

RMBS/Brasil
Relatório AnalíticoBrazilian Securities Companhia de
Securitização

Série 2011-224

Analistas

Finanças Estruturadas

Juliana Ayoub
55 11 4504-2200
juliana.ayoub@fitchratings.comRobert Krause
55 11 4504-2211
robert.krause@fitchratings.com

Instituições Financeiras

Pedro Gomes
55 11 4504-2600
pedro.gomes@fitchratings.com

Pesquisa Relacionada

Metodologia

- "Critério de Avaliação para RMBS no Brasil", 24 de outubro de 2007;
- "Rating Criteria for RMBS in Latin America", 17 de março de 2011;
- "Global Structured Finance Rating Criteria", 16 de agosto de 2010.

Outra Pesquisa

- "Relatório Sintético: Brazilian Securities Companhia de Securitização", 13 de junho de 2011;
- "Relatório Sintético: Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária", 13 de junho de 2011.

Sumário

Resumo da Transação.....	1
Principais Fundamentos do Rating....	1
Análise de Dados e Modelagem.....	2
Análise de Colateral.....	4
Estrutura Financeira e Modelagem de Fluxo de Caixa.....	6
Estrutura Legal.....	9
Riscos de Contrapartes.....	10
Monitoramento.....	10
Apêndice A: Principais Originadores.....	11
Apêndice B: Resumo da Transação....	13

Rating

Classe/Série	Montante (BRL MM)	Vencimento Final Legal	Rating	Reforço de Crédito Inicial ¹	Perspectiva
Série 2011-224	11,82	Fev/2031	'A(bra)'	10,0%	Estável
Série 2011-225	1,31	Fev/2031	NA	- -	--
Total da Emissão	13,14				

NA - Não Avaliada.

¹Reforço de crédito na forma de sobrecolateralização (calculado através da representatividade dos ativos que excedem o saldo devedor da série sênior).

Resumo da Transação

A Fitch Ratings atribuiu o Rating Nacional de Longo Prazo 'A(bra)' à 224ª série da primeira emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) da Brazilian Securities Companhia de Securitização (BS). Esta operação consiste na securitização de uma carteira de 75 contratos de crédito imobiliário originados pela Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária (BM), pela Rossi Residencial S.A. (Rossi) e por outras três construtoras e incorporadoras. Paralelamente à 224ª série, foi emitida a 225ª série, a ela subordinada. As séries foram emitidas em 20 de abril de 2011 e totalizam BRL13.140.769,20.

O rating atribuído reflete a expectativa de pagamento integral do principal investido, corrigido pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) e acrescido de juros de 8,1% ao ano, até o vencimento final da transação, em 20 de fevereiro de 2031.

Principais Fundamentos do Rating

- **Alta Concentração** — A carteira possui elevada exposição a um pequeno número de devedores. Além de concentrada, apresenta distribuição desigual do montante de créditos - o valor médio para os dez maiores tomadores é de BRL590 mil e para os dez menores, de BRL34 mil. Em 29 de junho de 2011, os dez maiores tomadores representavam 45% do saldo total da carteira. Como resultado, a volatilidade em função das inadimplências é consideravelmente maior, e poderá se refletir em falta de liquidez em alguns períodos. A Fitch estima que carteiras concentradas como esta possuem volatilidade dez a vinte vezes maior do que carteiras mais pulverizadas, com cerca de trezentos contratos. Além disso, a agência entende que o sucesso no processo de execução em carteiras concentradas é mais incerto, uma vez que grande parte do montante que lastreia a operação fica exposta a riscos específicos, como a desvalorização acentuada em um único empreendimento ou uma ação que impeça a execução da garantia. Desta forma, com o objetivo de mitigar estas questões, a operação conta com um gatilho de limite de concentração que altera a ordem de alocação de recursos de *pro rata* para sequencial, de forma a aumentar o reforço de crédito disponível aos investidores seniores.

- **Perfil da Carteira** – A carteira apresenta pontos positivos, como baixo índice de *Loan-to-Value* (LTV; razão entre a dívida e o valor do imóvel) médio de 45%; comprometimento de renda (DTI) verificado abaixo de 30% (limite para créditos originados pela BM) em 75% dos contratos; ausência de créditos inadimplentes por mais de trinta dias na data de cessão; e apenas um crédito com apontamento no Serasa, ainda assim, irrelevante. Em contrapartida, os créditos possuem prazo decorrido (*seasoning*) médio ponderado de quatro meses, o que é considerado baixo e dificulta a análise do comprometimento e da capacidade de pagamento dos tomadores com o financiamento. Além disso, por terem como indexador o IGP-M, as parcelas dos contratos poderão apresentar maior volatilidade em comparação com os créditos ajustados pela Taxa Referencial (TR) ou prefixados.
- **Reforço de Crédito** – A 224ª série de CRIs (CRI sênior) possui reforço de crédito inicial de 10,0%, na forma de sobrecolateralização. Este reforço é adequado para a categoria de rating 'A(bra)', tendo em vista o perfil da carteira e, principalmente, a estrutura da operação.

No curso normal da operação, a alocação dos recursos será realizada de forma *pro rata*. Nela, após o pagamento das despesas, o fluxo de caixa advindo dos créditos é dividido entre os investidores seniores e juniores na mesma proporção da estrutura de capital inicial, respeitando-se um valor mínimo de amortização do CRI sênior antes da distribuição. Na ocorrência de certos eventos que expõem o CRI sênior a um risco maior, foram estabelecidos gatilhos que visam a proteger o recebimento dos recursos por parte do investidor sênior, através de alteração na ordem de pagamentos para sequencial (turbo), de *pro rata*.

- **Descasamento de Juros Limitado** – Os créditos imobiliários e os CRIs são corrigidos pelo IGP-M em base mensal. Portanto, não há descasamento de índices de correção monetária. Contudo, haverá 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 significativamente inferiores ao rendimento dos CRIs, o que implica um custo de carregamento negativo.
- **Integridade da Estrutura Jurídica** – A Fitch recebeu um parecer legal que atesta que uma eventual insolvência do originador ou da securitizadora não deverá afetar a integridade dos CRIs ou a titularidade das garantias neles constituídas.

Análise de Dados e Modelagem

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-base da carteira através da matriz de perda bruta e de ajustes que refletem as características individuais dos créditos, e também para simular comportamentos adversos da carteira, a fim de verificar o grau de estresse suportado em relação ao reforço de crédito disponível e à estrutura de alocação de recursos apresentada.

Análise de Dados e Modelagem de Perdas

A Fitch recebeu da BS o detalhamento dos 75 contratos selecionados para a operação, com data-base de 29 de junho de 2011. Dentre as características destacam-se saldo devedor; prazo decorrido e histórico 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). O comprometimento de renda não foi disponibilizado, mas a Fitch considerou 30% como teto para os créditos originados pela BM, valor enfatizado pelo emissor. O *seasoning* indicado pela BS para os financiamentos de construtoras não considera possíveis prazos decorridos entre a data do contrato do compromisso de compra e venda e a do contrato de financiamento com alienação fiduciária com o mesmo cliente. Estes contratos, porém, representam um quarto da carteira.

O modelo de cálculo de perda bruta da Fitch utiliza como base os índices de LTV e de DTI de cada crédito e os associa à matriz de perda, disponível no *Critério de Avaliação para RMBS no Brasil*. A agência assumiu uma postura conservadora em relação à expectativa de perda bruta para contratos de refinanciamento originados pela BM, que representam cerca de um quarto da carteira. Como este tipo de crédito apresenta limitado histórico de performance, a agência tem ajustado a perda-base para o dobro do esperado de um financiamento imobiliário residencial com LTV igual. Por outro lado, os contratos de refinanciamento se beneficiam de um LTV médio baixo, o que reduz significativamente a perda-base inicial (antes do ajuste) dos contratos em comparação com um financiamento imobiliário comum, que normalmente tem índice de LTV maior.

Outros detalhes sobre a análise da perda bruta da carteira estão na seção *Análise do Colateral*.

Para 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 utilizados como garantia (*market value declines* - MVD) e sobre as despesas de execução. Além disso, foram estimados os prazos de recuperação em um ambiente de estresse.

Para o rating 'A(bra)', tendo em vista a elevada concentração, a maior incerteza quanto à eficácia na execução e o aumento considerável de preços no mercado imobiliário nos últimos três anos, a Fitch aplicou um grau de recuperação condizente com uma categoria acima. Foi aplicado um MVD de 44% sobre o valor do imóvel na data de originação do crédito e custos de execução de 34% sobre o valor da propriedade. Com base nos moderados índices de LTV dos créditos, a recuperação média ponderada para créditos executados ficam em 86,41%.

O prazo de cobrança prevê o início do processo de consolidação 125 dias após o primeiro atraso. Este processo pode demorar vários meses, até ser concluído. Para esta carteira, considerando a performance de portfólios semelhantes, foi estimado um prazo de recuperação de 24 meses.

Modelagem dos Fluxos de Caixa

A Fitch utilizou o modelo de fluxo de caixa para RMBS no Brasil para reproduzir cenários de estresse sobre a carteira e simular a alocação de recursos de acordo com a estrutura da operação, a fim de 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*).

Análise do Colateral

Comparação Entre Pares*

	Brazilian Securities 2011-224	Brazilian Securities 2011-217	Brazilian Securities 2008-98	Brazilian Securities 2009-130	Brazilian Securities 2011-219	Brazilian Securities 2011-226
Rating	A(bra)	A(bra)	A(bra)	A(bra)	A+(bra)	A+(bra)
Saldo Devedor da Carteira (BRL)	13.140.902	13.715.945	19.657.856	27.093.160	23.709.529	21.513.041
Reforço de Crédito	10%	10%	11,80%	11%	10%	10%
Número de Contratos	75	87	66	267	153	107
10 Maiores Tomadores	44,6%	43,2%**	41,80%	16%	22,4%**	36,70%
Maior Estado	57% SP	58% SP**	77,5% RJ	58% SP	66,5% SP**	57,2% SP
LTV Médio Ponderado	45,2%	51,0%**	53,4%	54,4%	50,5%**	45,7%
Seasoning Ponderado	4 meses	7 meses**	41 meses	11 meses	7 meses**	5 meses
Prazo Remanescente Ponderado	143 meses	296 meses**	60 meses	171 meses	114 meses**	259 meses
Taxa de Juros Média	12,9%	11,9%**	12% a.a.	11,9% a.a.	12,6%**	12,1% a.a.

*Valores na Data de Emissão; **Valores em maio de 2011

Elaboração: Fitch Ratings

Na data de emissão, a carteira possuía saldo devedor total de BRL13.140.902 e era composta por 75 contratos de crédito imobiliário, devidos por 73 tomadores. Um resumo com as características principais da carteira se encontra na tabela acima. A carteira apresenta concentração geográfica nos Estados de São Paulo (57%) e do Rio de Janeiro (14%), e o valor médio do imóvel é elevado - cerca de BRL500 mil. O LTV médio ponderado da carteira é moderado, de aproximadamente 45%, e há verificação de renda para 75% dos tomadores, com comprometimento de renda limitado a 30%. Na data da emissão, não havia nenhum crédito inadimplente por mais de trinta dias, mas no fechamento de junho 14% estavam inadimplentes há mais de trinta dias e 1,2%, acima de sessenta dias. Como garantia ao recebimento do fluxo, todos os contratos contam com alienação fiduciária em favor dos investidores.

Tipos de Financiamento

A carteira a ser cedida apresenta dois tipos de contratos: de financiamento (42% do total) e de refinanciamento (58% do total). No financiamento, o tomador deseja adquirir um imóvel e, para isso, financia sua aquisição. No refinanciamento, por outro lado, o devedor já possui um imóvel e o fornece como garantia de um empréstimo, desde que o imóvel não tenha, até então, quaisquer gravames.

Todos os contratos de refinanciamento presentes nesta emissão foram originados pela BM. O critério de concessão de crédito utilizado para o refinanciamento está detalhado no *Apêndice A: Principais Originadores*.

Concentração por Devedor

Um risco relevante a ser considerado nas operações de securitização de crédito imobiliário no Brasil é a concentração por devedor. A pulverização desta carteira é bastante restrita, e possui como lastro apenas 75 contratos de crédito imobiliário.

Além de concentrada, a carteira apresenta distribuição desigual do montante de créditos, tendo em vista que o valor médio do financiamento para os dez maiores tomadores é de BRL590 mil, enquanto para os dez menores é de BRL34 mil. Em 29 de junho de 2011, o maior tomador representava 8% e os dez maiores, 45% do saldo total da carteira. Em decorrência disso, a volatilidade devido às inadimplências é significativamente maior, e poderá se refletir em falta de liquidez em alguns períodos. A Fitch estima que carteiras concentradas como esta possuem volatilidade

Concentração por Maiores Devedores

	Saldo Devedor (BRL)	% Total*
Maior	1.106.409,47	8,42%
2 Maiores	2.169.075,69	16,51%
5 Maiores	4.295.241,15	32,69%
10 Maiores	5.864.518,45	44,63%
15 Maiores	7.134.498,09	54,29%
20 Maiores	8.186.498,77	62,30%

*Percentual do saldo devedor dos maiores devedores sobre o saldo devedor da carteira, de BRL13 milhões (em abril de 2011).

Fonte: Brazilian Securities

Elaboração: Fitch Ratings

dez a vinte vezes maior do que carteiras mais pulverizadas, com cerca de trezentos contratos. Além disso, a agência entende que o sucesso no processo de execução em carteiras concentradas é mais incerto, já que grande parte do montante que lastreia a operação fica exposta a riscos específicos, como a desvalorização acentuada em um único empreendimento ou uma ação que impeça a execução da garantia.

A fim de mitigar estas questões, a operação conta com um gatilho de concentração, que altera a ordem de alocação de recursos de *pro rata* para sequencial, de forma a aumentar o reforço de crédito disponível aos investidores seniores. Mais detalhes sobre o funcionamento do gatilho e seus efeitos na modelagem dos fluxos de caixa serão apresentados ao longo deste relatório.

Atualmente, o perfil dos dez maiores mutuários se diferencia do restante da carteira em alguns aspectos. O valor médio ponderado dos imóveis é de BRL1,9 milhão, e metade destes tomadores já possuía estas propriedades. Em outras palavras, o tipo de crédito imobiliário predominante (de forma ponderada) é de refinanciamento, e a procura pelo crédito varia por razões como a consolidação de outras dívidas até a utilização dos recursos como capital para abertura de novos negócios. Oito, ou 80%, dos dez maiores tomadores têm renda comprovada e verificada, sendo que as parcelas representam menos de 30% de seus rendimentos. O LTV, o *seasoning* e o prazo remanescente destes contratos são bastante semelhantes ao resto da carteira, sendo de 48%, quatro e 155 meses, respectivamente. Devido ao fluxo das parcelas, este perfil só deverá mudar no final da operação, quando atingir cerca de 10% do volume original da emissão.

Índices de LTV e DTI

Por meio do índice de LTV, que representa a razão da dívida em relação ao valor do imóvel, pode-se medir o incentivo do tomador em continuar pagando suas parcelas mensais, pois o indicador mostra quanto do empréstimo original já foi quitado.

O LTV médio ponderado da carteira é de 41%. Este percentual é moderado quando comparado ao de outras transações de RMBS 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 75% da carteira é limitado a 30%. Este valor é calculado pela razão entre o valor médio das parcelas, em base mensal, e o rendimento bruto médio mensal familiar. Para os créditos que não foram originados pela BM, não há verificação do comprometimento de renda. Para créditos imobiliários residenciais originados de incorporadoras é comum a ausência de dados referentes ao DTI. Nestes casos, a Fitch ajusta a probabilidade de perda para cima, conforme a matriz publicada na metodologia da agência.

Indexador dos Contratos

Por terem como indexador o IGP-M, as parcelas dos contratos poderão apresentar elevada volatilidade, se estes forem comparados a créditos indexados pela TR ou se forem prefixados. Isto pode prejudicar o planejamento financeiro dos tomadores, o que aumenta a probabilidade de inadimplência em cenários de estresse.

Perda Bruta

Para a estimativa de 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 7,6%. Este valor foi, então, ajustado para refletir outras características da carteira, como apontamentos no Serasa, prazo decorrido, histórico de inadimplência e inadimplência atual, concentração geográfica e indexador dos contratos, dentre outros. O somatório destes ajustes elevou a expectativa de perda bruta para 11,71%.

Recuperação e Perda Líquida

O cálculo da recuperação da dívida é feito com base nos custos legais associados ao processo de retomada; no valor de mercado do imóvel na data de revenda; no índice de LTV médio ponderado; e no tipo de garantia envolvendo os imóveis. Devido ao moderado LTV médio ponderado da carteira, a Fitch estima índices de recuperação elevados para a classificação 'A(bra)'. Como as avaliações dos imóveis são, na maioria dos casos, recentes - e, portanto, incluem os expressivos aumentos dos preços de imóveis no Brasil nos últimos três anos -, e considerando a forte concentração da carteira, a Fitch utilizou um estresse condizente com uma categoria superior à atribuída. Ao aplicar os estresses detalhados na seção *Análise de Dados e Modelagem* deste relatório, a agência calculou uma recuperação média da carteira de 86,4%. Tendo em vista que a estimativa de perda-base é de 11,71%, a perda líquida esperada é de apenas 1,59%, sem considerar o custo de carregamento do imóvel ao longo do prazo de recuperação.

Estrutura Financeira e Modelagem de Fluxo de Caixa

Reforço de Crédito e Excesso de Spread

Os investidores seniores possuem como garantia um reforço de crédito de 10%, calculado através do nível de sobrecolateralização entre o saldo devedor da carteira de créditos imobiliários e o saldo devedor do CRI sênior, de BRL11.826.692,28. Os investidores também podem contar com o excesso de *spread* durante alocação sequencial (*turbo*). Deduzindo despesas operacionais médias de 1,2%, estimadas através de uma ponderação sobre o saldo devedor da carteira, há um excesso de *spread* bruto de cerca de 4,4% ao ano.

Ordem de Prioridade de Pagamentos

As amortizações dos CRIs ocorrerão todo dia 20 de cada mês, ou no primeiro dia útil subsequente, após os dois meses de carência para a amortização de juros e principal do CRI sênior e seis meses de carência dos CRIs juniores, em regime *pro rata*. O prazo de carência visa a acumular caixa (fundos de reserva, despesa e liquidez) para as despesas da operação e cobrir eventuais insuficiências de recursos.

Regime Pro Rata de Amortização

Os recursos provenientes dos pagamentos mensais são depositados em uma conta corrente da securitizadora, domiciliada no Itaú Unibanco S.A. (Banco Itaú). Durante o curso da operação, a Brazilian Securities alocará os recursos de acordo com a seguinte ordem de prioridade de pagamento, respeitados os períodos de carência de cada série:

- Pagamentos de despesas e comissões devidas pelo patrimônio separado;
- Pagamentos de juros referentes aos CRIs seniores;
- Pagamento da amortização mensal do principal dos CRIs seniores;

Excesso de Spread Bruto (Anualizado)

(a) Taxa Média dos Contratos	12,90%
(b) Taxa de CRI Sênior*	7,29%
(d) Despesas Operacionais Estimadas	1,17%
(a-b-c) Excesso de Spread Bruto	4,44%

Elaboração: Fitch Ratings

* - Taxa de Remuneração do CRI vezes porcentagem do CRI do total da emissão

- Pagamentos de juros referentes aos CRIs juniores;
- Pagamento da amortização mensal do principal dos CRIs juniores.

Ao longo da operação poderão ocorrer amortizações extraordinárias, como em caso de antecipação do tomador ou de venda de imóveis retomados. O percentual alocado seguirá a razão inicial da série sênior e subordinada em relação ao lastro. Isto é, 90% desses recursos serão destinados à série sênior e 10%, à subordinada.

Regime Sequencial (Turbo) de Amortização

Em caso de eventos específicos, a ordem de prioridade de pagamentos será alterada do regime *pro rata* para o turbo. Estes eventos incluem, entre outros:

- Falência, procedimento de recuperação judicial e insolvência da BS;
- Não pagamento de despesas, juros e principal dos CRIs seniores em até 15 dias de seu vencimento, havendo disponibilidade de caixa;
- 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:
 - Grau de pulverização inferior a um, sendo que este será 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;
 - Fator de concentração equivalente 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 a data de vencimento dos CRIs;
 - Gatilho de concentração é válido somente após o período de carência de seis meses.
- 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.
 - Gatilho de inadimplência 1: créditos com, no mínimo, três parcelas em atraso e com a parcela mais antiga em atraso superior a 180 dias. Se o índice voltar a ser inferior a 7% ou 70%, respectivamente, o pagamento pode retornar à sequência *pro rata*.

- Gatilho de inadimplência 2: créditos com, no mínimo, seis parcelas em atraso e com a parcela mais antiga em atraso superior a 360 dias. Se o índice voltar a ser inferior a 7% ou 70%, respectivamente, o pagamento pode não retornar à sequência *pro rata*.

Na ocorrência de qualquer um desses eventos, os recursos disponíveis serão alocados de acordo com a seguinte ordem de prioridade:

- Pagamentos de despesas e comissões relativas ao patrimônio separado;
- Pagamentos de juros referentes aos CRIs seniores;
- Pagamento do principal dos CRIs seniores com os recursos remanescentes;
- Após a liquidação total dos CRIs seniores, pagamento integral dos juros referentes aos CRIs juniores;
- Após a liquidação total dos CRIs seniores, pagamento mensal do principal remanescente dos CRIs juniores.

Modelagem de Fluxo de Caixa

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 86% 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;

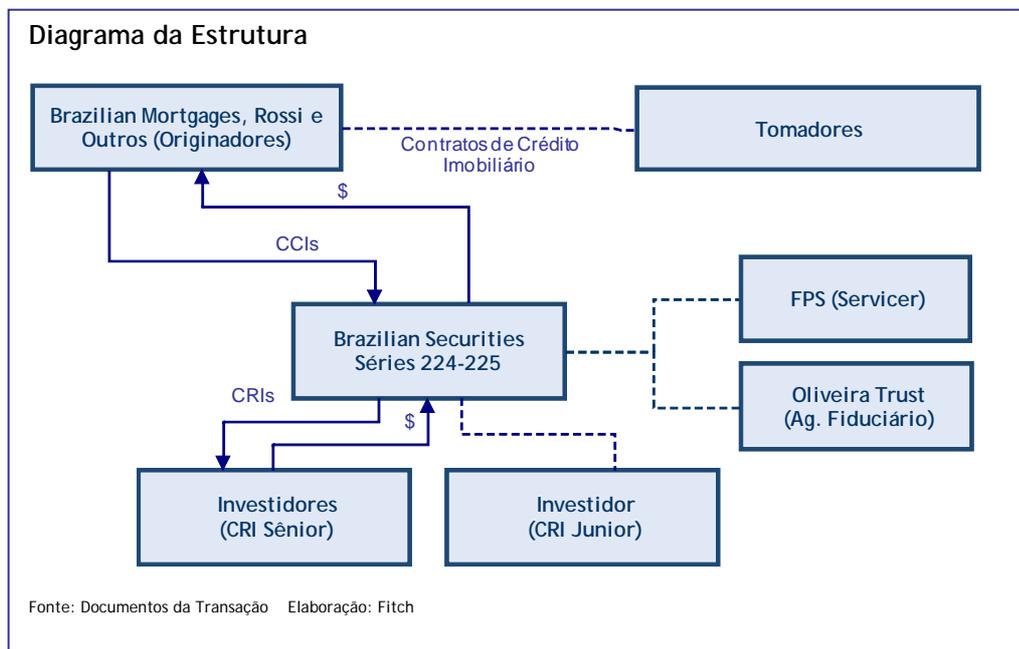
- Curvas de perda com perda bruta acumulada no início e no meio da transação. No primeiro cenário, a agência levou em conta o *seasoning* médio dos créditos e distribuiu as perdas nos primeiros 45 meses da transação. No segundo, as perdas começam no 16º mês.

Os pagamentos antecipados tiveram influência negativa nos resultados da modelagem para as curvas de perda no início e no meio da operação. Isto se deve à redução do excesso de *spread* em cenários de estresse relevantes, nos quais há alocação de recursos no formato turbo.

Ao simular uma curva de perda concentrada no início da operação, a perda bruta máxima suportada pela estrutura com pré-pagamentos é de 57% do saldo devedor inicial da carteira. Em um cenário de perdas acumuladas no final, a transação suporta uma perda bruta de 74% do saldo da carteira esperado no início da simulação da perda.

A operação suporta, portanto, a perda bruta esperada em cerca de cinco vezes a perda base. Por outro lado, em termos de concentração, isto representa pouco mais do que os dez maiores contratos. O fator que restringe este rating, portanto, está relacionado à elevada concentração da carteira. Como já apresentado neste relatório, a estrutura da transação contempla um gatilho de concentração relacionado aos dez maiores tomadores. Com base na exposição inicial da carteira aos dez maiores devedores (45%), este gatilho é acionado até que o reforço de crédito alcance cerca de 16%, mantido este nível de concentração. À medida que a concentração da carteira se eleva, o reforço de crédito necessário para manter o regime *pro rata* também aumenta, diminuindo a exposição a perdas para os CRI seniores.

Estrutura Legal



A Brazilian Securities emitiu, em 20 de abril de 2011, as séries 224 e 225 de sua primeira emissão de CRIs. Os CRIs seniores foram distribuídos mediante oferta pública, e os CRIs subordinados serão inicialmente mantidos pela BS. A série 224 possui carência de dois meses e remuneração de 8,1% ao ano, enquanto a série 225 conta com carência de seis meses e remuneração de 37,2069% 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.

O regime fiduciário constituído permite a separação dos créditos objeto de lastro da operação dos demais ativos da BS. 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 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.

Partes da Transação

Função	Nome	Ratings	Perspectiva
Emissor	Brazilian Securities	'A-(bra)'	Estável
Cedentes/Originadores	BM / Rossi / Outros	'A-(bra)'/ 'A(bra)'/ NA	Estável/NA
Agente Fiduciário	Oliveira Trust DTVM S.A.	NA	NA
Agente de Cobrança	FPS Negócios Imobiliários Ltda.	NA	NA
Banco Arrecadador	Banco Itaú Unibanco S.A.	'AAA(bra)'	Estável

NA - Não Avaliada

Fonte: Fitch Ratings

Esclarecimento

Em sua análise de crédito, a Fitch confia na opinião legal emitida pela área jurídica da BS. A agência reforça que não presta aconselhamento legal e/ou fiscal, 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, 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.

Riscos de Contrapartes

Master Servicer e Servicer (Cobrança)

A BS, como responsável pela administração e cobrança dos créditos imobiliários, contratou a FPS Negócios Imobiliários Ltda. (FPS) para realizar estas funções. Entre as responsabilidades da FPS 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.

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, posicionamento estratégico, entre outros.

No entender da Fitch, os interesses desta cedente e do emissor estão alinhados, pois a cedente busca originar os créditos nos padrões solicitados pelo último.

Também foram realizadas reuniões com a Rossi, em que se discutiram temas referentes à originação, entre outros. Mais detalhes a respeito dos originadores estão no *Apêndice A: Principais Originadoras*.

Conta de Arrecadação

Os tomadores pagarão suas parcelas de financiamento no Banco Itaú, 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 na conta corrente de titularidade da BS, o que reduz o risco de *commingling* nesta operação.

Monitoramento

A Fitch acompanhará, de forma contínua, o desempenho desta 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.

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, esta 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.br'.

Apêndice A: Principais Originadores

Brazilian Mortgages

A Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária (BM) é uma instituição financeira regulada pelo Banco Central do Brasil, que opera na originação de financiamentos imobiliários. A BM foi criada em 1999, como a 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. Ao todo, existem seis produtos: aquisição de propriedades, tanto residenciais quanto comerciais (“BM Sua Casa”, “BM Sua Casa Terreno” e “BM Sua Casa Office”); construção e reforma de casas individuais (“BM Sua Casa Construção” e “BM Sua Casa Reforma”); e refinanciamento (“BM Sua Casa Crédito Fácil”).

A BM Sua Casa possui 72 agências distribuídas por todo o 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 BM, já que não houve alterações em sua política de concessão de crédito nos últimos anos. Do portfólio originado pela BM Sua Casa, as principais características são:

- Prazo Remanescente Médio: 14 anos;
- Valor do Crédito: BRL100 mil;
- Valor da Propriedade: BRL250 mil;
- LTV Médio: 50%;
- Maioria indexada à Taxa Referencial de Juros (TR).

Critérios para Concessão de Crédito

- 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 + Idade do Tomador inferior a 75 anos;
- Taxas diferenciadas, de acordo com o tipo de financiamento;
- Comprometimento Máximo de Renda: 30%;
- Alienação fiduciária em todos os casos;
- Checagem em órgãos de restrição de crédito (restrições analisadas caso a caso).

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

Rossi Residencial S.A.

O Grupo Rossi foi fundado em 1913 pela família Rossi, e a incorporadora imobiliária residencial foi criada em 1980. A Rossi é uma das maiores construtoras imobiliárias do Brasil, com longo histórico de operações no segmento de baixa

renda. Atualmente, a companhia opera em 13 estados e 85 cidades do país. A Rossi efetuou sua Oferta Pública Inicial de Ações (IPO) em 1997, no montante de USD100 milhões. Em 2006, houve nova emissão de ações, no valor de aproximadamente BRL1,0 bilhão. Em 2008, a companhia recebeu de seus acionistas um aumento de capital de BRL150 milhões e, no último trimestre de 2009, concluiu seu *follow on*, que proporcionou uma entrada de caixa de BRL928 milhões.

A Rossi concentra suas atividades no segmento de baixa renda. No período de nove meses encerrado em setembro de 2010, cerca de 55% dos projetos lançados pela companhia eram destinados a este segmento, com preço de até BRL130 mil por unidade. Dos demais lançamentos, cerca de 18% foram realizados no segmento de baixa-média renda, com preço unitário entre BRL130 mil e BRL350 mil; 20% no segmento de média-alta renda (de BRL350 mil a BRL500 mil); 1% no segmento de alta renda, cujas unidades valem mais de BRL500 mil; e 6% no segmento comercial.

No processo de originação de crédito, a Rossi avalia os documentos do tomador, verifica restrições em *bureaus* de crédito e analisa sua capacidade de pagamento, sendo que o comprometimento máximo de renda é de 30%.

Apêndice B: Resumo da Transação

Brazilian Securities Série 2011-224

Brasil/RMBS

Estrutura de Capital

Classe / Série	Rating	Perspectiva	(%)	Montante (BRL MM)	Reforço de Crédito (%)	Taxa de Juros (%)	Pgto. Freq.	Vencimento Final	ISIN
Série 2011-224	'A(bra)'	Estável	90,0	11,82	10	IGP-M + 8,1	Mensal	Fev/2041	BRBSCSRI5U6
Série 2011-225	NA	NA	10,0	1,31	0	IGP-M + 37,21	Mensal	Fev/2041	BRBSCSRI5V4
Total			100,0	13,14					

NA - Não Avaliado

Reserva de Caixa	NA	Reforço de Crédito	Sobrecolateralização: 10%
Período de Revolução	NA	Swaps	NA

Informações Relevantes

Detalhes:	Participantes:		
Data da emissão	20/04/2011	Emissor	Brazilian Securities
País / Ativo	Brasil / RMBS	Cedente/Originador	BM / Rossi / Outros
País da SPE	Brasil	Agente Fiduciário	Oliveira Trust DTVM S.A.
Analistas	Juliana Ayoub	Agente de Cobrança	FPS Negócios Imobiliários Ltda.
	55 11 4504-2200	Banco Arrecadador	Banco Itau Unibanco S.A.
	Robert Krause		
	55 11 4504-2211	Frequência de Amortização:	Mensal

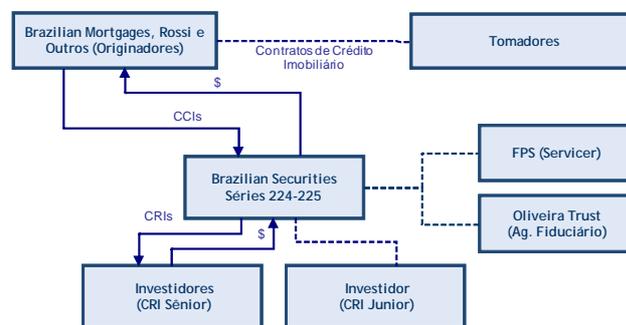
Fundamentos do Rating

- Alta Concentração** — A carteira possui elevada exposição a um pequeno número de devedores. Além de concentrada, apresenta distribuição desigual do montante de créditos - o valor médio para os dez maiores tomadores é de BRL590 mil e para os dez menores, de BRL34 mil. Em 29 de junho de 2011, os dez maiores tomadores representavam 45% do saldo total da carteira. Como resultado, a volatilidade em função das inadimplências é consideravelmente maior, e poderá se refletir em falta de liquidez em alguns períodos. A Fitch estima que carteiras concentradas como esta possuem volatilidade dez a vinte vezes maior do que carteiras mais pulverizadas, com cerca de trezentos contratos. Além disso, a agência entende que o sucesso no processo de execução em carteiras concentradas é mais incerto, uma vez que grande parte do montante que lastreia a operação fica exposta a riscos específicos, como a desvalorização acentuada em um único empreendimento ou uma ação que impeça a execução da garantia. Desta forma, com o objetivo de mitigar estas questões, a operação conta com um gatilho de limite de concentração que altera a ordem de alocação de recursos de *pro rata* para sequencial, de forma a aumentar o reforço de crédito disponível aos investidores seniores.
- Perfil da Carteira** — A carteira apresenta pontos positivos, como baixo índice de *Loan-to-Value* (LTV; razão entre a dívida e o valor do imóvel) médio de 45%; comprometimento de renda (DTI) verificado abaixo de 30% (limite para créditos originados pela BM) em 75% dos contratos; ausência de créditos inadimplentes por mais de trinta dias na data de cessão; e apenas um crédito com apontamento no Serasa, ainda assim, irrelevante. Em contrapartida, os créditos possuem prazo decorrido (*seasoning*) médio ponderado de quatro meses, o que é considerado baixo e dificulta a análise do comprometimento e da capacidade de pagamento dos tomadores com o financiamento. Além disso, por terem como indexador o IGP-M, as parcelas dos contratos poderão apresentar maior volatilidade em comparação com os créditos ajustados pela Taxa Referencial (TR) ou prefixados.
- Reforço de Crédito** — A 224ª série de CRIs (CRI sênior) possui reforço de crédito inicial de 10,0%, na forma de sobrecolateralização. Este reforço é adequado para a categoria de rating 'A(bra)', tendo em vista o perfil da carteira e, principalmente, a estrutura da operação.

No curso normal da operação, a alocação dos recursos será realizada de forma *pro rata*. Nela, após o pagamento das despesas, o fluxo de caixa advindo dos créditos é dividido entre os investidores seniores e juniores na mesma proporção da estrutura de capital inicial, respeitando-se um valor mínimo de amortização do CRI sênior antes da distribuição. Na ocorrência de certos eventos que expõem o CRI sênior a um risco maior, foram estabelecidos gatilhos que visam a proteger o recebimento dos recursos por parte do investidor sênior, através de alteração na ordem de pagamentos para sequencial (*turbo*), de *pro rata*.

Descasamento de Juros Limitado — Os créditos imobiliários e os CRIs são corrigidos pelo IGP-M em base mensal. Portanto, não há descasamento de índices de correção monetária. Contudo, haverá 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 significativamente inferiores ao rendimento dos CRIs, o que implica um custo de carregamento negativo.

Integridade da Estrutura Jurídica — A Fitch recebeu um parecer legal que atesta que uma eventual insolvência do originador ou da securitizadora não deverá afetar a integridade dos CRIs ou a titularidade das garantias neles constituídas.



TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE EXONERAÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE EXONERAÇÃO 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. 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.