



Brazilian Securities Cia de Securitização

346ª série da 1ª emissão de CRI | lastro GREEN LIFE

nota global: **B+^{SR} (o.e.)**

equivalência "br": **brBBB (o.e.)**

Data da ação de rating

26 de setembro de 2016

Vigência do rating

Novembro de 2016

* 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

O Comitê de Classificação da SR Rating atribui as notas acima descritas, denotando risco alto. No âmbito local e no prazo analisado, a qualidade de crédito é mediana e a vulnerabilidade é significativa a riscos, mesmo que num ambiente de riscos previsíveis, por fatores internos ou do macroambiente.

Os principais fatores a serem considerados na atual classificação decorrem da estrutura de operação de securitização

de recebíveis imobiliários provenientes da relação contratual entre a Madrid Empreendimentos e diversos mutuários – que deu origem à CCI lastro da presente emissão de CRI. Fundamentam a nota os riscos de crédito dos mutuários até que se suceda o repasse da carteira de mutuários à instituição financeira. Deste modo, uma vez concluída a construção do empreendimento e obtidos os alvarás de "habite-se" das duas torres, incluindo área comercial, **os riscos relacionados ao repasse financeiro da carteira se destacam. Em caso de insucesso no repasse da carteira em tempo hábil, a Nova Dimensão, como coobrigada, será responsável pela liquidação do CRI. Na**

qualificação de risco de crédito da Nova Dimensão, a não apresentação das demonstrações financeiras auditadas do exercício de 2015 é pesada negativamente na presente avaliação. Destaca-se também a deterioração dos fundamentos macroeconômicos, tais como queda da renda, restrição de crédito e menor atratividade de repasse da carteira por parte das instituições financeiras. Os riscos, por outro lado, são mitigados pela estrutura de garantia que inclui penhor de 100% das cotas da SPE, hipoteca do terreno, **coobrigação da originadora dos créditos em caso de não efetivação do repasse em até 30 dias antes do vencimento final do CRI, subordinação mínima de 27% através da 347ª série da 1ª emissão de CRI Júnior – atualmente em 64,2%** - e fiança da Nova Dimensão, controladora da Madrid Empreendimentos.



A emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários | a Brazilian Securities Cia de Securitização S.A. emitiu em agosto de 2014, CRI em série única no valor de R\$ 45 milhões e prazo que se encerraria em abril de 2016. O prazo foi postergado para agosto de 2016 em deliberação da Assembleia Geral, em março de 2016 e, **novamente postergado em segunda Assembleia Geral, em agosto de 2016, que deliberou nova data de vencimento final em março de 2017**. A remuneração aplicável é equivalente à variação mensal do IPCA/IBGE acrescida de *spread* de 8,5% ao ano.

Em agosto de 2016 foi estabelecida a segunda Assembleia Geral (AG), que contou com a presença de 100% dos cotistas e representantes das partes envolvidas na operação, para deliberar ações em resposta ao não cumprimento do cronograma de pagamento acertado na primeira AG, que suscitaria vencimento antecipado e obrigatoriedade de pagamento por parte da Madrid Empreendimentos, cedente dos créditos. Ficou acordado entre os detentores dos CRI's **a não declaração do vencimento antecipado e nova prorrogação do vencimento final da operação para março de 2017**, além das deliberações apontadas abaixo:

- Liberação da obrigatoriedade de entrega das demonstrações financeiras - auditadas pela KPMG, Deloitte, PwC ou Ernest & Young – por parte da Madrid e da Noiva Dimensão, até a nova data de vencimento.
- Alteração do Fluxo de pagamentos para ajustar-se à nova data de vencimento, bem como suspensão dos pagamentos previstos entre os meses de setembro e fevereiro de 2017, concentrando o pagamento em março de 2017.
- Utilização do Fundo de Reserva para amortização extraordinária dos créditos imobiliários referentes aos devedores que derem entrada no sistema financeiro para obtenção de financiamento bancário, a fim de liberar a fração ideal das respectivas hipotecas, sendo que o depósito dos referidos recursos, correspondentes aos créditos imobiliários financiados, seja realizado na Conta Centralizadora, para recomposição do Fundo em até noventa dias.
- Pagamento de um *waiver fee* para os detentores do CRI Sênior equivalente a 0,75% do Saldo Devedor.
- Que seja liberada a fração ideal das hipotecas das unidades do Empreendimento que não foram cedidas à securitizadora.
- Que todos os recursos recebidos na Conta Centralizadora sejam utilizados para pagamento antecipado do CRI Sênior.

Na assembleia de abril de 2016, foi aventada e posteriormente negada a substituição da KPMG, empresa de auditoria financeira da Nova Dimensão e da Madrid Empreendimentos, pela BDO RCS Auditores. Apesar da decisão da Assembleia Geral, as demonstrações financeiras da Nova Dimensão e da Madrid de 2015 foram auditadas pela BDO. Na última assembleia, conforme mencionado acima, foi dado um maior prazo para a apresentação das DF's até março de 2017, data de vencimento final da operação.

Informações relevantes para o monitoramento | este monitoramento extraordinário considerou as seguintes informações atualizadas (data base em julho de 2016):

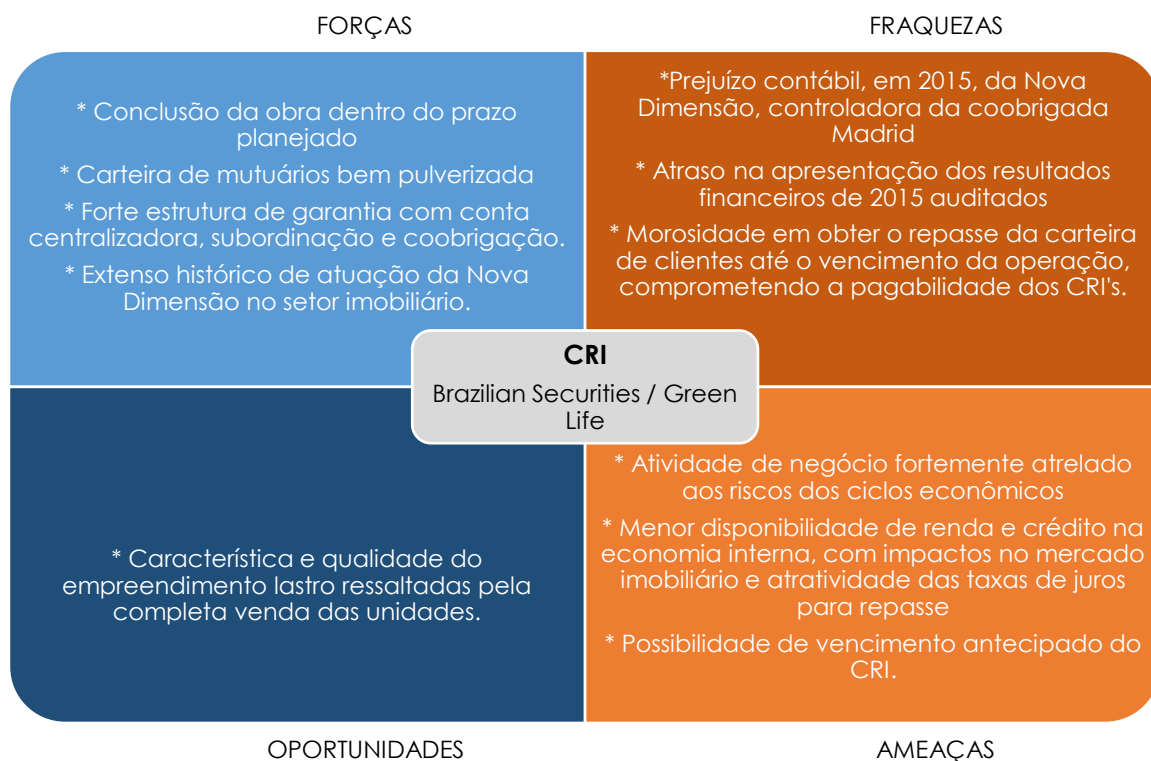
SALDO DEVEDOR DA EMISSÃO: Sênior - R\$ 40,8 milhões; Júnior – R\$ 26,1 milhões.

SALDO CONTA CORRENTE + FUNDO DE RESERVA + APLICAÇÕES: R\$ 6,5 milhões

PRAZO REMANESCENTE DA OPERAÇÃO: 6 meses (data base setembro 2016)

OUTROS EVENTOS RELEVANTES: Nova postergação do prazo final da operação para março de 2017.

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



Imóvel objeto | O edifício *Green Life* é um complexo formado por duas torres compostas por 326 unidades residenciais e seis comerciais. O edifício está localizado em Salvador (BA), no bairro Imbuí, região próxima à orla que tem recebido investimentos de infraestrutura viária e possui potencial de desenvolvimento imobiliário. O empreendimento é voltado para os consumidores de renda média, possui área média das unidades de 71m² e encontra-se 99% vendido. De acordo com o relatório emitido em 11 de novembro de 2015 pela Titânio Engenharia de Avaliações, empresa contratada para realizar a medição da obra, o empreendimento objeto encontra-se concluído.

Fluxo da operação | Trata-se de uma emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários lastreados em contratos de compra e venda entre a Madrid Empreendimentos e 283 mutuários. Com a finalização das obras do empreendimento e obtenção do alvará de 'habite-se', o risco de construção foi totalmente minorado. **O repasse financeiro do empreendimento, que constitui a fase final da presente operação, no qual o risco de crédito dos mutuários será repassado a uma instituição financeira, permanece em negociação.**

A Nova Dimensão informou que segue em negociação com os mutuários apresentando opções de repasse e financiamento. De acordo com o saldo analítico da carteira - que possui cerca de R\$ 52 milhões em recebíveis - a situação dos créditos se encontram na seguinte situação:

- Aguardando pagamento ou financiamento – 37,6%
- Financiamento aprovado – 34,4%
- Sem saldo em aberto – 13,1%
- Distrato/Risco de distrato – 6,3%
- Consórcio -4,2%
- Outros – 4,4%

Destaca-se que as condições de mercado estão mais difíceis para a realização do repasse, estabelecendo desafios adicionais à operação. Com o aumento de incertezas na economia, as instituições financeiras adotam

critérios mais conservadores em sua política de risco, em particular a CAIXA, para qual o perfil de cliente da Carteira é mais propício.

Desse modo, o fato dos mutuários terem de aceitar juros mais elevados pode gerar morosidade ao processo e consequente **situação de estresse no fluxo da operação, caso o repasse não se concretize em até 30 dias antes do vencimento da operação**. Por outro lado, destaca-se a estrutura de mitigação de risco composta principalmente pela coobrigação da originadora e subordinação via CRI Júnior. O empreendimento é composto por duas torres; a Torre Park com 138 unidades residenciais e a Torre Garden, com 141 unidades e 6 unidades comerciais, totalizando um fluxo nominal do empreendimento de cerca de R\$ 63 milhões.

Uma vez concluído o repasse integral, a operação será liquidada. Ressalta-se que há coobrigação da Madrid Empreendimentos em casos de não obtenção de repasse em até 30 dias anteriores ao vencimento do CRI, situação que suscita provável necessidade de negociação de nova postergação de prazo final da operação, majorando a percepção de risco da operação.

A carteira de recebíveis possui grande pulverização, ainda que haja concentração de 6,3% da carteira em dois mutuários – pessoa jurídica – que adquiriram três unidades comerciais cada. Os dez maiores mutuários pessoa física (PF) somam 4,8%, e a média total dos contratos de PF é de 0,38%. Em 2016, cinco unidades foram distratadas.

A Nova Dimensão | A Nova Dimensão é o braço brasileiro do grupo espanhol Volconsa – Voladuras Controladas S.A., que atua desde 1974 em diferentes áreas da construção civil. Atualmente opera no Brasil, na Espanha, na Argentina e no Panamá. As controladoras da Nova Dimensão estão sediadas na Espanha de onde orientam as atividades das demais companhias responsáveis pelo desenvolvimento das atividades na América. Todos os desenvolvimentos imobiliários da empresa se dão através da criação de SPE's com prazos determinados, com exclusividade para a incorporação e construção de apenas um empreendimento.

A estrutura no Brasil é dedicada para a prospecção de oportunidades, suporte no desenvolvimento de projetos, acompanhamento de obras e gestão financeira. A estrutura operacional é bastante enxuta, contando com sistema de ERP e *back-office* próprio. A política da companhia é de atuar junto a Fundos de Investimento Imobiliário que ficam responsáveis pela capitalização do projeto, porém o controle e a gestão operacional permanecem com a Nova Dimensão.

Informações Financeiras | Nova Dimensão

A Nova Dimensão e a KPMG encerraram contrato de prestação de serviço, levando ao atraso na elaboração e auditoria das demonstrações financeiras do exercício findado em dezembro de 2015, havendo acesso apenas ao balancete de 2015, não auditado.

Nova Dimensão - R\$ Milhares	2011	2012	2013	2014	2015
receita líquida	59.534	36.483	48.367	33.028	31.957
ebit	4.473	3.938	2.184	-22.599	-13.833
lucro líquido	1.019	1.093	-5.729	-29.529	-24.584
cobertura de juros soft	2,1	9,2	0,8	N/A	N/A
exposição de dívida soft	9,7	6,7	14,9	N/A	N/A
dívida total	51.040	40.898	60.216	61.182	83.478
patrimônio líquido e partic. minoritárias	17.592	25.627	17.181	6.681	-15.642
nível de endividamento	74,4%	61,5%	77,8%	90,2%	123,1%
caixa	7.477	14.709	2.907	4.241	2.121

Fonte: Nova dimensão / Elaboração SR Rating

A Madrid Empreendimentos, SPE constituída para a construção do empreendimento, apresentou um resultado pior em 2015. O atraso no cronograma de repasse da carteira representou maiores custos dos imóveis vendidos que, aliado ao resultado operacional, levou a um prejuízo contábil líquido de R\$ 24,5 milhões em 2015.

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

RISCO MACROECONÔMICO	EXPOSIÇÃO ALTA * economia como viés correlacionado ao desempenho do setor imobiliário	INTENSIDADE ALTA *Intensificação do ambiente de incertezas e inadimplência *dependência concentrada na realização do repasse imobiliário
RISCO INSTITUCIONAL	EXPOSIÇÃO MEDIA * risco político * risco regulatório	INTENSIDADE BAIXA *Licenças de 'habite-se' obtidas para as duas torres e a ala comercial
RISCO DE MERCADO	EXPOSIÇÃO MÉDIA * setor imobiliário	INTENSIDADE ALTA * mercado imobiliário ainda apresenta aspectos de debilidade * restrição de crédito para a obtenção de repasse financeiro
RISCO FINANCEIRO	EXPOSIÇÃO ALTA *em caso de insucesso no repasse, ressalta-se o risco de crédito da Nova Dimensão, na posição de coobrigada	INTENSIDADE ALTA * ausência de informação *diminuição das receitas frente a uma elevação do nível de endividamento da empresa

Perspectivas das notas | as notas atribuídas possuem perspectiva negativa, com possibilidade de alteração em decorrência dos seguintes fatores: (i) insucesso nas negociações com os investidores de prolongamento do prazo final de vencimento; (ii) morosidade para conseguir o repasse da carteira de mutuários à instituição financeira 30 dias antes do prazo de vencimento do CRI; (iii) alterações significativas da percepção de risco de crédito da Nova Dimensão, coobrigada da emissão e; (iv) alterações no ambiente institucional, político ou regulatório que altere de forma superveniente a atividade dos agentes envolvidos ou da emissão de CRI.

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 financeiras e corporativas da Nova Dimensão e Madri Empreendimentos; e (iii) Laudo de conclusão das obras do empreendimento objeto da Titânio Engenharia.
- ♦ 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 Brazilian Securities, isolada ou em conjunto com qualquer outra entidade vinculada a ela, não possui relacionamento de prestação de serviços com a SR Rating que represente parcela significativa de faturamento.

histórico da classificação de risco

- ♦ Em 27 de maio de 2014, foi emitido o relatório definitivo desta emissão de CRI.
- ♦ Em 02 de setembro de 2014, foi disponibilizado o relatório de monitoramento, sem qualquer contestação ou observação relevante.
- ♦ Em 10 de junho de 2015, foi disponibilizado o relatório de monitoramento, sem qualquer contestação ou observação relevante.
- ♦ Em 09 de dezembro de 2015, foi disponibilizado o relatório de monitoramento, sem qualquer contestação ou observação relevante.
- ♦ Em 01 de julho de 2016, foi disponibilizado o relatório de monitoramento em vigor, sem qualquer contestação ou observação relevante.
- ♦ Em 26 de setembro de 2016, foi disponibilizado o relatório de monitoramento em vigor, sem qualquer contestação ou observação relevante.

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



Copyright©2015 SR Rating Prestação de Serviços Ltda.