

# Brazilian Securities Companhia de Securitização

Série 2011-261

## Relatório Analítico

### Conteúdo

Estrutura de Capital	1
Sumário da Transação	1
Fundamentos dos Ratings	1
Análise de Dados	2
Estrutura Legal	2
Análise do Colateral	3
Estrutura Financeira e Modelagem de Fluxo de Caixa	6
Risco das Contrapartes	8
Performance Analítica	8
Pesquisa Relacionada	10
Apêndice A: Comparação entre Pares	11
Apêndice B: Originação	12
Apêndice C: Sumário da Transação	13

### Estrutura de Capital

Classe/Série	Montante (BRL)	Vencimento Final	Rating	Reforço de Crédito Inicial (%)	Perspectiva
2011-261	31.876.720,68	Out/41	A-(bra)	10,0	Estável
2011-262	3.541.857,88	Out/41	NA	--	--
<b>Total da Emissão</b>	<b>35.418.578,56</b>				

NA - Não avaliada.

### Sumário da Transação

A Fitch Ratings atribuiu o Rating Nacional de Longo Prazo 'A-(bra)' à 261ª série da primeira emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) da Brazilian Securities Companhia de Securitização (BS). A operação consiste na securitização de uma carteira de crédito imobiliário predominantemente residencial. O rating reflete a expectativa de pagamento integral do principal investido, corrigido pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) acrescido de juros de 8% ao ano, até o vencimento final da transação, em 20 de outubro de 2041.

### Fundamentos dos Ratings

**Inadimplência:** De acordo com informações recebidas pela Fitch, e desconsiderando parcelas saltadas, até 27 de dezembro de 2011 14,6% da carteira estava inadimplente há mais de 30 dias, sendo 3,1% acima de 90 dias. A agência considera estes índices elevados, o que, juntamente ao baixo prazo decorrido dos contratos, de quatro meses, indica certa dificuldade de pagamento por parte dos tomadores. Este fator foi considerado na análise e foi compensado por um elevado potencial de recuperação, dado o valor médio de dívida em relação à garantia de 50%.

**Reforço de Crédito e Alocação dos Recursos:** A 261ª série de CRIs (CRI sênior) possui reforço de crédito inicial de 10%, na forma de sobrecolateralização. Este reforço é adequado para o rating 'A-(bra)', tendo em vista o perfil da carteira e, principalmente, a estrutura da operação, que conta com vários gatilhos que buscam proteger o CRI sênior da deterioração do colateral e da concentração excessiva. Estes mecanismos, quando acionados, alteram a ordem de alocação de recursos de *pro rata* para sequencial (*turbo*), suspendendo de forma temporária a amortização dos CRIs subordinados.

**Descasamento de Juros Limitado:** A operação apresenta descasamento de índices e juros entre os CRIs e os recursos mantidos nos fundos de reserva, que serão investidos principalmente em certificados de depósitos bancários (CDBs) de bancos de primeira linha. Na modelagem dos fluxos de caixa, a Fitch assume que os juros pagos sobre os CDBs serão muito inferiores ao rendimento dos CRIs.

### Analistas

Analista principal  
Juliana Ayoub  
+55 11 4504-2200  
[juliana.ayoub@fitchratings.com](mailto:juliana.ayoub@fitchratings.com)

Robert Krause  
+55 11 4504-2211  
[robert.krause@fitchratings.com](mailto:robert.krause@fitchratings.com)

## Análise de Dados

### Aplicação de Critério

A abordagem utilizada para analisar esta transação seguiu as metodologias “Global Structured Finance Rating Criteria”, publicada em 16 de agosto de 2010; “Rating Criteria for RMBS in Latin America”, de 17 de março de 2011; e “Critério de Avaliação para RMBS no Brasil”, de 24 de outubro de 2007.

A Fitch utiliza modelos próprios para estimar a perda bruta da carteira e simular comportamentos adversos dela, a fim de verificar o grau de estresse suportado em relação ao reforço de crédito disponível e à estrutura de alocação de recursos apresentada.

### Modelagem de Perdas

O modelo de cálculo de perda bruta da Fitch, cujas premissas estão disponíveis no *Critério de Avaliação para RMBS no Brasil*, utiliza como base os índices de LTV (*Loan to Value*) e DTI (*Debt to Income*) de cada crédito e os associa à matriz de perda. O valor resultante é ajustado para refletir as outras características dos créditos.

A Fitch recebeu da BS informação detalhada sobre os contratos da operação, com data base em 10 de outubro de 2011, atualizada em 27 de dezembro de 2011. Entre as características, destacam-se saldo devedor; comprometimento de renda (DTI) para parte dos créditos originados pela Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária (BM); prazo decorrido (*seasoning*); histórico e posição atual de inadimplência; fluxo das parcelas vincendas; valor do imóvel; taxa de juros do contrato; e verificação de apontamentos em órgãos de proteção ao crédito (Serasa).

A Fitch não recebeu informações do comprometimento de renda de metade da carteira. Para créditos imobiliários originados por incorporadoras, porém, é comum a ausência de dados referentes ao DTI. A Fitch ajustou, nos créditos que não apresentam essa informação, a estimativa de perda aplicando penalidade entre 25% e 30% acima do comprometimento de renda máximo praticado por instituições financeiras.

Com o objetivo de estimar a severidade de perda dos financiamentos inadimplentes e a perda líquida da carteira, a Fitch aplicou cenários de estresse sobre os valores de mercado dos imóveis em garantia (*market value declines* - MVD) e sobre as despesas de execução. Além disso, foram estimados os prazos de recuperação em um ambiente de estresse. Outros detalhes sobre a análise de perdas se encontram na seção *Análise do Colateral*.

### Modelagem dos Fluxos de Caixa

A Fitch utilizou o modelo de fluxo de caixa para RMBS no Brasil a fim de reproduzir cenários de estresse sobre a carteira e simular a alocação de recursos de acordo com a estrutura da operação, e assim avaliar o estresse máximo suportado pelo reforço de crédito disponível em cada série. A Fitch adaptou seu modelo para replicar a estrutura da operação (outros detalhes estão na seção *Estrutura Financeira e Modelagem de Fluxo de Caixa*).

## Estrutura Legal

### Metodologia Aplicada

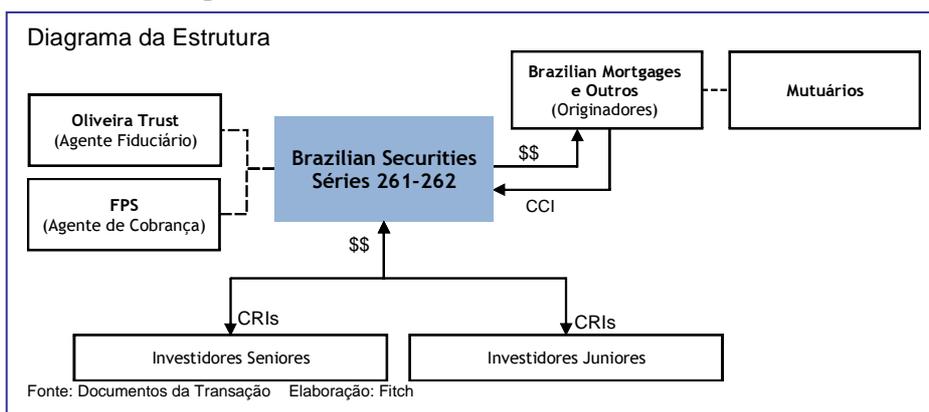
“Critério de Avaliação para RMBS no Brasil”, 24 de outubro de 2007;

“Rating Criteria for RMBS in Latin America”, 17 de março de 2011.

Counterparty Criteria for Structured Finance Transactions, 14 de março de 2011

Global Structured Finance Rating Criteria, 4 de agosto de 2010

Special-Purpose Vehicles in Structured Finance, 13 de junho de 2011



A Brazilian Securities emitiu, em 20 de outubro de 2011, as séries 261 e 262 de sua primeira emissão de CRIs, sendo a 262ª subordinada à 261ª. Os CRIs seniores foram distribuídos mediante oferta pública, e os subordinados serão inicialmente mantidos pela BS.

Todos os créditos imobiliários securitizados estão submetidos a regime fiduciário e separados do patrimônio da securitizadora. Os créditos são destinados especificamente à liquidação dos CRIs e demais obrigações relativas à emissão analisada por este relatório.

A estrutura contempla ainda a contratação da Oliveira Trust DTVM S.A. (OT) como agente fiduciário da operação para representar os interesses dos investidores. A OT assumirá a administração do patrimônio separado no caso de inadimplência da BS ou se esta entrar com pedido de recuperação judicial, extrajudicial ou de falência. Nestas hipóteses, caberá aos investidores decidir sobre a liquidação da operação. A administração dos créditos é realizada pela FPS Negócios Imobiliários Ltda. (FPS).

A Fitch recebeu parecer legal da área jurídica da BS quanto à cessão dos créditos para a operação. O parecer atesta que todas as obrigações estipuladas nos documentos da oferta são lícitas, válidas e exequíveis, e que os créditos imobiliários, as CCIs que os representam e suas garantias foram cedidos de forma perfeita e acabada e estão separados do patrimônio comum do emissor.

### Declarações

A emissora declarou, por meio do prospecto de distribuição, que os créditos imobiliários não possuem ônus, agravos e restrições, que estão vinculados a imóveis performados e que detêm garantia de alienação fiduciária. Além disso, a BS se responsabiliza pela existência dos créditos imobiliários nos valores e condições enunciados no Instrumento de Cessão dos Créditos.

### Substituições

Apesar de historicamente a BS não ter realizado substituições, o Termo de Securitização contempla a possibilidade de substituição dos créditos imobiliários quando for verificado vício de origem, devendo possuir anuência do agente fiduciário. Os créditos dados em substituição deverão ter as mesmas características que os substituídos quando da emissão, assim como ter saldo a vencer e prestações mensais equivalentes. A periodicidade, a taxa e a correção monetária deverão ser as mesmas e não podem prorrogar o prazo final de vencimento dos CRIs. O limite de substituição dos créditos é de 30% do valor remanescente do lastro ou dos CRIs, o que for menor.

### Esclarecimento

Em sua análise de crédito, a Fitch confia na opinião legal e/ou fiscal emitida pela assessoria jurídica da transação. A Fitch reforça que não presta aconselhamento legal e/ou fiscal e nem atesta que opiniões legais e/ou fiscais ou quaisquer outros documentos relacionados à transação ou à sua estrutura sejam suficientes para qualquer propósito. A nota ao final deste relatório esclarece que este documento não constitui consultoria legal, fiscal ou sobre a estruturação da operação por parte da Fitch e nem deve ser utilizado como tal. Caso os leitores deste relatório necessitem de aconselhamento legal, fiscal e/ou sobre a estruturação, eles devem procurar profissionais capacitados nas jurisdições relevantes.

### Análise do Colateral

Na data de emissão, a carteira possuía saldo devedor total de BRL35.418.579 e era composta por 200 contratos de crédito imobiliário, concedidos a 196 tomadores. A taxa média poderada dos contratos é de 12,84%, mais correção pelo IGP-M. O prazo remanescente é de 171 meses, em média. Do total, 51% foram originados pela BM, 21% pela Helbor e 100% são garantidos por alienação fiduciária. Um resumo com as principais características da carteira está no *Apêndice A*.

### Índices de LTV e DTI

A Fitch analisa as expectativas de perda por meio do cruzamento das informações de LTV e DTI. Pelo índice de LTV, pode-se medir o incentivo do tomador em continuar pagando suas parcelas mensais, pois o indicador mostra o capital próprio comprometido. O índice de DTI indica a capacidade do tomador de realizar esses pagamentos, pois demonstra o quanto de sua renda está destinado ao pagamento das parcelas do contrato. O LTV também serve para derivar a recuperação esperada em caso de inadimplência de um crédito.

O LTV médio ponderado da carteira é de 50,3%, percentual dentro da média das transações de CRIs no Brasil. Para o cálculo de LTV, a Fitch utilizou o valor apurado no laudo de avaliação da propriedade no momento da contratação do crédito imobiliário.

Com base nos critérios de concessão de crédito da BM, sabe-se que o DTI de metade da carteira é limitado a 30%. Considerando o comprometimento de renda fornecido para metade do lastro desta emissão, o DTI médio ponderado é de 17,12%. O DTI é calculado pela razão entre o valor da parcela mensal mais elevada e a renda bruta mensal familiar na data de concessão do crédito. Pela BM, a renda familiar só pode ser composta por cônjuges, não sendo admitida outra composição. Para os créditos que não foram originados pela BM, não há, com exceção de um, verificação do comprometimento de renda.

### Perfil do Tomador

Como em outras transações da BS, a carteira cedida apresenta dois tipos de tomadores: os que buscam financiamento para aquisição de um imóvel (58% do total) e os que buscam crédito e fornecem um imóvel como garantia (refinanciamento, equivalente aos 42% restantes). Todos os contratos de refinanciamento desta emissão foram originados pela BM e seu critério de concessão de crédito, utilizado para refinanciamentos e financiamentos, está detalhado no *Apêndice B: Originação*. O processo de concessão de refinanciamentos é idêntico ao dos financiamentos, mas o LTV máximo é limitado em apenas 50%.

A Fitch assume na sua análise que a probabilidade de inadimplência é mais alta para refinanciamentos do que para financiamentos se os dois créditos tiverem características idênticas. No entanto, uma vez que o teto do LTV para refinanciamentos é substancialmente menor do que o para financiamentos, a expectativa de perda para ambos acaba se aproximando.

Os imóveis que garantem os créditos securitizados são preponderantemente de uso residencial, mas há três créditos que representam financiamento de bem comercial (1% do saldo devedor da carteira). O histórico de desempenho destes créditos também é limitado, portanto também são penalizados na análise de perdas.

### Seasoning e Inadimplência

A Fitch analisa o histórico de pagamentos e o atual nível de atrasos para inferir o comprometimento do tomador em efetuar os pagamentos em dia. Para contratos com prazo decorrido significativo, o histórico de pagamentos é considerado mais relevante.

#### Posição e Histórico de Inadimplência

Faixas de Atraso	Atual		Últimos 12 meses	
	Saldo Devedor (BRL)	% Total*	Saldo Devedor (BRL)	% Total*
30-60	2.842.980,18	8,01%	2.532.764,77	7,15%
60-90	1.260.328,41	3,55%	2.366.144,91	6,68%
>90	1.089.585,15	3,07%	3.856.166,18	10,89%

Fonte: Brazilian Securities

Elaboração: Fitch Ratings

A carteira contém uma parcela relevante em atraso. Enquanto nas outras séries emitidas pela

Brazilian Securities avaliadas pela Fitch a média de inadimplência acima de 30 dias é 5%, nesta o índice alcança 15%.

O *seasoning* médio ponderado da carteira é consideravelmente baixo, de quatro meses, e o prazo remanescente é de 171 meses. Observa-se que historicamente há uma elevada inadimplência acima de 90 dias, e que este valor foi recuperado, sendo reduzido de 11% para 4%. Entretanto, a análise do histórico de pagamentos e o cruzamento com as informações do comprometimento dos tomadores dos créditos concedidos pela BM é prejudicada em função deste baixo prazo decorrido.

### Concentração Geográfica e Por Tomador

A exposição a concentrações por devedor é um risco relevante nas operações de securitização de crédito imobiliário no Brasil. A emissão analisada por este relatório está altamente concentrada em poucos tomadores. A carteira selecionada é representada por apenas 200 contratos de 196 devedores. O maior tomador representa 4,6% do saldo total da carteira, e os dez maiores, 25,9%.

Com o passar do tempo, a exposição a um baixo número de tomadores se agrava. Com intuito de minimizar os impactos decorrentes da elevada concentração, a operação conta com um gatilho que altera a ordem de alocação de recursos de *pro rata* para sequencial. Mais detalhes sobre o funcionamento do gatilho e seus efeitos na modelagem dos fluxos de caixa serão apresentados ao longo deste relatório.

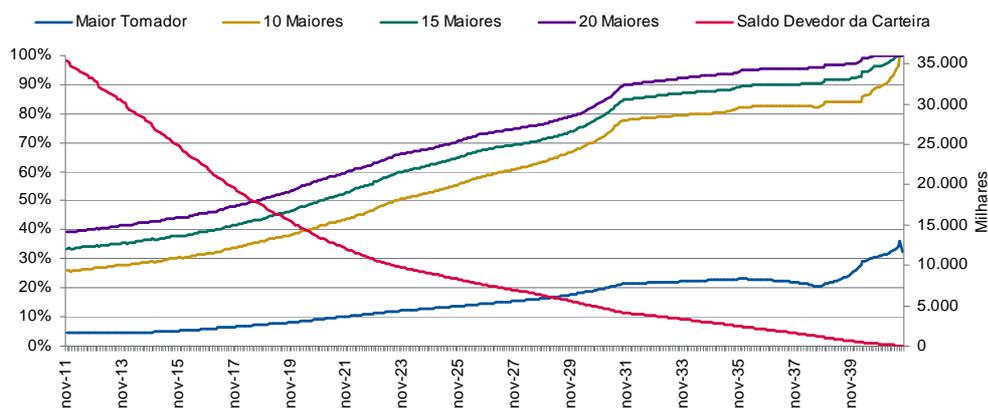
Geograficamente, os imóveis lastro desta operação se concentram no estado de São Paulo (39%), no Distrito Federal (11%) e no Rio Grande do Norte (10%). A Fitch ajusta as estimativas de perda quando há uma concentração que se distancie do PIB por estado - no caso, de 34%, 4% e 1%, respectivamente. Além de concentrada por estado, a carteira apresenta concentração por projeto. Dos 10% que se encontram no Rio Grande do Norte, 7% referem-se a um mesmo projeto.

Concentração Geográfica		
Estado	Saldo Devedor (BRL)	% Total
SP	22.219.062,18	62,7%
SC	2.747.392,71	7,8%
BA	2.558.076,39	7,2%
RJ	2.077.388,31	5,9%
PR	1.904.035,79	5,4%
GO	1.437.511,64	4,1%
DF	483.293,36	1,4%
MT	386.362,98	1,1%
MG	367.970,51	1,0%
SE	355.343,80	1,0%
Outros	882.141,41	2,5%

Fonte: Brazilian Securities

Elaboração: Fitch Ratings

### Evolução da Concentração da Carteira



### Premissas para Modelagem

#### Perda Bruta

Para estimar a perda bruta da carteira, foi inicialmente utilizada a matriz de perda base de cada contrato, considerando o cruzamento das informações de LTV e DTI. Para financiamentos de imóveis comerciais e refinanciamentos, o valor encontrado na matriz foi multiplicado por dois. O resultado de perda base da carteira foi de 7,08%. Este valor foi, então, ajustado para refletir outras características da carteira, como histórico de inadimplência e inadimplência atual, apontamentos no Serasa, concentração geográfica e indexador dos contratos, entre outros. O somatório destes ajustes elevou a expectativa de perda bruta para 11,67%. O componente de

maior peso foi a presença de refinanciamentos, seguida pela correção monetária.

#### Recuperação e Perda Líquida

Para o rating 'A-(bra)', a Fitch aplica um MVD médio de 25% sobre o valor do imóvel na data de origem do crédito. Os custos de execução aplicados, considerando a categoria de rating, são de 14% sobre o valor da propriedade. Com base nos moderados índices de LTV dos créditos, chega-se a uma recuperação média ponderada para créditos executados de 97,5%. Devido ao baixo *seasoning* da carteira e apoiada em avaliações de imóveis recentes, que contemplam o considerável aumento de preços no mercado imobiliário nos últimos três anos, a Fitch também aplicou um cenário de estresse com recuperação média de 90%.

Tendo em vista a estimativa de perda bruta de 11,67%, a perda líquida esperada da carteira é de apenas 0,3% para um nível de rating 'A-(bra)', sem considerar o custo de carregamento do imóvel ao longo do prazo de recuperação. Aplicando o cenário de estresse com recuperação de 90%, na mesma situação, a perda líquida estressada é de 1,2%.

#### Estrutura Financeira e Modelagem de Fluxo de Caixa

A série 261 possui carência de um mês e remuneração de 8% ao ano, enquanto a 262 conta com carência de seis meses e remuneração de 44,8125% ao ano. Ambas são corrigidas mensalmente pelo IGP-M. O objetivo das carências é formar fundos de reserva, despesa e liquidez para cobrir eventuais insuficiências de recursos. A alocação de recursos é inicialmente feita de forma *pro rata* (ver tabela ao lado).

A fonte de pagamentos de juros e principal nos CRIs são as arrecadações nos créditos imobiliários, os fundos de reserva e eventuais execuções de garantias. Uma deterioração na performance do lastro ou aumento relevante na exposição dos CRIs seniores ao pagamento de poucos tomadores, ou seja, na concentração, ensejará uma mudança na alocação de recursos, que passará a ser sequencial. Neste formato, todos os recursos serão direcionados ao pagamento dos CRIs seniores e, somente após liquidação total da 261ª série, a 262ª série receberá recursos para sua amortização.

#### Reforço do Crédito

##### Sobrecolateralização

Os investidores seniores possuem como garantia um reforço de crédito inicial de 10%, calculado por intermédio do nível de sobrecolateralização entre o saldo devedor da carteira de créditos imobiliários e o saldo devedor do CRI sênior, de BRL 31.876.721.

##### Excesso de Spread

Os investidores também podem contar com o excesso de *spread* durante a alocação sequencial (*turbo*). Deduzindo despesas operacionais médias de 0,52% ao ano, estimadas por meio de uma ponderação dos custos sobre o saldo devedor da carteira, há um excesso de *spread* bruto de cerca de 5% ao ano anterior ao pagamento de juros da série subordinada. Na modelagem dos fluxos de caixa, a Fitch simula despesas de 1,5% ao ano para ter em conta eventuais custos adicionais em um cenário de estresse e substituição de prestadores de serviço. Considerando os rendimentos do passivo, para não haver um carregamento negativo, as despesas operacionais não podem ultrapassar 1,46% ao ano.

#### Amortização nos CRIs

As amortizações dos CRIs ocorrerão todo dia 20 de cada mês ou no primeiro dia útil subsequente, após um mês de carência para a amortização de juros e principal do CRI sênior e seis meses de carência dos CRIs juniores, em regime *pro rata*.

Os principais eventos que alteram a alocação de recursos para sequencial (*turbo*) são:

- Falência, procedimento de recuperação judicial e insolvência da BS;

#### Ordem de Alocação de Recursos (Simplificado)

(1) Pagamento de despesas
(2) Pagamento de juros aos CRIs seniores
(3) Pagamento de principal aos CRIs seniores
(4) Amortização extraordinária (se houver)
(5) Pagamento de juros aos CRIs subordinados
(6) Pagamento de principal aos CRIs subordinados
(7) Amortização extraordinária (se houver)

Elaboração: Fitch Ratings

- Não pagamento das obrigações referentes às despesas, juros e principal dos CRIs subordinados, desde que os pagamentos referentes aos CRIs seniores tenham sido efetuados;
- Caso o gatilho de sobrecolateralização seja acionado: sobrecolateralização inferior a 10%, ou seja, caso a razão entre o saldo devedor da série sênior e o valor presente dos créditos imobiliários, descontado o saldo devedor dos créditos imobiliários inadimplentes por mais de seis parcelas, somado ao fundo de reserva e ao saldo de venda de bens consolidados, represente mais de 90%;
- Caso o gatilho de *clean up* seja acionado: valor de ativos igual ou inferior a 10% do valor de emissão corrigido monetariamente;
- Caso o gatilho de concentração seja acionado: percentual de pulverização inferior a um, sendo apurado mediante a divisão (i) do somatório do valor presente das parcelas dos créditos imobiliários, acrescentado ao saldo do fundo de reserva e ao saldo de venda de bens consolidados, se houver, subtraindo-se o saldo devedor dos créditos imobiliários com seis ou mais parcelas em atraso, e subtraindo-se o produto entre o somatório do valor presente dos dez maiores créditos imobiliários e o fator de concentração, e (ii) o saldo devedor dos CRIs seniores, sendo que o fator de concentração equivale a 35% entre a data de emissão e os 36 meses que antecedem a data de vencimento dos CRIs seniores, ou 100% nos últimos 36 meses que antecedem o vencimento dos CRIs;
- Caso os gatilhos de inadimplência sejam acionados: divisão entre o somatório dos saldos devedores dos créditos inadimplentes e valor de emissão corrigido superior a 7% do valor da emissão, ou 70% do percentual do CRI subordinado.

### Análise de Cenários

A estrutura da transação foi submetida a diversos cenários de estresse para avaliar a perda bruta máxima que o reforço de crédito suporta para o pagamento integral do CRI sênior. Na modelagem dos fluxos de caixa, a Fitch aplicou uma recuperação sobre créditos imobiliários inadimplentes de, no máximo, 90% e um prazo de recuperação de 24 meses. A agência simulou:

- Cenários sem e com pré-pagamentos. Foram aplicados pagamentos antecipados de até 25%, em termos anualizados. Os pré-pagamentos foram aplicados sobre o saldo devedor de cada mês;
- Curvas de perda com perda bruta acumulada no início e no meio da transação. No primeiro cenário, a agência levou em conta o *seasoning* médio dos créditos e distribuiu as perdas nos primeiros 48 meses da transação. No outro cenário, as perdas acumuladas ocorrem após o 26º mês.

Os cenários com pagamentos antecipados são os mais estressados. Ao simular uma curva de perda concentrada no início da operação, a perda bruta máxima suportada pela estrutura é de 49% do saldo devedor inicial da carteira. No cenário de perdas acumuladas no meio da transação, esta suporta uma perda bruta de aproximadamente 60% do saldo da carteira esperado no início da simulação da primeira perda. A operação suporta, portanto, a perda bruta esperada em cerca de quatro vezes a perda base.

Como apresentado em seções anteriores deste relatório, a estrutura contempla um gatilho de concentração relacionado aos dez maiores tomadores. À medida que a concentração da carteira se eleva, o reforço de crédito necessário para manter o regime *pro rata* também aumenta, diminuindo o potencial de perdas para os CRI seniores provocadas por inadimplências no final da transação. Neste sentido, a operação também se beneficia do gatilho de *clean up*, que deve ser acionado alguns anos antes do vencimento final dos CRIs. Ao considerar a forma de mitigar o risco de concentração, o resultado está em linha com os

cenários de estresse associados ao rating 'A-(bra)'.

### Pré-Pagamentos

A Fitch tem observado, nestes últimos anos, nas operações analisadas, uma média de pré-pagamentos de 10% ao ano para créditos originados por construtoras. Em relação a instituições financeiras, o índice é consideravelmente menor, cerca de 3% ao ano. Apesar de a BM ser uma instituição financeira, a Fitch tem observado um índice de pré-pagamento mais parecido com o de incorporadoras do que de outras instituições financeiras. Um dos motivos seria a taxa de juros mais elevada, que incentiva a ocorrência de pré-pagamentos e refinanciamento através de outros agentes financeiros. Ao simular a expectativa de perda base desta carteira, juntamente a uma taxa anual de pré-pagamento de 10%, e considerando os gatilhos que possam ser acionados, a Fitch espera que os CRIs seniores sejam amortizados integralmente por volta de 2019.

### Risco das Contrapartes

#### Originadores e Cedentes

No primeiro semestre de 2011, a Fitch conduziu reuniões com a diretoria da BM, responsável pela originação de boa parte da carteira selecionada para esta operação. Foram analisados os critérios de concessão, verificação de mudanças nas políticas e posicionamento estratégico, entre outros.

No entender da Fitch, os interesses da cedente e do emissor estão alinhados, pois a cedente busca originar os créditos nos padrões solicitados pelo último. Mais detalhes a respeito da BM estão no *Apêndice B: Originação*.

#### Risco de *Commingling*

Os tomadores pagarão suas parcelas de financiamento no Banco Itaú Unibanco S.A., avaliado pela Fitch com os Ratings Nacionais de Longo e Curto Prazo 'AAA(bra)', com Perspectiva Estável, e 'F1+(bra)' (F1 mais (bra)), respectivamente. Tendo em vista que o pagamento é efetuado por meio de boleto bancário, os recebimentos serão feitos diretamente em conta corrente de titularidade da BS, o que limita o risco de *commingling* da operação.

#### *Master Servicer e Servicer* (Cobrança)

A BS, responsável pela administração e cobrança dos créditos imobiliários, contratou a FPS para realizar estas funções. A empresa tem considerável experiência na cobrança de créditos imobiliários. Entre suas responsabilidades estão o atendimento telefônico ou pessoal aos tomadores para esclarecimentos sobre a evolução dos contratos imobiliários e renegociações; emissão e encaminhamento das informações à rede bancária para processamento dos boletos de pagamento; acompanhamento da evolução dos saldos devedores; e elaboração de relatórios gerenciais sobre o comportamento da carteira.

A qualidade de gestão da cobrança dos créditos inadimplentes tem reflexo nítido no desempenho de qualquer securitização de créditos imobiliários residenciais. A Fitch revê periodicamente os sistemas e procedimentos de cobrança da FPS e da BS e os considera satisfatórios.

### Performance Analítica

A Fitch acompanhará, de forma contínua, o desempenho da operação até seu vencimento final. O acompanhamento visa a assegurar que o rating atribuído continue refletindo apropriadamente o perfil de risco do CRI emitido.

A agência receberá, mensalmente, relatórios sobre o desempenho da carteira de crédito que lastreia a emissão e sobre a estrutura de capital dos CRIs. Estas informações, fornecidas pelas partes da transação, serão analisadas todo mês pelos analistas. A Fitch espera receber informação detalhada do desempenho de cada contrato, como dias em atraso, posição de

cobrança e outras observações.

No decorrer do processo de monitoramento, caso a transação apresente performance aquém das expectativas iniciais no momento da atribuição do rating, a Fitch conduzirá uma revisão completa, e quaisquer elementos e fatores serão apresentados e deliberados em comitê de rating. Se o desempenho da transação permanecer dentro das expectativas, ela passará por revisão completa, em base anual.

Os detalhes sobre o desempenho desta transação estão disponíveis na área de Monitoramento de Finanças Estruturadas da Fitch, em '[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)'.

## Pesquisa Relacionada

---

### Publicação

---

<a href="#">Relatório Sintético: Brazilian Securities Companhia de Securitização</a>	Junho de 2011
<a href="#">Relatório Sintético: Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária</a>	Junho de 2011

As publicações acima se encontram nos sites da Fitch: [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) e [www.fitchratings.com.br](http://www.fitchratings.com.br)  
Fonte: Fitch

---

Apêndice A: Comparação entre Pares

Tabela de Comparação

	2011-261	2011-247	2011-255	2011-253	2011-242	2011-233	2011-224	2011-217	2009-130
Rating	A-(bra)	A-(bra)	A-(bra)	A-(bra)	A(bra)	A(bra)	A(bra)	A(bra)	A(bra)
Saldo Devedor da Carteira (BRL)	35.418.578	14.576.798	50.782.756	26.496.188	20.695.051	21.019.717	13.140.902	13.715.945	27.093.160
Reforço de Crédito Inicial	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	11%
Quantidade de Contratos	200	145	437	178	141	137	75	87	265
10 Maiores Tomadores	26%	32%	12%	26%	28%	33%	45%	43%	15%
Maior Estado	63% SP	39% SP	50% SP	66,3% SP	54% SP	60% SP	57% SP	58% SP	58% SP
Maior Originador	51% BM	71% BM	100% BM	76% BM	100% BM	72% BM	75% BM	82% BM	60% BM
LTV Médio Ponderado	50%	42%	48%	49%	42%	51%	45%	51%	54%
Excesso de Spread Bruto	5,12%	5,00%	4,00%	4,50%	6,00%	5,00%	4,40%	N/A	N/A
Perda Base	11,67%	12,00%	5,10%	10,50%	10,30%	12,30%	11,70%	11,90%	12,80%
Seasoning Médio (meses)	4	8	7	4	7	7	4	7	7
Prazo Remanescente Médio (meses)	171	222	179	202	154	211	143	296	172
Taxa dos Contratos (a.a.)	12,84%	13,10%	16,00%	12,50%	17,60%	12,20%	12,90%	11,90%	11,60%
Restrições no Serasa	6%	16%	6%	21%	22%	4%	1%	1%	1%
Atraso superior a 30 dias	15%	16%	12%	6%	10%	14%	0%	20%	6%
Atraso superior a 90 dias	3%	0%	6%	4%	1%	0%	0%	1%	0%
Indexador	IGP-M	IGP-M	Pré	IGP-M	Pré	IGP-M	IGP-M	IGP-M	IGP-M

\* No caso de créditos originados por construtora não é considerado o tempo entre contrato de compra e venda e contrato com alienação fiduciária (após conclusão da obra)

Fonte: Fitch

## Apêndice B: Originação

### Brazilian Mortgages

A Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária (BM) é uma instituição financeira regulada pelo Banco Central do Brasil e opera na originação de financiamentos imobiliários. A BM foi criada em 1999, como primeira companhia hipotecária do país, focada no desenvolvimento e na estruturação de operações financeiras relacionadas ao mercado imobiliário.

Em maio de 2007, foi criada a “BM Sua Casa”, correspondente bancária da BM, com o objetivo de conceder financiamento imobiliário a pessoas físicas.

A BM Sua Casa possui atualmente 72 pontos de venda distribuídos pelo país, com exceção da Região Norte. Por atender a critérios do Banco Central, os empréstimos concedidos pela BM são efetuados somente após a entrega de rigorosa documentação. Nos últimos meses, o volume médio de contratos originados pela BM Sua Casa passou dos BRL30 milhões e apresentou crescimento expressivo. Este crescimento está fortemente atrelado à expansão dos negócios da empresa, já que não houve alterações em sua política de concessão de crédito nos últimos anos.

### Crítérios para Concessão de Crédito

Toda avaliação de crédito é realizada no escritório da BM, em São Paulo. As lojas são responsáveis pela originação e pelo fornecimento das informações necessárias à análise de cada contrato, que são então digitalizadas na própria loja. A documentação física é encaminhada ao escritório, e a liberação dos recursos é feita somente após a checagem dos documentos enviados. Uma vez recebida a requisição para aprovação de novo contrato, cada analista faz sua recomendação para aprovação do crédito, e estas são posteriormente supervisionadas e aprovadas pelo diretor responsável. Os critérios de originação são:

- LTV Máximo: 80% residencial, 70% comercial, 50% refinanciamento;
- Prazo máximo: 360 meses para IGP-M e TR / 240 meses para taxa fixa;
- Prazo do contrato mais idade do tomador inferior a 75 anos;
- Comprometimento máximo de renda: 30%;
- Alienação fiduciária em todos os casos;
- Checagem em órgãos de restrição de crédito (restrições analisadas caso a caso)

Apêndice C: Sumário da Transação

**Brazilian Securities Companhia de Securitização**

Brasil/RMBS

**Estrutura de Capital**

Classe/Série	Rating	Perspectiva	Montante (BRLmi)	Reforço de Crédito	Taxa de Juros	Frequência de Pagamento	Vencimento Final	ISIN
2011-261	A-(bra)	Estável	31.876.721	10%	8% a.a.	Mensal	Out/41	BRBSCSRI6S8
2011-262	NA	NA	3.541.858	-	44,8125% a.a.	Mensal	Out/41	BRBSCSRI6T6
<b>Total</b>			<b>35.418.578</b>					

**Informações Relevantes**

<b>Data de emissão</b>	20 de outubro de 2011	<b>Participantes</b>	
<b>País/Ativo</b>	Brasil / RMBS	<b>Emissor</b>	Brazilian Securities
<b>País/SPE</b>	Brasil	<b>Originadores/Cedentes</b>	Diversos
<b>Estrutura</b>	Pass-Through sem revolvência	<b>Agente Fiduciário</b>	Oliveira Trust DTVM S.A.
<b>Analistas</b>	Juliana Ayoub +55 (11) 4504-2200 Robert Krause +55 (11) 4504-2211	<b>Agente de Cobrança</b>	FPS Negócios Imobiliários Ltda.
		<b>Banco Arrecadador</b>	Banco Itaú Unibanco S.A.
		<b>Coordenador Líder</b>	XP Investimentos CCTVM S.A.

**Sumário**

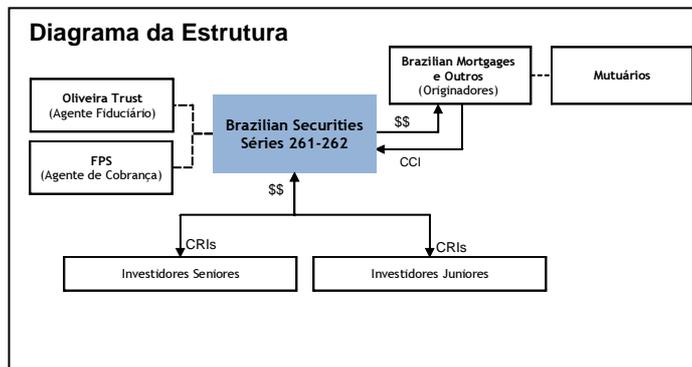
**Fundamentos dos Ratings**

**Inadimplência:** De acordo com informações recebidas pela Fitch, e desconsiderando parcelas saltadas, até 27 de dezembro de 2011 14,6% da carteira estava inadimplente há mais de 30 dias, sendo 3,1% acima de 90 dias. A agência considera estes índices elevados, o que, juntamente ao baixo prazo decorrido dos contratos, de quatro meses, indica certa dificuldade de pagamento por parte dos tomadores. Este fator foi considerado na análise e foi compensado por um elevado potencial de recuperação, dado o valor médio de dívida em relação à garantia de 50%.

**Reforço de Crédito e Alocação dos Recursos:** A 261ª série de CRIs (CRI sênior) possui reforço de crédito inicial de 10%, na forma de sobrecolateralização. Este reforço é adequado para o rating 'A-(bra)', tendo em vista o perfil da carteira e, principalmente, a estrutura da operação, que conta com vários gatilhos que buscam proteger o CRI sênior da deterioração do colateral e da concentração excessiva. Estes mecanismos, quando acionados, alteram a ordem de alocação de recursos de *pro rata* para sequencial (*turbo*), suspendendo de forma temporária a amortização dos CRIs subordinados.

**Descasamento de Juros Limitado:** A operação apresenta descasamento de índices e juros entre os CRIs e os recursos mantidos nos fundos de reserva, que serão investidos principalmente em certificados de depósitos bancários (CDBs) de bancos de primeira linha. Na modelagem dos fluxos de caixa, a Fitch assume que os juros pagos sobre os CDBs serão muito inferiores ao rendimento dos CRIs.

**Diagrama da Estrutura**



Os Ratings Nacionais de Longo Prazo acima foram solicitados pelo, ou em nome do, emissor, e, portanto, a Fitch foi compensada pela avaliação dos ratings.

TODOS OS RATINGS DE CREDITO DA FITCH ESTAO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITACOES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). AS DEFINIÇÕES E TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDADE, CONFLITOS DE INTERESSE; SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL) DE AFILIADAS, COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA".

Copyright © 2011 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telefone:

1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter seus ratings, a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e *underwriters* e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch executa uma pesquisa razoável das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, na medida em que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emitente esteja localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir seus ratings, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e predições sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

As informações neste relatório são fornecidas "tal como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião se apoia em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhuma classificação é de responsabilidade exclusiva de um indivíduo, ou de um grupo de indivíduos. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser modificados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe honorários de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e *underwriters* para avaliar os títulos. Estes honorários geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante o pagamento de uma única taxa anual. Tais honorários podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, a pesquisa da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.