

Recebíveis Imobiliários  
Residenciais/Brasil  
Relatório Analítico

## Brazilian Securities Companhia de Securitização Série 2007-74

### Ratings

Emissão Classe	Valor BRL Mi	Venc. Final	Rating Atual
CRI – Série 74	23,3	Mai/2022	A+(bra)
CRI – Série 75	2,6	Mai/2022	NA

bra – Escala Nacional Brasileira. NA – Não Avaliado.

### Analistas

#### Finanças Estruturadas

Camila Laffranchi  
55 11 4504 2600  
camila.laffranchi@fitchratings.com

Mirian Abe  
55 11 4504 2600  
mirian.abe@fitchratings.com

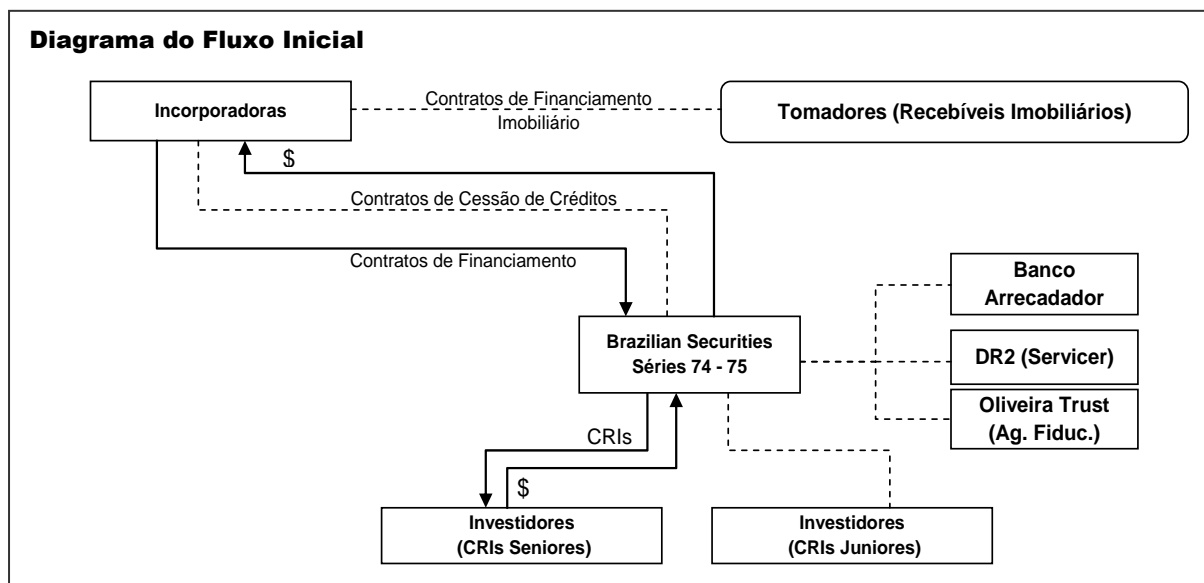
### Fundamentos do Rating

A Fitch Ratings atribuiu o Rating Nacional de Longo Prazo 'A+(bra)' à 74ª série da primeira emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) da Brazilian Securities Companhia de Securitização (Brazilian Securities). Esta transação, no montante de BRL23.397.723,75, tem vencimento final legal em 13 de maio de 2022 e é acompanhada da 75ª série de CRIs, de classe júnior, em montante de BRL2.599.747,04. Trata-se de uma securitização de recebíveis imobiliários residenciais (RMBS), originados através da concessão de financiamento por parte de 18 construtoras e incorporadoras para a aquisição de unidades de imóveis residenciais.

O rating atribuído reflete a capacidade de pagamento integral do principal investido, corrigido monetariamente pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), acrescido dos juros acumulados à taxa de 10,846% ao ano, até o vencimento final legal da transação em maio de 2022.

O rating da 74ª série de CRIs (CRIs Seniores) está baseado, principalmente, nos seguintes fatores:

- No reforço inicial de crédito de 10%, através da 75ª série de CRIs (CRIs Juniores) da primeira emissão;
- No índice de loan-to-value (LTV) médio ponderado, de 52,2%, que possibilita elevada margem de recuperação e está em linha com outras operações de mesma categoria de rating;
- Na participação de 15,97% da carteira em créditos referentes a propriedades localizadas no Rio Grande do Sul, que, historicamente, tem apresentado maior dificuldade em relação à cobrança e à execução de devedores inadimplentes comparado a outros estados;
- No curto prazo médio ponderado percorrido dos contratos de financiamento de 13,7 meses;
- Na performance histórica dos contratos objeto de lastro da operação, o que indica uma tendência de inadimplência em linha com outras operações analisadas pela Fitch. Nos últimos 12 meses, 13,33% dos créditos estiveram inadimplentes por mais de trinta dias ao menos uma vez e 1,92% estiveram inadimplentes por mais de noventa dias ao menos uma vez;
- Na elevada concentração da carteira objeto de lastro das séries de CRIs emitidas, sendo que os dez maiores tomadores representam 14,37% do saldo devedor total da carteira;
- Na garantia do imóvel na forma de alienação fiduciária para todos os contratos de financiamento adquiridos, sendo que estes correspondem a empreendimentos concluídos e com os respectivos habite-se concedidos;



- Na estrutura da operação, em especial a ordem de alocação de recursos, que é alterada de regime pro rata para regime seqüencial na ocorrência de eventos específicos, fazendo com que todo o fluxo de recursos disponível seja utilizado para amortização dos juros devidos no mês e o remanescente utilizado para amortizar o principal nos CRIs Seniores;

■ **Resumo da Estrutura**

A 74ª e a 75ª séries dos CRIs da Brazilian Securities foram emitidas em 13 de setembro de 2007, nos montantes de, respectivamente, BRL23.397.723,75 e BRL2.599.747,04. Inicialmente, estas séries eram lastreadas por cem Cédulas de Crédito Imobiliário (CCIs), representantes de contratos de promessa de compra e venda para aquisição de imóveis residenciais, originadas pela construtora Rossi Residencial S.A (Rossi). Posteriormente, o colateral da transação foi alterado, sendo que algumas das CCIs originais foram mantidas e outras foram adicionadas, perfazendo o total de 242 CCIs. As

CCIs adicionais foram originadas por 17 construtoras e incorporadoras. A nova abertura por originador se encontra na tabela ao lado.

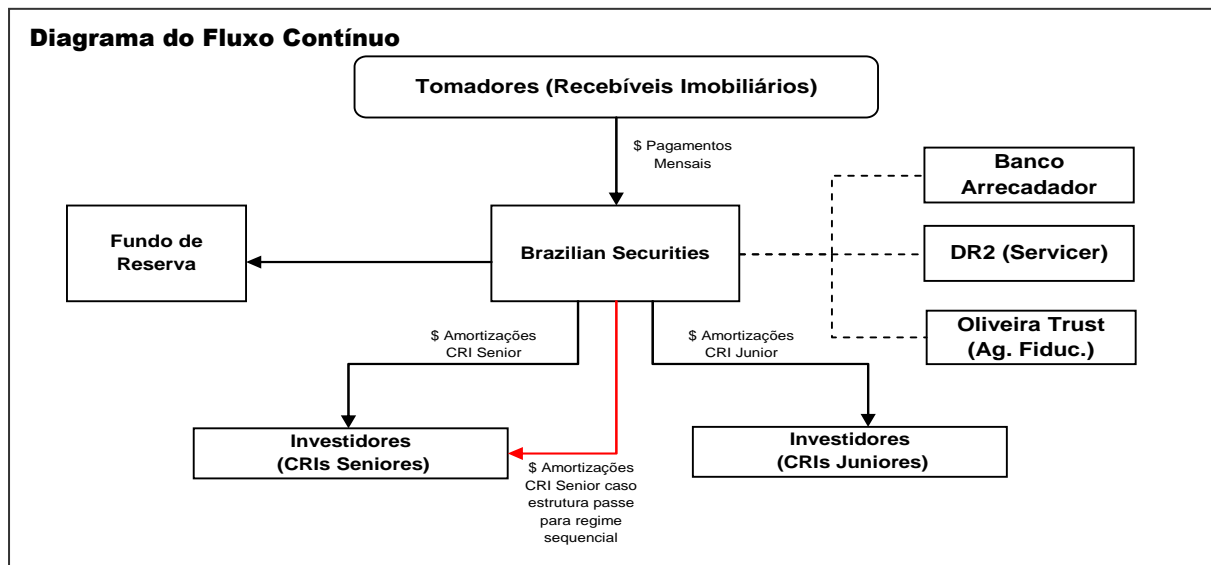
Foram emitidos 75 CRIs da 74ª série, com valor nominal de BRL311.969,65, e oito da 75ª série, com valor nominal de BRL324.968,38. As séries terão prazo de 176 meses, com vencimento final em 13 de maio de 2022. Os CRIs seniores tem taxa de remuneração de 10,468% ao ano, enquanto os CRIs juniores, 12,0% ao ano, ambas corrigidas monetariamente pelo IGP-M.

Os investidores dos CRIs seniores contam com um reforço inicial de crédito de 10%, através da emissão dos CRIs juniores. Além disso, se beneficiam do Fundo de Reserva e do Fundo de Despesa. O Fundo de Reserva será constituído pelo fluxo de caixa dos créditos em excesso às amortizações de principal e juros dos CRIs seniores durante os 11 meses de carência para amortização dos CRIs juniores. O Fundo de Despesa será constituído pelo ligeiro spread excedente, gerado entre as taxas de juros dos contratos de financiamento (média ponderada 12,52% ao ano) e as taxas remuneratórias dos CRIs. Abaixo segue o cálculo de spread excedente anual.

(a) Taxa média dos contratos	12,52%
(b) Taxa CRIs Seniors – (10,846%*90%)	9,76%
(c) Taxa CRIs Juniores – (12%*10%)	1,20%
(d) Despesas	1,50%
<b>Excesso de Spread (a) - (b) - (c) - (d)</b>	<b>0,06%</b>

A estrutura contempla a instituição de regime fiduciário, que permite a separação dos créditos objeto de lastro da operação dos demais ativos e passivos da Brazilian Securities. A Oliveira Trust DTVM S.A. (Oliveira Trust) será o agente fiduciário da operação, representando os interesses dos investidores.

Originadores	% Carteira
Rossi Residencial S.A.	37,40%
Incosul Incorp. e Const. Ltda.	20,07%
America Properties S.A.	10,02%
Helbor Empr. Imobiliários Ltda.	9,06%
Melnick Const. e Incorp. Ltda	6,00%
Gardenia Participações S/A	3,10%
Sociedade Resid. Goiás Dois S/A	2,60%
Construtora Tarjab Ltda.	2,24%
Residencial Bela Vista Ltda.	2,16%
Artenge Constr. Civis Ltda	2,08%
RCN E Godoi Cnostr. Ltda	1,59%
Goldfab Butantã Const. Ltda	1,07%
Soc. Resid. Águas Claras S/A	0,65%
Temac Engenharia e Constr. Ltda	0,64%
Soc. Residencial Oeste Nove S/A	0,58%
Edifício Isabela Empr. Imobil.	0,37%
Village dos Oitis Ccomer. Ltda	0,23%
Sergus Constr. e Comercio Ltda	0,13%



A estrutura contempla a instituição de regime fiduciário, que permite a separação dos créditos objeto de lastro da operação dos demais ativos e passivos da Brazilian Securities. A Oliveira Trust DTVM S.A. (Oliveira Trust) será o agente fiduciário da operação, representando os interesses dos investidores.

### ■ Servicing

A DR2 Real Estate Servicer (DR2) foi contratada pela Brazilian Securities para efetuar os serviços de administração da carteira. A empresa analisou os créditos objeto de lastro da operação. Dentre as características analisadas se encontram:

- Certidão negativa de ônus reais, alienação e ações reipersecutórias sobre os imóveis devem ter sido emitidas há menos de trinta dias da data de emissão;
- Os contratos de financiamento devem estar devidamente registrados nos Cartórios de Registro de Imóveis competentes;
- Certidões negativas de tributos perante as prefeituras;
- Carnês de pagamento de IPTU em dia.

Além disso, as responsabilidades da DR2 incluem: atendimento telefônico ou pessoal aos tomadores para a prestação de esclarecimentos ou informações a respeito da evolução da realização dos créditos; renegociações de parcelas em atraso; e amortizações e/ou liquidações de tais créditos. A DR2 também é responsável pela emissão e encaminhamento das informações à rede bancária nacional para o processamento de boletos de pagamento relativos às prestações mensais.

O cálculo dos saldos devedores dos contratos deverá ser feito pelo servicer contratado. Além disso, a DR2

fornecerá aos participantes da operação um relatório mensal de monitoramento com a abertura dos recebimentos mensais, dias vencidos, situação de cobrança de tomadores inadimplentes e outras informações pertinentes. A Fitch tem realizado reuniões mensais com a DR2 para acompanhamento das operações da Brazilian Securities e está satisfeita com o progresso da empresa.

A Fitch acredita que a DR2 não deverá enfrentar problemas com o mecanismo de cobrança e arrecadação, que é feito de forma automática através do sistema Montreal. Além disso, a agência também acredita que o servicer terá condições de exercer as demais funções para as quais foi contratada, já que possui experiência e conhecimentos necessários para aplicar os procedimentos corretos de cobrança sobre os tomadores.

Caso a Fitch não receba os relatórios de monitoramento mensais em tempo hábil para a correta verificação da performance da operação, por parte da DR2, o rating atribuído poderá ser rebaixado, de forma a refletir a influência de servicing inadequado de uma carteira objeto de lastro de uma securitização.

### ■ Ordem de Prioridade de Pagamentos / Alocação dos Recursos

As amortizações dos CRIs ocorrerão todo dia 13 de cada mês ou no primeiro dia útil subsequente, após os 11 meses de carência para a amortização de juros e principal dos CRIs juniores.

### Regime Pro Rata de Amortização

Os recursos provenientes dos pagamentos mensais serão depositados em contas correntes da securitizadora, domiciliados em um banco avaliado pela Fitch com, no mínimo, Rating Nacional de Curto Prazo 'F1(bra)'. Durante o curso normal da

operação, a Brazilian Securities irá alocar os recursos de acordo com a seguinte ordem de prioridade de pagamento:

- Pagamentos de despesas e comissões relativas à emissão;
- Pagamentos de juros incorridos no mês referentes aos CRIs seniores.
- Pagamentos de juros incorridos no mês referentes aos CRIs juniores, iniciado após os 11 meses de carência;
- Pagamento da amortização mensal do principal dos CRIs seniores;
- Pagamento da amortização mensal do principal dos CRIs juniores, iniciado após o período de carência;
- Pagamentos de despesas administrativas da securitizadora, como reconhecimento de firmas, autenticações, correios etc.

#### **Regime Seqüencial de Amortização**

Na ocorrência de eventos específicos, a ordem de prioridade de pagamentos/alocação de recursos será alterada de regime pro rata seqüencial. Alguns destes eventos são:

- Falência, concordata, procedimento de recuperação judicial e insolvência da securitizadora;
- Não pagamento das despesas, juros e principal dos CRIs seniores em até 15 dias do seu vencimento, se houver disponibilidade de caixa;
- Constatada a existência de decisões judiciais transitadas em julgado referentes a questões fiscais, previdenciárias ou trabalhistas, cujos respectivos valores de condenação representem mais de 10% do somatório do saldo devedor de emissões de CRIs já realizadas pela securitizadora com seu patrimônio líquido;
- O resultado da divisão entre (a) somatório dos saldos devedores dos créditos imobiliários; e (b) valor da emissão devidamente atualizado pelo índice de correção IGP-M desde a emissão até a data de apuração dos valores for superior a 70% do valor da emissão atualizado dos CRIs juniores ou 7% da carteira original corrigido monetariamente pelo IGP-M, o que for maior. Para fins deste cálculo, são considerados créditos imobiliários inadimplentes aqueles que apresentem:

- i. Três ou mais parcelas em atraso ou parcela(s) em atraso por mais de 180 dias;

- ii. Seis ou mais parcelas em atraso ou parcela(s) em atraso por mais de 360 dias.

No caso (i), a estrutura de amortização passará para seqüencial e retornará a pro rata quando o índice retornar aos parâmetros iniciais. No caso (ii), a estrutura de amortização passará para seqüencial e não retornará a pro rata, mesmo que os créditos retornem ao patamar de enquadramento.

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

- Pagamentos de despesas e comissões relativas à emissão;
- Pagamentos de juros incorridos no mês referentes aos CRIs seniores.
- Pagamento do principal dos CRIs seniores com os recursos remanescentes originados mensalmente;
- 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;
- Pagamentos de despesas administrativas da securitizadora, como reconhecimento de firmas, autenticações, correios etc.

#### **■ Análise do Colateral**

Os 242 créditos objetos de lastro desta operação são referentes a 67 empreendimentos, com obras concluídas e habite-se concedidos, demonstrando alta diversificação neste quesito. Quanto à diversificação geográfica dos contratos, a maior concentração se dá no Estado de São Paulo. Os demais créditos são referentes a empreendimentos localizados nos estados do Rio Grande do Sul, Rio de Janeiro, Paraná, Goiás e no Distrito Federal. Os créditos referentes a empreendimentos localizados no Rio Grande do Sul geram certa preocupação já que este estado tem apresentado, historicamente, maior dificuldade com relação à cobrança e à execução de devedores inadimplentes.

A carteira a ser cedida para esta transação foi analisada sob quatro pontos distintos: o LTV e o debt-to-income (DTI); a concentração dos contratos; a inadimplência dos tomadores em relação ao período percorrido de contrato (seasoning); e a recuperação de imóveis de tomadores inadimplentes.

#### **Concentração por Tomador**

Os contratos de financiamento objeto de lastro desta transação possuem saldo devedor médio de

BRL107.427, tomando-se por base os dados de setembro de 2007. A concentração por tomador da carteira é considerada elevada. O quadro abaixo resume a distribuição da concentração dos créditos por tomador:

<b>Concentração por Tomador % Saldo Devedor da Carteira</b>	
Maior sacado	2,27%
Dois maiores sacados	3,99%
Cinco maiores sacados	8,35%
Dez maiores sacados	14,37%

**Obs:** A porcentagem do saldo devedor do contrato é baseado no saldo devedor do total da carteira de recebíveis imobiliários, objeto de lastro à emissão. Fonte: Brazilian Securities

### Seasoning e Inadimplência

O seasoning médio ponderado dos contratos de financiamento objeto de lastro desta transação é de 13,79 meses. Este indicador serve como parâmetro para medir o desempenho dos tomadores ao longo do prazo percorrido de financiamento. Este seasoning é considerado baixo quando comparado ao de outras operações de recebíveis imobiliários da mesma categoria de rating analisadas pela Fitch.

A performance histórica dos contratos objeto de lastro desta operação está em linha com o que vem sendo observado em outras operações analisadas pela Fitch: 13,36% dos créditos estiveram inadimplentes por mais de trinta dias ao menos uma vez nos últimos 12 meses e 1,92% estiveram inadimplentes por mais de noventa dias ao menos uma vez.

### Loan-to-Value

O cálculo do índice de LTV é realizado através da divisão entre o saldo atual do devedor do contrato e o valor de avaliação do imóvel. A Fitch considera este índice de grande importância para a análise, pois é um parâmetro para medir o incentivo do tomador em continuar pagando suas parcelas mensais, ou seja, quanto do empréstimo original já foi quitado por este tomador. Além disso, o LTV indica a margem que a carteira tem para recuperar o valor da dívida em caso de retomada e revenda do imóvel.

A Fitch considera o LTV a variável mais influente no nível de perdas da carteira. Durante o processo de análise, o pool de créditos imobiliários é dividido em faixas de LTV, de forma a cruzá-las com as faixas de DTI, quando esta informação é disponibilizada. As informações de DTI são referentes ao comprometimento da renda de cada tomador, ou seja, o quanto a parcela da dívida a ser paga representa do seu orçamento mensal.

A carteira objeto de lastro das 74ª e 75ª séries de CRIs apresenta um LTV médio ponderado de 52,05%, índice considerado mediano. Este índice indica que a securitizadora pode, atuando em nome do patrimônio separado, revender um imóvel por até 47,95% de seu valor original e, ainda assim, recuperar 100% do crédito, expurgando-se os custos associados à retomada.

### Recuperação

Ao calcular o valor de recuperação da dívida, uma das variáveis consideradas é a severidade de perda. Esta, por sua vez, é função dos custos legais associados ao processo de retomada, incluindo os recolhimentos dos devidos impostos, das taxas de registros em cartório e das despesas advocatícias; do valor de mercado do imóvel na data de revenda; e do índice de LTV médio ponderado.

Outro ponto sensível para a recuperação dos créditos é o tipo de garantia envolvendo os imóveis. No caso da carteira em análise, a totalidade dos créditos é garantida por alienação fiduciária. Considerando que o processo de retomada tem início após 180 dias percorridos da data de primeira inadimplência, foi estimado um prazo de 24 meses para retomada e recuperação.

Com exceção dos imóveis localizados no Rio Grande do Sul, a Fitch assumiu 17% do valor original dos imóveis em despesas legais e 35% de desvalorização do valor dos imóveis. Dado o LTV médio ponderado de 52,05%, a severidade de perda é de 7,8% da perda bruta. De forma a diferenciar a recuperação dos imóveis localizados no Rio Grande do Sul, a Fitch assumiu 20% do valor original dos imóveis em despesas legais, além de ter aumentado o prazo de retomada dos imóveis localizados neste estado para 48 meses. Dado o LTV médio ponderado dos créditos localizados no Rio Grande do Sul de 54,47%, a severidade de perda é de 17,4% da perda bruta.

### ■ Análise do Fluxo de Caixa

A Fitch utiliza o modelo de fluxo de caixa para verificar se o reforço de crédito disponível será suficiente para suportar estresses condizentes com a categoria de rating.

O primeiro passo para a implementação do modelo é o cálculo da perda base da carteira. Os créditos são divididos em faixas de LTV. No caso da carteira em análise, as informações referentes ao DTI por tomador não estavam disponíveis. Desta forma, baseado no histórico mais agressivo de originação de créditos por parte de construtoras, foi considerado um nível de comprometimento de renda superior a 35% para todos os tomadores. A partir da matriz de

probabilidade de perda, chega-se a uma perda base de 6,1%. Esta perda é então ajustada para refletir riscos como: histórico de inadimplência; créditos com restrições apontadas no Serasa; contratos de financiamento ajustados monetariamente pelo IGP-M; e concentração estadual. A perda é também ajustada para refletir o benefício de faixas de seasoning mais elevadas. A partir dos ajustes, a perda base calculada para a carteira é de 8,05%.

O múltiplo de estresse utilizado foi de 3,7 vezes. Chega-se, portanto, a uma perda bruta esperada de 29,82%. Com uma severidade de perda 9,31%, a perda líquida calculada da carteira é de 2,78%.

Além de perda base, outras variáveis como níveis de pré-pagamento foram estressadas de forma a acionar os gatilhos de inadimplência, alterando assim a estrutura de amortização dos CRIs seniores de pro rata para seqüencial. A carência vigente na amortização dos CRIs juniores permite que recursos disponíveis no fundo de reserva sejam utilizados para fazer frente a amortização dos CRIs seniores sob os cenários explicados acima.

Baseado nestes cálculos, e no nível de reforço de crédito para as cotas seniores de 10%, o rating adequado para suportar os cenários de estresses é 'A+(bra)'.

### ■ Considerações Legais

A Fitch está convicta quanto à cessão perfeita e acabada dos créditos objeto de lastro desta operação e que, na eventualidade de recuperação judicial ou falência de algum dos cedentes originais dos contratos, estes não serão incorporados à massa de credores. Adicionalmente, o fato dos contratos terem passado por um processo de verificação jurídica conduzida pelo servicer contratado reforça, ainda mais, a validade jurídica da cessão.

### ■ Monitoramento

A Fitch acompanhará o desempenho desta operação regularmente. Este acompanhamento visa assegurar que os ratings atribuídos continuem refletindo, apropriadamente, o perfil de risco dos CRIs emitidos.

Os detalhes sobre o desempenho desta operação estarão disponíveis na área de monitoramento de operações estruturadas da Fitch no site [www.fitchratings.com.br](http://www.fitchratings.com.br), uma vez confirmada a emissão.

Copyright © 2008 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd., Fitch Ratings Brasil Ltda. e suas subsidiárias. One State Street Plaza, NY, NY 10004.

Telefone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435.

Proibida a reprodução, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Todas as informações aqui contidas baseiam-se em dados obtidos de emissores, outros coobrigados, underwriters e de outras fontes que a Fitch acredita serem confiáveis. A Fitch não audita ou verifica a veracidade ou precisão de quaisquer destas informações. Em consequência, as informações prestadas neste relatório são fornecidas "no estado", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não seja o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não está envolvida na oferta ou venda de qualquer título. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações montadas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes, em conexão com a venda dos títulos. Os ratings podem ser modificados, suspensos ou retirados, a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento sobre investimentos de qualquer tipo. 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 um 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 US\$1.000 e US\$750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável), por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou um determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por uma determinada seguradora ou garantidor, mediante o pagamento de uma única taxa anual. Tais honorários podem variar de US\$10.000 a US\$1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para 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 Mercado, 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.