



data da ação de rating  
**05 de setembro de 2017**

vigência do rating  
**fevereiro de 2018**

\* Uma classificação SR Rating constitui opinião independente sobre a segurança da obrigação em análise, não representando, em qualquer hipótese, sugestão ou recomendação de compra ou venda. Todos os tipos de obrigação, mesmo quando classificados na categoria de investimento de baixo risco, envolvem um certo nível de exposição ao *default*. Decisões de compra e venda dependerão sempre do cotejo entre risco e retorno esperados pelo próprio investidor. A presente classificação buscou avaliar exclusivamente o risco de *default* da obrigação, segundo confiáveis fontes de informação disponíveis. A SR Rating não assume qualquer responsabilidade civil ou penal por eventuais erros de avaliação atuais ou mudanças supervenientes, ou ainda, por frustração do retorno financeiro esperado.

#### SR Rating Prestação de Serviços Ltda.

contato: Robson Makoto Sato  
robson@srrating.com.br

Rua James Joule, 92 – Cidade Monções – 04576-080 – São Paulo – SP – Brasil

telefone: +55 11 3053.0002

www.srrating.com.br

monitoramento de rating de operação estruturada\*

## Brazilian Securities Cia de Securitização

340ª série da 1ª emissão de CRI | lastro STAN e ALLIANZ

nota global: **BBB-SR (o.e.)**

equivalência "br": **brAA- (o.e.)**

O Comitê de Classificação da SR Rating atribui as notas acima descritas, denotando risco módico. No âmbito local e no prazo analisado, a qualidade de crédito muito boa e a vulnerabilidade é baixa a riscos por fatores internos ou do macroambiente.

Os principais fatores a serem considerados na atual classificação decorrem da manutenção da relação locatícia entre

a STAN (locadora) e a ALLIANZ (locatária) em processo de securitização de fluxo futuro lastreado em contrato, sem a presença de descasamentos teóricos de prazo e de taxas, restando evidente o risco de crédito associado a ambas as companhias, considerado módico, dado o suporte e solidariedade no pagamento das obrigações pecuniárias do CRI. Apesar do não repasse para o valor do aluguel da integralidade da variação inflacionária correspondente (revisional do contrato de locação) e devidamente coberta pela STAN, houve amortização antecipada, reequilibrando-se, portanto, o lastro. Não obstante, para fazer frente ao risco de mercado, em hipótese não provável de rescisão contratual, há elementos garantidores acrescidos de multas contratuais que juntas confeririam uma cobertura equivalente a 27 parcelas mensais do CRI. Não resta na operação risco de construção, e está alienado fiduciariamente o imóvel à emissão.



a STAN (locadora) e a ALLIANZ (locatária) em processo de securitização de fluxo futuro lastreado em contrato, sem a presença de descasamentos teóricos de prazo e de taxas, restando evidente o risco de crédito associado a ambas as companhias, considerado módico, dado o suporte e solidariedade no pagamento das obrigações pecuniárias do CRI. Apesar do não repasse para o valor do aluguel da integralidade da variação inflacionária correspondente (revisional do contrato de locação) e devidamente coberta pela STAN, houve amortização antecipada, reequilibrando-se, portanto, o lastro. Não obstante, para fazer frente ao risco de mercado, em hipótese não provável de rescisão contratual, há elementos garantidores acrescidos de multas contratuais que juntas confeririam uma cobertura equivalente a 27 parcelas mensais do CRI. Não resta na operação risco de construção, e está alienado fiduciariamente o imóvel à emissão.

**A emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários** | a Brazilian Securities Cia de Securitização S.A. emitiu em março de 2014, CRI em série única no valor de R\$ 39,54 milhões e prazo de 120 meses. A remuneração aplicável é de IGP-M acrescido de 7,75% ao ano, em pagamentos mensais. **Conforme relatório de Agente Fiduciário e informações da companhia securitizadora, todas as obrigações até a presente data foram liquidadas pontualmente.**

Como garantia oferecida aos investidores, destaca-se a presença de alienação fiduciária do imóvel, conta reserva e fundo de sobregarantia, contrato de locação tampão e fiança assumida pela cedente. Os CRI's também contam com regime fiduciário e administração de patrimônio em separado.

**SWOT de riscos** | no presente rating da operação estruturada são considerados, em suma, os seguintes fatores relevantes:



**Informações relevantes para o monitoramento** | este **monitoramento semestral** considerou as seguintes informações atualizadas (data base em 17 de agosto de 2017):

SALDO DEVEDOR DA EMISSÃO: R\$ 19,22 milhões

SALDO DA CONTA RESERVA E DO FUNDO DE SOBREGARANTIA: R\$ 3,75 milhões

PRAZO REMANESCENTE: 79 meses

OUTROS EVENTOS RELEVANTES: nenhuma informação relevante no semestre.

**Imóvel objeto** | A Torre III do Condomínio WTorre Nações Unidas faz parte de um complexo com mais duas torres na cidade de São Paulo - SP. Este edifício foi entregue em 2013 e possui 15 andares no total, 643 vagas no estacionamento, fácil acesso às principais vias da cidade, além de ser servida por completa rede de transporte público (CPTM, Metro e redes urbanas e metropolitanas de ônibus).

Inicialmente, a Stan possuía uma participação de 3,31% na SPE Eugênio de Medeiros, que era a empresa detentora de 100% deste empreendimento. Em dezembro de 2013, ocorreu uma cisão da SPE, que passou a ser proprietária de apenas 14,58% do empreendimento, o que representa uma área de 3.597 m<sup>2</sup>. A Stan após a cisão comprou a participação de 11,27% no imóvel da Negótio.

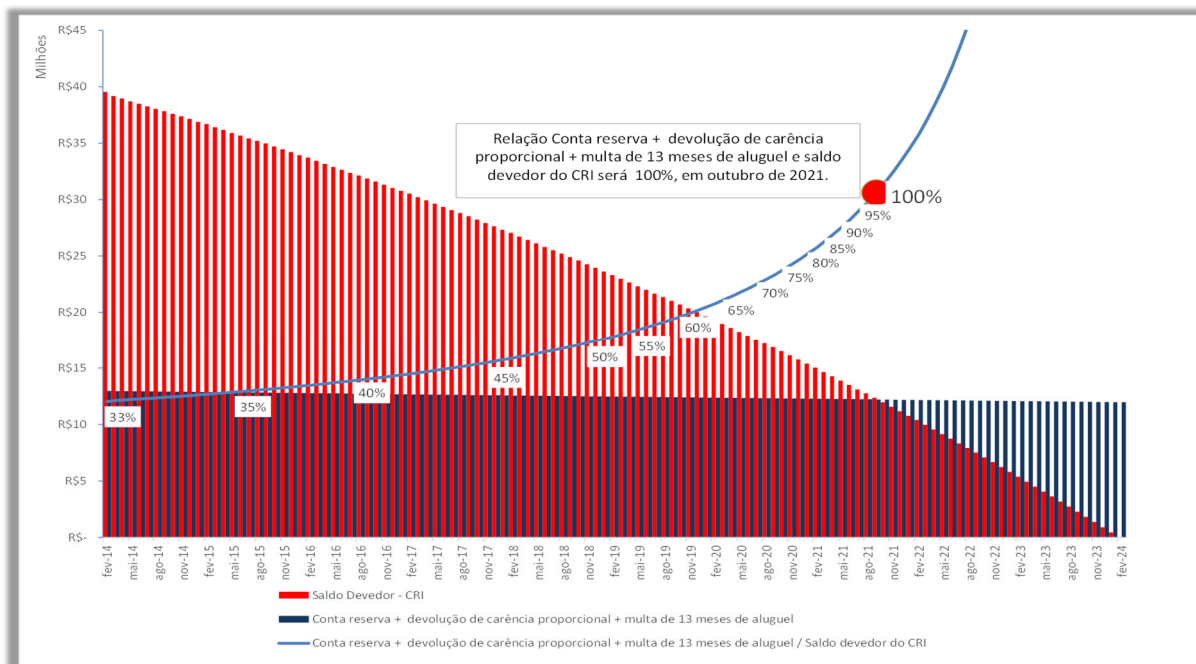
Em novembro de 2012, as lajes objeto foram locadas para a Allianz. E, atualmente, o valor do aluguel mensal da área de 3.597 m<sup>2</sup> é de R\$ 523,6 mil, sendo R\$ 145,56 por m<sup>2</sup> (valor reajustado em janeiro de 2015).

**Fluxo da operação** | Trata-se de uma emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários lastreados no contrato de locação entre a Eugênio de Medeiros (17% pertencente à STAN) e a ALLIANZ, pelo prazo de 10 anos, cujos pagamentos iniciaram-se em maio de 2014. Ressalta-se que o contrato de locação tem prazo superior, de 15 anos, e diversas cláusulas de proteção quanto a sua rescisão, mormente caracterizado pela multa equivalente a 13 meses de locação ou aviso prévio de 12 meses acrescidos de multa de 1 locação mensal, bem como da devolução da carência, quer seja em caso de aplicação de revisionais ou de rescisão, considerando que o início de vigência do contrato foi 01 de janeiro de 2013. Desta forma, a emissão tem como base, uma vez que o imóvel já se encontra pronto e ocupado pela locadora, o risco de crédito direcionado à ALLIANZ. Ainda, em seu curso normal, há o fundo de reserva, em montante equivalente a 2 aluguéis, e haverá a constituição de um fundo de sobregarantia, que apropriará a diferença entre o valor de locação e o valor pecuniário dos CRI's, em montante máximo equivalente a 12 parcelas.

Não obstante a emissão ter longo período atrelado ao risco ALLIANZ, em caso de rescisão poder-se-ia estar a mesma exposta a riscos do mercado imobiliário, quer seja pela apropriação em tempo hábil da garantia de alienação fiduciária dos imóveis alvo da locação, quer seja pela necessidade de relocação das unidades imobiliárias em valores, prazos e risco de créditos compatíveis. Para tanto, não excluindo tais alternativas, a emissão conta com um "contrato de locação tampão", que redireciona a locação à STAN em caso de ausência da ALLIANZ no papel de locadora, bem como fica também a controlada da STAN qualificada como fiadora de todas as obrigações decorrente do crédito cedido. Desta forma, subsidia-se a emissão secundariamente ao risco de crédito da STAN.

A parcelas das obrigações mensais do CRI foram calculadas partindo de 95% da mensalidade de aluguel com descontos de despesas recorrentes do certificado. Assim, incluindo a aplicação teórica das garantias acima descritas, destaca-se que, em caso de rescisão contratual, o saldo devedor do CRI já seria quitado com o valor da conta reserva, da devolução proporcional dos pagamentos do período da carência e da multa de 13 aluguéis, em caso de não aviso prévio, a partir de outubro de 2021, sem a necessidade de relocação. Houve revisional no contrato, sendo necessária recomposição por parte da locadora para equilíbrio da diferença imputada ao lastro, tendo ocorrido devidamente. Posteriormente, houve amortizações antecipadas em 2017, de forma a inexistir qualquer descasamento a partir de então, e gerando uma perspectiva de redução da *duration* apresentada em caso de utilização do excedente.

**SALDO DEVEDOR DO CRI vs. CONTA RESERVA, DEVOUÇÃO DE CARÊNCIA PROPORCIONAL e MULTA (CURVA INICIAL)**



**STAN Desenvolvimento Imobiliário** | A Stan Desenvolvimento Imobiliário atua no mercado imobiliário há 70 anos nos segmentos residenciais e comerciais de alto padrão, principalmente no Estado de São Paulo.

A Stan é controlada pela família Neuding, através dos sócios André Victor Neuding, Stefan Neuding Neto e André Neuding Filho. Destaca-se que a holding do grupo familiar, a Stan Empreendimentos e Participações Ltda., se tornará a controladora da cedente do contrato de locação, a Eugênio de Medeiros Empreendimentos Imobiliários SPE, e a mesma será responsável pelo pagamento do aluguel em caso de eventual rescisão contratual em um prazo que perdure tempo superior a 24 meses.

Em termos de investimentos, a STAN apresentou apenas 2 lançamentos imobiliário ao final do ano e, assim, apresentou um módico crescimento em seu volume de investimentos em dezembro de 2016, para R\$ 172,9 milhões em participações em empreendimentos. Os resultados advindos desses investimentos somam aproximadamente R\$ 9,9 milhões em 2016, representando uma rentabilidade anualizada de cerca de 5,8%.

A STAN é uma empresa robusta, com R\$ 61 milhões de patrimônio líquido, que representa aproximadamente 30% do ativo total, em contrapartida de um endividamento financeiro baixo, de menos de R\$ 5,06 milhões, em dezembro de 2016.

**ALLIANZ SEGUROS S.A.** | O Grupo Allianz no mundo é um dos maiores no ramo segurador, estando presente em mais de 70 países, com mais de 80 milhões de clientes. A divisão de investimentos tem sob sua gestão cerca de € 1,4 trilhão, com participação em 1.170 companhias.

A Allianz Seguros S.A., empresa brasileira e locatária nesta emissão, atua no ramo segurador no Brasil desde 1997, com a aquisição do grupo francês AGF, que por sua vez já atuava localmente há mais de 100 anos. O controle societário é exercido pela matriz alemã, que por sua vez tem seu capital todo em *free float*.

A estrutura da seguradora conta com 1.400 funcionários, 14.000 corretores de seguros e 51 filiais. Nessa trajetória de crescimento, o grupo investiu estrategicamente em sua sede, composta pelo imóvel em questão nesta emissão de CRI, desde janeiro de 2013, contando com um espaço exclusivo, e investindo cerca de R\$ 50 milhões. Atualmente, possui cerca de 1,3 milhão de clientes atendidos.

O desempenho recente da seguradora foi marcado por um contingenciamento tecnológico-operacional em 2014, que provocou forte queda no nível de atividade, com redução muito expressiva nos prêmios, e forte déficit da atividade de seguros, ainda não compensada, como habitualmente ocorre no setor, pelos resultados financeiros e patrimoniais. Por consequência, o nível de sinistralidade elevou-se exageradamente, bem como o índice combinado situou-se acima dos 100%. Houve ligeira melhora em 2015, não mantendo a trajetória positiva em 2016, quando foram verificados alguns aprofundamentos dos resultados negativos. Já em 2017, no resultado até junho, houve continuidade do crescimento de prêmios e readequação da sinistralidade e eficiência operacional, melhorando boa parte dos indicadores, mas ainda mantendo prejuízo contábil recorrente.

Desde o momento da contingência operacional e da crise econômica brasileira, a Allianz, para fazer frente a esta situação, continuou a incrementar sua robustez patrimonial, com sucessivos aumentos de capital. Assim, incrementou-se entre 2015 e 2017 cerca de R\$ 700 milhões em capital. Assim, além de cobrir o déficit, elevou-se também o volume de provisões técnicas, que atingiu R\$ 3,8 bilhões, equivalente a aproximadamente 137,5% dos prêmios ganhos anualmente.

**ALLIANZ SEGUROS S.A.**

(R\$ Milhões)

**DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS**

Período	Produção			(a)			Resultado Financeiro (RF)	Resultado Patrimonial (RP)	Lucro Líquido (LL)	Dividendos Acionista	(b)		(c)		(e)
	Prêmios Retidos (PR)	Variação PR	%	Prêmios Ganhos (PG)	Variação PG	%					UW	Ganho (Perda)	UW	Sinistralidade	
2013	R\$ 3.463,1	n/d	n/d	R\$ 3.372,5	n/d	n/d	R\$ 156,2	R\$ 12,3	R\$ 82,1	n.a.	64,2%	29,3%	93,5%	88,5%	
2014	R\$ 3.030,2	-12,5%	-10,8%	R\$ 3.006,9	-10,8%	-10,8%	R\$ 207,2	(R\$ 202,44)	(R\$ 382,83)	n.a.	89,5%	36,6%	126,1%	125,9%	
2015	R\$ 2.431,7	-19,8%	-5,9%	R\$ 2.828,2	-5,9%	-5,9%	R\$ 168,1	(R\$ 154,02)	(R\$ 327,72)	n.a.	74,8%	37,0%	111,8%	111,3%	
2016	R\$ 2.719,1	11,8%	-13,0%	R\$ 2.461,5	-13,0%	-13,0%	R\$ 210,3	(R\$ 0,99)	(R\$ 556,52)	n.a.	80,3%	40,5%	120,8%	112,3%	
Jun-17	R\$ 1.396,9	2,7%	13,3%	R\$ 1.394,6	13,3%	13,3%	R\$ 111,8	(R\$ 24,96)	(R\$ 32,52)	n.a.	56,7%	34,7%	91,4%	85,1%	

**BALANÇO PATRIMONIAL**

Período	Ativos					Passivo & Patrimônio Líquido							
	(f)					(g)					(i)		
	Títulos renda fixa	Títulos renda var.	Outras Aplicações	Imobilizado	Disponível	Participações Controladas	Total de Investimentos	Total Ativos	Provisões não Comprometidas	Provisões Técnicas a liquidar		Patrimônio Líquido	
2013	74,4%	0,2%	0,0%	4,3%	0,3%	8,7%	R\$ 1.940,2	R\$ 5.399,0	R\$ 1.893,7	R\$ 1.387,5	R\$ 159,5	R\$ 877,4	n.a.
2014	88,3%	0,2%	0,0%	3,8%	0,3%	7,5%	R\$ 1.722,8	R\$ 6.740,0	R\$ 1.938,8	R\$ 1.858,0	R\$ 259,5	R\$ 846,2	n.a.
2015	77,0%	9,2%	0,0%	3,2%	0,2%	10,3%	R\$ 1.898,5	R\$ 5.778,8	R\$ 1.541,6	R\$ 1.962,9	R\$ 334,2	R\$ 916,9	n.a.
2016	87,2%	0,1%	0,0%	2,4%	1,3%	9,0%	R\$ 2.132,0	R\$ 5.722,0	R\$ 1.780,0	R\$ 1.823,0	R\$ 465,3	R\$ 748,9	n.a.
Jun-17	87,8%	0,2%	0,0%	2,2%	0,7%	9,1%	R\$ 2.182,3	R\$ 5.564,1	R\$ 1.788,5	R\$ 1.631,5	R\$ 414,8	R\$ 887,4	n.a.

**INFORMAÇÕES FINANCEIRAS**

Período encerrado 31/dez	Capitalização			Principais Indicadores Financeiros & Operacionais			Mix de Produtos						
	Liquidez Absoluta	Coefficiente de Participação dos Acionistas	Coefficiente de Retenção	(j)	(k)	(l)	(m)	(n)	(o)	(p)	(q)	(r)	(s)
2013	68,2%	16,3%	n.a.	n.a.	384,4%	102,0%	8,7%	190,3%	15,0%	9,4%	n/d	n/d	n/d
2014	39,8%	12,6%	n.a.	n.a.	355,3%	134,9%	0,3%	-54,1%	52,9%	-45,2%	n/d	n/d	n/d
2015	51,2%	15,9%	n.a.	n.a.	308,5%	135,7%	0,8%	-51,3%	47,0%	-35,7%	n/d	n/d	n/d
2016	62,1%	13,1%	n.a.	n.a.	328,7%	165,3%	10,4%	-37,8%	0,2%	-74,3%	n/d	n/d	n/d
Jun-17	71,2%	15,9%	n.a.	n.a.	314,3%	137,5%	8,0%	-343,8%	76,8%	-7,9%	n/d	n/d	n/d

**Matriz de riscos** | a matriz de risco abaixo, pontua a exposição e intensidade do presente rating aos riscos em evidência.

<p><b>RISCO MACROECONÔMICO</b></p>	<p><b>EXPOSIÇÃO ALTA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* longuíssimo prazo.</li> <li>* economia como viés correlacionado ao desempenho do setor securitário e imobiliário</li> </ul>	<p><b>INTENSIDADE MÉDIA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* setor securitário tem apresentado boa resiliência às crises macroeconômicas recentes.</li> </ul>
<p><b>RISCO INSTITUCIONAL</b></p>	<p><b>EXPOSIÇÃO MÉDIA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* risco político.</li> <li>* risco regulatório.</li> </ul>	<p><b>INTENSIDADE BAIXA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* baixo intervencionismo no setor securitário.</li> <li>* regulação prudencial benéfica nos últimos anos.</li> </ul>
<p><b>RISCO DE MERCADO</b></p>	<p><b>EXPOSIÇÃO MÉDIA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* setor securitário.</li> <li>* setor imobiliário.</li> </ul>	<p><b>INTENSIDADE BAIXA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* ao setor securitário, aplica-se a pouca razoabilidade atual de quebra deste contrato de locação, por ser despesa operacional da sede do grupo no Brasil.</li> <li>* ao atual e elevado risco de mercado imobiliário, trata-se de imóvel com contrato de locação atípica, com cláusulas defensivas e acúmulo de outras sobregarantias.</li> </ul>
<p><b>RISCO FINANCEIRO</b></p>	<p><b>EXPOSIÇÃO MÉDIA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* receitas previsíveis, porém com altíssima concentração de risco de crédito.</li> <li>* possibilidades de rescisão e descontinuidade.</li> <li>*riscos de descasamentos</li> </ul>	<p><b>INTENSIDADE MÉDIA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* robustez do locatário e do fiador, bem como fortes elementos garantidores da emissão.</li> <li>* ausência de descasamentos teóricos, porém dependente da manutenção dos riscos de crédito aqui envolvidos.</li> </ul>

**Perspectivas das notas** | as notas atribuídas possuem **perspectiva estável**, tendo a alteração pautada, sobretudo em decorrência dos seguintes fatores: (i) rescisão contratual do contrato de locação, sem a devida substituição a tempo e em condições creditícias semelhantes; (ii) alterações significativas ou continuidade de uma trajetória negativa, que impactem na percepção de risco de crédito da locatária e da fiadora, no lastro da emissão; (iii) alterações no ambiente institucional, político ou regulatório que altere de forma superveniente a atividade dos agentes envolvidos ou da emissão de CRI; e (iv) contingenciamentos, sobretudo aqueles relacionados à atividade da locatária e ou ao imóvel objeto.

(página intencionalmente deixada em branco)

### informações sobre o processo de análise

- ♦ As notas foram atribuídas pelo Comitê de Classificação de Risco da SR Rating.
- ♦ Esta avaliação foi realizada em consonância com a metodologia de classificação de riscos de Certificados de Recebíveis Imobiliários e riscos de capacidade de pagar apólice (risco corporativo de seguradoras), cuja versão mais recente é datada de 30 de julho de 2015, devidamente validada pelo Comitê de Classificação da SR Rating.
  - ♦ A SR Rating não atesta e nem audita qualquer informação utilizada neste trabalho, a despeito do cuidado e criticidade empenhados sobre as mesmas, no intuito de prover a maior qualificação possível nas análises. Nossas fontes de informações foram: (i) relatório de acompanhamento da emissão de CRI emitido pela companhia securitizadora; (ii) informações públicas da Allianz Seguros S.A.; e (iii) informações corporativas prestadas pela STAN Desenvolvimento Imobiliário.
  - ♦ Conforme Resolução CVM nº 521 / 2012, e conforme previsto nas regras e procedimentos da SR Rating, informamos que não houve qualquer indício de conflitos de interesse, presentes ou potenciais, neste processo de atribuição de classificação de risco.
  - ♦ Na qualidade de contratante, a Stan Desenvolvimento Imobiliário, isolada ou em conjunto com qualquer outra entidade vinculada a ela, não possui qualquer outro relacionamento de prestação de serviços com a SR Rating.

### histórico da classificação de risco

- ♦ Em 18 de março de 2014, foi emitido o relatório definitivo desta emissão de CRI.
- ♦ Em 15 de setembro de 2014, 10 de março de 2015, 15 de setembro de 2015, 29 de fevereiro de 2016, 8 de setembro de 2016 e 19 de maio de 2017 foram disponibilizados os respectivos relatórios de monitoramento, sem qualquer contestação ou observação relevante.
- ♦ Em 05 de setembro de 2017, foi disponibilizado o relatório de monitoramento em vigor, não havendo qualquer alteração substancial desde então.

Recomendamos que os leitores acessem nosso website ([www.srrating.com.br](http://www.srrating.com.br)) para maiores informações sobre as notas classificatórias, seus alcances e limitações, bem como sobre as metodologias e procedimentos.



Copyright©2017 SR Rating Prestação de Serviços Ltda.