 foi realizada numa rentabilidade anual de 6,25%, respeitado o padrão internacional (30/360) para o cálculo dos encargos e teve amortização customizada de forma crescente para que as amortizações do principal ocorressem na medida do incremento esperado das receitas de royalties e participação especial em 10 anos, com pagamentos trimestrais. A emissão das notas 2014-2 foi realizada para que estes títulos fossem adquiridos pela SPE no Brasil e constituísse o lastro das debêntures (operações com Banco do Brasil e Caixa). Foi emitido o equivalente a R\$ 2,4 bilhões em debêntures. Desta forma, a série 2014-2 e as debêntures possuem a mesma característica. Os juros são em reais, à razão de 16,25% ao ano, o cálculo segue a convenção brasileira (1/252 dias úteis) e sua amortização é linear após o período de carência de principal, com pagamentos trimestrais e um prazo para a amortização de 100% das debêntures no prazo de 8 anos. O valor líquido ao RioPrevidência depois de convertido à taxa de Câmbio aproximada de 2,22 e deduzido o ágio, amortizações, prêmios e comissões foi de aproximadamente R\$3.38 bilhões.

Em outubro de 2014 foi realizada uma nova captação no mercado internacional, onde foi emitido o valor de US\$ 1,1 bilhão. A emissão das notas 2014-3 foi realizada numa rentabilidade anual de 6,75%, respeitado o padrão internacional (30/360) para o cálculo dos encargos e teve amortização customizada de forma crescente para que as amortizações de principal ocorram na medida do incremento esperado das receitas de royalties e participação especial em 12 anos, com pagamentos trimestrais. O valor líquido ao RioPrevidência depois de convertido à taxa de Câmbio aproximada de 2,58 e deduzido o ágio, amortizações, prêmios e comissões foi de aproximadamente R\$1,77 bilhões.

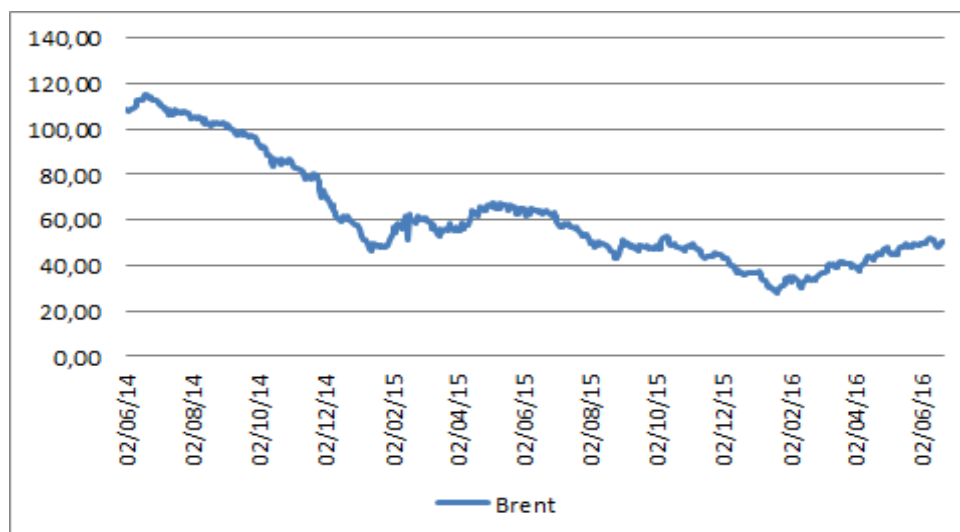
### **“Waiver”**

O conceito de “waiver” em uma operação financeira é quando há uma negociação entre as partes para que haja um aceite em novas condições de contrato. A operação financeira realizada pelo Rioprevidência no mercado de capitais internacional foi objeto de negociação com os investidores em função da queda do volume de receitas de R&PE.

Como já abordado, a operação de captação no mercado internacional através de securitização de parte das futuras receitas de R&PE não pode contar com aval do Estado do Rio de Janeiro, nem tão pouco do Rioprevidência. Não há prestação de garantia, e a atratividade da operação para os investidores depende da colateralidade dessas receitas futuras sobre o valor que é direcionado ao pagamento dos “*bonds*”, ou a expressão do Índice de Garantia – IC.

As receitas de R&PE possuem uma correlação fortíssima com o comportamento do preço do barril de petróleo. Desde junho/2014 o preço do barril de petróleo vem sofrendo desvalorização no mercado internacional. O gráfico a seguir mostra esse comportamento.

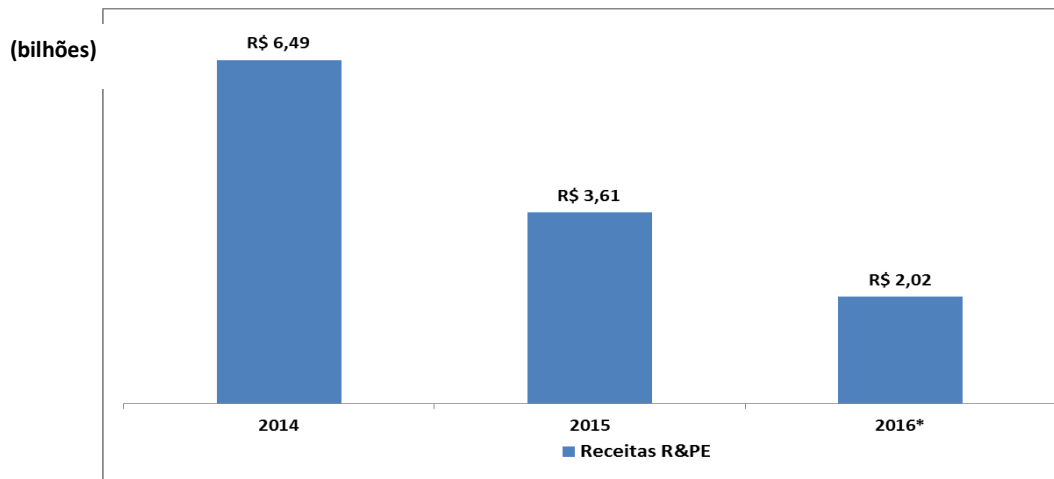
**Gráfico 3: Comportamento do *Brent* entre junho de 2014 a junho de 2016**



Fonte: Bloomberg

Com a queda relevante no valor do preço do barril de petróleo, o volume das receitas de R&PE também sofreu uma queda forte. Conforme o gráfico a seguir, a perda que o Rioprevidência teve em sua receita de R&PE foi próximo a 70% entre os anos de 2014 e a projeção para o ano de 2016.

**Gráfico 4: Receitas de Royalties e Participações Especiais (Em Bilhões)**



Fonte : Gerência de Operações –GOP/ Rioprevidência

Quando o Índice de Cobertura – IC vai reduzindo, abaixo de 2,5 até 2,0, entre 2,0 e 1,5 e abaixo de 1,5, a estrutura vai sofrendo as consequências dessas reduções. São elas a não emissão de novos títulos, a reserva de parte das receitas remanescentes e, por último, a declaração de “default” técnico conjugada com a amortização acelerada dos “*bonds*”.

Essa mensuração do IC se faz a cada emissão do relatório trimestral emitido pelo Banco do Brasil, que é o administrador da operação. O relatório de setembro de 2015 demonstrou que o IC da operação estava em 1,2, ou seja, abaixo de 1,5. O IC abaixo de 1,5 permite aos detentores dos “*bonds*” a declaração de “default técnico” da operação, trazendo algumas consequências para a estrutura.

A primeira seria a amortização antecipada dos títulos com parte das receitas remanescentes de R&PE. A outra consequência seria a impossibilidade de novas emissões, pois quando há uma declaração de “default”, toda a estrutura de emissão dos “*bonds*” fica comprometida.

A inviabilidade de novas emissões não se mostrava adequada, uma vez que o cenário futuro de possível recuperação econômica, respaldada em relatórios de instituições conceituadas no mercado internacional, e ainda uma decisão favorável aos Estados Produtores no Supremo Tribunal Federal no julgamento de Ação Direta de Inconstitucionalidade em face da Lei 12.734 traria um contexto propício para que o

Rioprevidência acessasse novamente o mercado de capitais internacional, uma necessidade clara do Estado<sup>6</sup>.

Nos cenários analisados se vislumbrava uma situação mais crítica para os anos de 2016 e 2017, mas que, a partir de 2018, a estrutura poderia apresentar uma nova possibilidade de acesso ao mercado de capitais, considerando a necessidade frequente de caixa que o Rioprevidência apresenta.

Com base nas análises técnicas e no assessoramento do Banco do Brasil, o Rioprevidência iniciou a negociação com os investidores tendo como objetivo a não declaração de “default técnico” dos detentores dos “*bonds*”. Em troca de os investidores não declararem o default, acordou-se haver amortização antecipada (prevista na “*Indenture*”, que é o documento formal que determina as regras dos “*bonds*”), bem como a elevação da taxa de retorno do título em até dois pontos percentuais.

Com a negociação, o incremento nos juros (“*step up*”) adicional ficou em 1%, podendo ser reduzido com o atingimento de objetivos apresentados pelos investidores e que melhorariam o IC da operação. Esses objetivos foram desenhados e propostos pelos investidores como contrapartida para reduzir o *step up* advindo do “*waver*” através de modificações na estrutura da operação que elevariam o índice de cobertura. Ou seja, para a obtenção do “*waiver*” o *step up* aconteceria, havendo a possibilidade de atingir os marcos definidos em contrato e assim reduzir o risco da operação para os investidores por meio da elevação dos índices de cobertura.

Esses objetivos não foram atingidos até o momento, mas não há impedimento da continuidade da negociação, o que atualmente continua acontecendo. Importante destacar que houve tentativas de atingimento dos objetivos, mas o contexto não foi favorável à finalização exitosa dos mesmos. Houve o pedido à Secretaria do Tesouro Nacional para que o pagamento da dívida com a União ficasse subordinado à estrutura, mas uma resposta

---

<sup>6</sup> Acrescenta-se que em 07 de outubro de 2015 foi criada a Lei 7.074 que alterou a lei 6.112/2011. Segundo esta nova lei, sem prejuízo de operações já realizadas, o Rioprevidência ficou autorizado também a alienar os ativos econômicos referidos no inciso XII do art. 13 da Lei nº 3.189, de 22 de fevereiro de 1999, com a redação dada pela Lei nº 4.237, de 5 de dezembro de 2003, de forma que o Fundo receba até R\$ 2,5 bilhões, mediante cessão de créditos no mercado doméstico ou internacional.



inicial negou esse pedido. Vale lembrar que de dezembro de 2015, quando o pedido foi feito até a presente data, a União teve três Ministros da Fazenda e três Secretários do Tesouro Nacional, inviabilizando o aprofundamento da discussão.

Cada marco atingido reduziria uma parte do “*step up*” adicional de 1% da negociação. O primeiro reduziria em 0,34%, o segundo em 0,33% e o terceiro em mais 0,33%, perfazendo o total de um ponto percentual.

Quanto ao segundo marco, o Estado enviou à Assembleia Legislativa uma Proposta de Emenda Constitucional para alterar a hierarquia de direcionamento de recursos ao FECAM, subordinando à estrutura. Essa iniciativa também não obteve êxito.

Já o terceiro dos marcos, que era a negociação com o Banco do Brasil e a Caixa para postergação do pagamento do principal das debêntures, estava condicionado ao sucesso de pelo menos um “*milestone*”, o que não aconteceu.

Outro campo de negociação foi o pagamento de “*waiver fee*” como contrapartida aos investidores por terem aceitado a não declaração de “default técnico”. Esse tipo de contrapartida é usual nessas negociações, e o que se buscou foi à minimização desse custo na estrutura. O percentual de “*waiver fee*” que foi negociado naquele momento reflete uma negociação exitosa por parte do Rioprevidência, uma vez que o percentual de aproximadamente 1,3% do remanescente é inferior ao percentual praticado em negociações com outras empresas no mercado.

A avaliação quanto à economicidade de se manter a estrutura ativa para futuras emissões foi realizada com cenários existentes à época que mostraram, mesmo com o “*step up*” e o “*waiver fee*”, a pertinência da negociação. Essa avaliação levou em consideração uma provável emissão residual dos títulos com um prazo similar e o custo dessa emissão, ressaltando o rebaixamento que o País, o Estado do Rio de Janeiro e a operação sofreram das agência de classificação de risco.

Para efeito de comparação, considerando uma provável emissão do valor residual das Séries 2014-1; 2014-2 e 2014-3, com uma duração similar aos moldes das negociações anteriores, observando que o Brasil sofreu rebaixamento para grau especulativo, uma hipotética nova emissão deverá ser comparada com ativos que foram negociados nesse mercado e a tabela abaixo mostra as taxas de operações semelhantes.

### Selected Recent High Yield Energy Corporate Consent Solicitations

Start Date	Early/ Expiration Date	Issuer Name	Rating (M/S&P/F)	Security	Transaction Type	Consent Fee (%)	Consent Results
20-Jul-15	30-Jul-15	Magnesita Refraterios	B1/BB	USD 7.875% Mar-2020	Tender + Consent	5	Passed
11-Jun-15	24-Jun-15	Grupo Posadas	B2/B/B	USD 7.875% Nov-2017	Tender + Consent	3	Passed
26-May-15	8-Jun-15	Tops Markets	-/B/-	USD 8.875% Dec-2017	Tender + Consent	3	Passed
22-May-15	4-Jun-15	LATAM Airlines	Ba2/BB/BB-	USD 9.50% Jan-2020	Tender + Consent	3	Passed
20-May-15	4-Jun-15	Pacific Rubiales Energy	Ba3/BB/B+	Basket of 4 USD bonds (2016, 2017, 2018, 2020)	Consent	5	Passed
7-May-15	29-May-15	Metinvest	Caa3/COC	Basket of 3 USD bonds (2016, 2017, 2018)	Consent	5	Passed
23-Mar-15	13-Apr-15	DTEK Finance	Caa3/-	USD 9.50% Apr-2015	Exchange + Consent	2	Passed
3-Oct-14	17-Oct-14	Kodak Oil & Gas	-	Basket of 3 USD bonds (2019, 2021, 2022)	Consent	2.5	Passed
26-Aug-14	9-Sep-14	GOL Linhas Aereas	B3/B/B-	Basket of 3 USD bonds (2017, 2020, 2023)	Tender + Consent	3	Failed
19-Jun-14	26-Jun-14	Odebrecht	-	Basket of 3 USD bonds (2020, 2022, 2023)	Tender + Consent	3	Failed
11-Jun-14	24-Jun-14	JBS Bertin	Ba3/BB/BB-	Basket of 2 USD bonds (2016)	Tender + Consent	3	Failed

Source: Bloomberg.

Ao se observar a tabela acima com as emissões que de fato foram realizadas, a taxa média contratada no mercado foi aproximadamente de 3,5%.

Dessa forma, com condições comerciais que foram propostas pelos negociadores e investidores observou-se que está abaixo das taxas praticadas hoje pelo mercado.

Esse “*waiver*” realizado em outubro de 2015 estipulou um prazo de cento e oitenta dias para uma nova avaliação por parte dos investidores. Essa nova avaliação ocorreu em março de 2016 com a emissão de um novo relatório trimestral por parte do Banco do Brasil.

O relatório de março de 2016 apresentou novamente um IC inferior a 1,5, ou seja, seria necessária uma nova negociação com os investidores para a manutenção da estrutura e a não declaração de “default técnico” por parte destes.

Essa nova negociação iniciada em março/2016 teve como premissa o espírito de parceria entre os investidores e o Rioprevidência, uma vez que a operação não apresentou um “default” financeiro e sim técnico. Isso quer dizer que o serviço dos títulos foi integralmente pago sem qualquer tipo de inadimplência.

Essa situação favoreceu a negociação com a entidade, sem qualquer contrapartida. Não houve nenhum “*step up*” adicional nos juros dos títulos, tampouco uma “*waiver fee*”. Ficou acordado que os investidores não fariam a declaração de “*default técnico*”, mas as

suas consequências no que tange ao fluxo de receitas direcionado à estrutura seria obedecido para os próximos 12 meses.

Em resumo, como a negociação do “*waiver*” em setembro/outubro de 2015 já previa a retenção de parte do fluxo remanescente das receitas de R&PE depois das deduções mandatórias para uma conta de reserva, seu direcionamento para a amortização antecipada para os próximos 12 meses não alteraria o valor das receitas de R&PE que o Rioprevidência receberá no período.

### **Conclusão**

As operações realizadas ao longo dos últimos anos iniciadas em 2007 com a permuta de CFT com o Tesouro Nacional e depois em 2011, as operações com a Caixa e com o Banco do Brasil em 2013 e as operações de captação no mercado de capitais internacional realizadas em 2014, trouxeram um alívio que acabou excluindo a necessidade de recursos do Tesouro Estadual para o pagamento das despesas previdenciárias no período.

Em nenhum momento essas operações tiveram a pretensão de equalizar o déficit atuarial existente no sistema previdenciário estadual. As operações de liquidez dos ativos do Fundo foram necessárias para desonerar o Estado de aportar recursos para cobrir os déficits financeiros desses períodos e assim poder investir em educação, saúde e segurança.

Caso essas operações não tivessem acontecido, a situação crítica que hoje o Estado enfrenta atualmente teria sido antecipada em prejuízo dos avanços ocorridos no Estado nos últimos anos.

Cabe acrescentar que existe uma elevação acelerada do custo previdenciário fomentado pelas regras atualmente existentes. Aposentadorias precoces, o fenômeno da longevidade, entre outras variáveis devem ser objeto de análises e propostas de uma reforma para que a população em geral não seja penalizada pelo alto custo no pagamento das aposentadorias e pensões atuais e futuras. Infelizmente essa discussão não ocorre no âmbito Estadual mas depende do Congresso Nacional.