

Brazilian Securities Companhia de Securitização

Série 2011-255

Relatório Analítico

Conteúdo

Sumário da Transação.....	1
Fundamentos dos Ratings	1
Análise de Dados.....	2
Estrutura Legal.....	2
Análise do Colateral.....	4
Estrut. Financ. e Model. de Fluxo de Caixa.....	6
Risco das Contrapartes.....	8
Performance Analítica.....	9
Pesquisa Relacionada.....	10
Apêndice A: Comparação entre Pares.....	11
Apêndice B: Originação.....	12
Apêndice D: Sumário da Transação.....	13

Estrutura de Capital

Classe/Série	Montante (BRLm)	Vencimento Final	Rating	Reforço de Crédito Inicial ¹ (%)	Perspectiva
2011-255	45.704.480	Fev/41	A-(bra)	10	Estável
2011-256	5.078.276	Fev/41	NA	--	--
Total da Emissão	50.782.756				

¹ Calculado através da sobrecolateralização de ativos em relação ao CRI sênior
NA - Não avaliada.

Sumário da Transação

A Fitch Ratings atribuiu o Rating Nacional de Longo Prazo 'A-(bra)' (A menos (bra)) à 255ª série da primeira emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) da Brazilian Securities Companhia de Securitização (BS). A operação consiste na securitização de uma carteira de 437 contratos de crédito imobiliário originados pela Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária (BM) e pela Companhia Província de Crédito Imobiliário (Província). O rating atribuído reflete a expectativa de pagamento integral do principal investido acrescido de juros de 12,5% ao ano até o vencimento final da transação, em 20 de fevereiro de 2041.

Fundamentos dos Ratings

Inadimplência Elevada: Segundo posição atualizada recebida pela Fitch, 21% da carteira se encontram inadimplentes, sendo 12% há mais de 30 dias, e 6,4%, acima de 90 dias. A agência considera estes índices elevados, o que, junto ao baixo prazo médio decorrido dos contratos (*seasoning*), de nove meses, indica certa dificuldade de pagamento de parte representativa do lastro. Este fator foi considerado na análise e foi contrabalanceado por um forte potencial de recuperação, dada a razão entre a dívida e o valor do imóvel (*loan-to-Value* - LTV) média de 48%.

Reforço de Crédito e Excesso de Spread: Com base em 15 de agosto de 2011, a 255ª série de CRIs (CRI sênior) possui um reforço de crédito corrente de apenas 6,9% na forma de sobrecolateralização. Este valor é inferior à subordinação de 10%, pois desconsidera os créditos inadimplentes por mais de 180 dias em seu cálculo. Em função da estrutura da operação e em comparação com emissões semelhantes, a Fitch considera o reforço de crédito condizente com o rating 'A-(bra)'.

Alocação dos Recursos: Esta emissão apresenta uma ordem de alocação de recursos *pro-rata*. Em condições esperadas, após o pagamento de despesas, o fluxo de caixa advindo dos créditos é dividido entre os investidores seniores e juniores em igual proporção à estrutura de capital inicial, respeitando-se um valor mínimo de amortização ao CRI sênior antes de tal distribuição. Entretanto, esta alocação poderá ser modificada para sequencial se acionado um dos gatilhos previstos na operação, que buscam proteger o CRI sênior da deterioração do colateral e da concentração excessiva.

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

Analistas

Juliana Ayoub
+55 11 4504-2200
juliana.ayoub@fitchratings.com

Robert Krause
+55 11 4504-2211
robert.krause@fitchratings.com

Análise de Dados

Aplicação de Critério

A abordagem utilizada para analisar esta transação seguiu as metodologias “Global Structured Finance Rating Criteria”, publicada em 4 de agosto de 2011; “Rating Criteria for RMBS in Latin America”, de 17 de março de 2011, e “Critério de Avaliação para RMBS no Brasil”, de 24 de outubro de 2007.

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

Modelagem de Perdas

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

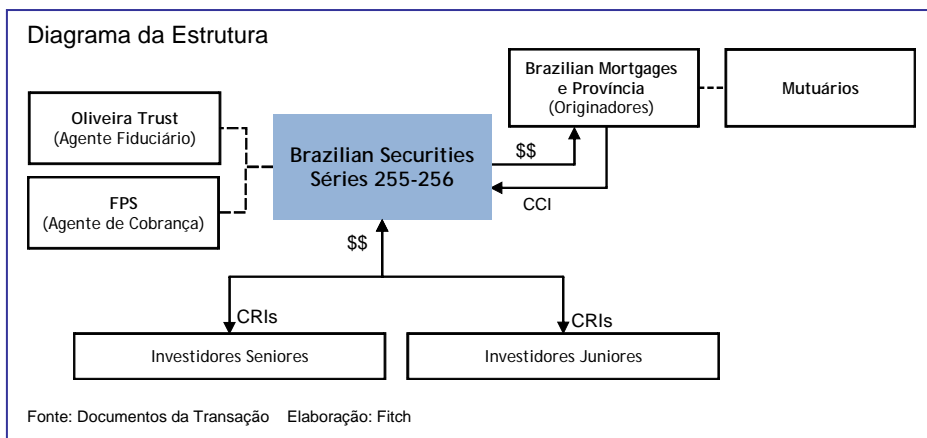
A Fitch recebeu da BS informação detalhada sobre os contratos da operação, com data-base em 1 e 15 de agosto de 2011. Entre as características, destacam-se saldo devedor; prazo decorrido (*seasoning*) e histórico de inadimplência; fluxo das parcelas vincendas; valor do imóvel; taxa de juros do contrato; verificação de apontamentos em órgãos de proteção ao crédito (Serasa) e comprometimento de renda (DTI).

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

Modelagem dos Fluxos de Caixa

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

Estrutura Legal



Metodologia Aplicada

“Global Structured Finance Rating Criteria”, 4 de agosto de 2011

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

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

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

A Brazilian Securities emitiu, em 20 de agosto de 2011, as séries 255 e 256 de sua primeira emissão de CRIs, sendo a 256ª subordinada à 255ª. Os CRIs seniores foram distribuídos mediante oferta pública, e os subordinados serão inicialmente mantidos pela BS.

O lastro desta securitização são contratos de financiamento originados pela BM e pela Província e cedidos à BS. Todos os créditos imobiliários securitizados estão submetidos ao regime fiduciário e separados do patrimônio da securitizadora. Os créditos são destinados especificamente à liquidação dos CRIs e demais obrigações relativas à emissão analisada por este relatório.

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

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

Partes da Transação

Função	Nome	Ratings	Perspectiva
Emissor	Brazilian Securities	'A-(bra)'	Estável
Cedente	Brazilian Mortgages	'A-(bra)'	Estável
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

Declarações

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

Substituições

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

Esclarecimento

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

Análise do Colateral

Na data de emissão, a carteira possuía saldo devedor total de BRL50.782.756 e era composta por 437 contratos de crédito imobiliário, concedidos a igual número de tomadores. A taxa média poderada dos contratos é de 16% ao ano e o prazo remanescente, de 179 meses, em média. Dos contratos, 73% são prefixados, sendo o restante indexado à Taxa Referencial (TR), e todos são garantidos por alienação fiduciária do imóvel. Um resumo com as principais características da carteira está no *Apêndice A* e o critério de concessão de crédito utilizado para financiamentos por parte da BM está detalhado no *Apêndice B: Originação*.

Índices de LTV e DTI

O índice de LTV é considerado de grande importância para a análise de carteiras de créditos imobiliários residenciais. Através do LTV pode-se medir o incentivo do devedor para continuar pagando suas parcelas mensais, ou seja, quanto do financiamento original já foi quitado por ele. 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.

O DTI, por sua vez, indica o comprometimento de renda de cada devedor, ou seja, o quanto a parcela da dívida representa do seu orçamento mensal. A Fitch entende que o cruzamento das duas informações indicam não só a possibilidade, mas a capacidade do tomador de pagar as parcelas futuras.

O LTV médio ponderado da carteira é de 48%, percentual dentro da média observada em outras transações de CRIs avaliadas pela Fitch. O DTI médio ponderado da carteira é de 21%, percentual levemente abaixo da média do originado pela BM.

Para o cálculo de LTV, a Fitch utilizou o valor apurado no laudo de avaliação da propriedade no momento da contratação do financiamento imobiliário, enquanto que para o cálculo de DTI foi utilizado o valor mais alto de prestação em relação à renda familiar bruta.

Perfil do Tomador

Cerca de 80% dos tomadores desta carteira tiveram seu crédito concedido na BM ou na Província no último ano. Desta forma, possuem pouco histórico de pagamento. O prazo dos contratos é, em média, de 15 anos, e 5% apresentam algum apontamento em órgãos de restrição de crédito. O valor médio do crédito concedido é de BRL116 mil, para aquisição de imóveis de baixo-médio padrão. A maioria dos tomadores encontra-se na faixa entre 10 e 20 salários mínimos, o que condiz com os imóveis elegidos para aquisição. Este perfil de tomador é esperado para a maior parte da vida da transação, modificando-se somente ao se aproximar do vencimento, quando há maior presença de tomadores com menor renda.

Seasoning e Inadimplência

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

Posição e Histórico de Inadimplência

Faixas de Atraso	Atual		Últimos 12 meses	
	Saldo Devedor (BRL)	% Total*	Saldo Devedor (BRL)	% Total*
0-30	4.717.431	9,3%	NA	NA
30-60	1.586.990	3,1%	7.741.287	15,2%
60-90	1.347.952	2,7%	2.755.760	5,4%
>90	3.249.029	6,4%	4.676.259	9,2%
Total	10.901.402	21,5%	15.173.306	29,9%

* Percentual da carteira

Fonte: Brazilian Securities

Elaboração: Fitch Ratings

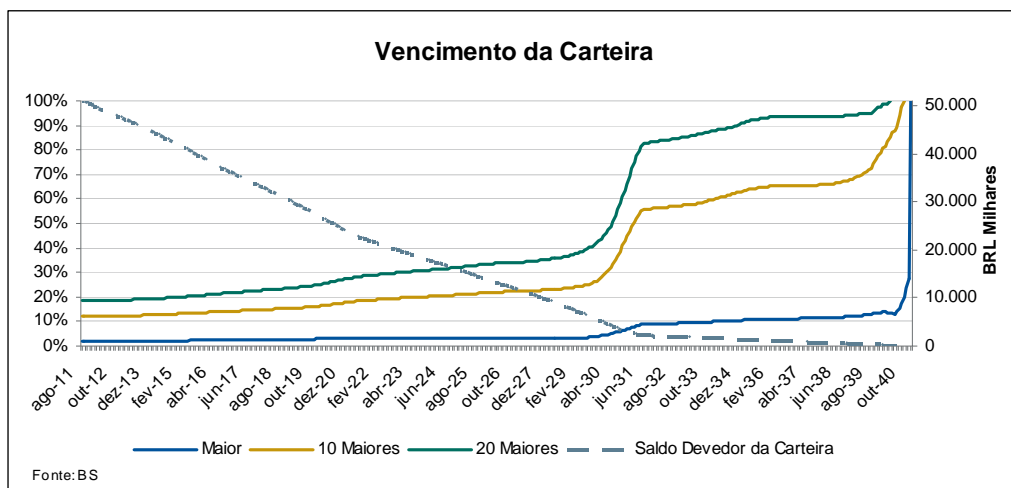
A carteira contém 15 contratos com atraso superior a 90 dias. Em sua modelagem, a Fitch os considera como perda. Mesmo com baixo prazo decorrido, tanto o histórico de inadimplência quanto a posição atual indicam uma impontualidade consideravelmente elevada para as faixas de atraso superiores a 90 dias.

Em comparação a outras séries, a inadimplência está acima do esperado, agravando-se especialmente nas faixas mais elevadas. Enquanto nas outras séries emitidas pela mesma emissora e avaliadas pela Fitch a média de inadimplência acima de 60 e 90 dias é 1,8% e 1,2%, respectivamente, nesta o índice alcança 9,1% e 6,4%.

Concentração Geográfica e Por Tomador

Um risco relevante a ser considerado na maior parte das operações de securitização de crédito imobiliário no Brasil é a concentração por devedor. A pulverização desta carteira é razoável. O maior tomador representa 2% do saldo total da carteira, porém os dez maiores representam 12% e os 20 maiores, 18%, percentuais menores do que o observado em outras operações.

Conforme ilustrado no gráfico abaixo, sem considerar qualquer pré-pagamento ou simulação de inadimplência, a maior parte dos contratos vencerá até o primeiro semestre de 2031, período no qual a concentração se agravará consideravelmente.



Com a ocorrência de pré-pagamentos, execuções de garantia de créditos inadimplentes e possíveis recompras após a emissão, além do fluxo natural de vencimento dos contratos, a concentração tende a piorar mais cedo. Em decorrência deste aumento, a volatilidade do fluxo recebido devido às inadimplências é significativamente maior, e poderá resultar em falta de liquidez em alguns períodos.

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.

Geograficamente, a carteira é concentrada no estado de São Paulo - 51% dos créditos são garantidos por imóveis localizados nesse estado. Além disso, há concentração relativa no Paraná (11%) e em Santa Catarina (10%). A Fitch ajusta as estimativas de perda quando há uma concentração que se distancie do PIB por estado, que no caso destes estados é de cerca de 34%, 6% e 4%, respectivamente.

Indexador dos Contratos

Como a maior parte do lastro não tem indexador (73%) ou está indexada à Taxa Referencial (TR), as parcelas dos contratos apresentam uma clara previsibilidade, o que contribui para o

Concentração Geográfica

Estado	Saldo Devedor (BRL)	% Total
AM	83.145	0,2%
MT	375.683	0,7%
MG	1.966.477	3,9%
BA	1.681.780	3,3%
GO	1.203.629	2,4%
RS	1.868.467	3,7%
TO	201.724	0,4%
SP	25.809.883	50,8%
PR	5.532.159	10,9%
CE	171.470	0,3%
PE	113.654	0,2%
SC	5.344.386	10,5%
PB	549.549	1,1%
ES	97.507	0,2%
RJ	3.366.597	6,6%
AL	369.209	0,7%
SE	292.185	0,6%
DF	1.755.254	3,5%

Fonte: Brazilian Securities

Elaboração: Fitch Ratings

planejamento financeiro dos tomadores.

Modelagem de Perdas

Perda Bruta

Para o cálculo de perda bruta esperada (ou cenário base) da carteira, primeiramente foi feita uma estimativa da perda base de cada contrato, considerando o cruzamento das informações de LTV e DTI. A partir da matriz de probabilidade de perda bruta, foi alcançado o percentual médio ponderado de 4,2%. Este valor foi, então, ajustado para refletir outras características específicas da carteira. O somatório destes ajustes aumentou a média do cenário base de perda bruta para 5,1%. A principal variável que contribuiu para uma menor elevação de perda foi a ausência de correção monetária para a maior parte do lastro, já que a matriz de probabilidade de perda é baseada em contratos indexados à TR, e é aplicado um benefício de 10% aos contratos pré-fixados.

Recuperação e Perda Líquida

Para o rating 'A-(bra)', a Fitch aplica um MVD médio de 25% sobre o valor do imóvel na data de origem do crédito. Os custos de execução aplicados, considerando a categoria de rating, são de 14% sobre o valor da propriedade. Com base nos moderados índices de LTV, chega-se a uma recuperação média ponderada para créditos executados de 96%. Devido ao curto *seasoning* e apoiada em avaliações recentes, que contemplam o considerável aumento de preços no mercado imobiliário nos últimos três anos, a Fitch também aplicou um cenário de estresse com recuperação média de 90%.

Tendo em vista que a estimativa de perda bruta é de 5,15%, a perda líquida esperada da carteira é de 0,2%, sem considerar o custo de carregamento do imóvel ao longo do prazo de recuperação.

Estrutura Financeira e Modelagem de Fluxo de Caixa

A série 255 possui carência de um mês e remuneração de 12,5% ao ano, enquanto a 256 conta com carência de seis meses e remuneração de 32,6066% ao ano. O objetivo das carências é formar fundos de reserva, despesa e liquidez para cobrir eventuais insuficiências financeiras. A alocação de recursos é inicialmente feita de forma *pro rata* (ver tabela ao lado). Não há correção monetária.

A fonte de pagamentos de juros e principal dos CRIs são as arrecadações de créditos imobiliários, os fundos de reserva e eventuais execuções de garantias. Uma deterioração na performance do lastro ou um aumento relevante da exposição dos CRIs seniores ao pagamento de poucos tomadores, ou seja, da concentração, ensejará uma mudança na alocação de recursos, que passará a ser sequencial. Neste formato, todos os recursos serão direcionados ao pagamento dos CRIs seniores e, somente após a liquidação total da 255ª série, a 256ª série receberá recursos para sua amortização.

Reforço do Crédito

Sobrecolateralização

Com base em 15 de agosto de 2011, os investidores seniores possuem como garantia apenas 6,9% na forma de sobrecolateralização. Em outras palavras, há mais 6,9% em ativos que o necessário para quitar a dívida sênior. Este valor é inferior à subordinação inicial apresentada, uma vez que a Fitch desconsidera os créditos inadimplentes por mais de 180 dias em seu cálculo de reforço de crédito. Se houver recuperação integral destes créditos, o reforço deverá se elevar a 10%.

Excesso de Spread

Os investidores também podem contar com o excesso de *spread* durante a alocação sequencial (*turbo*). Deduzindo despesas operacionais médias de 0,75%, estimadas por meio de uma ponderação sobre o saldo devedor da carteira, há um excesso de *spread* bruto de cerca de 4% ao ano. Na modelagem dos fluxos de caixa, a Fitch simula despesas de 1,5% para

Ordem de Alocação de Recursos (Simplificado)

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

Elaboração: Fitch Ratings

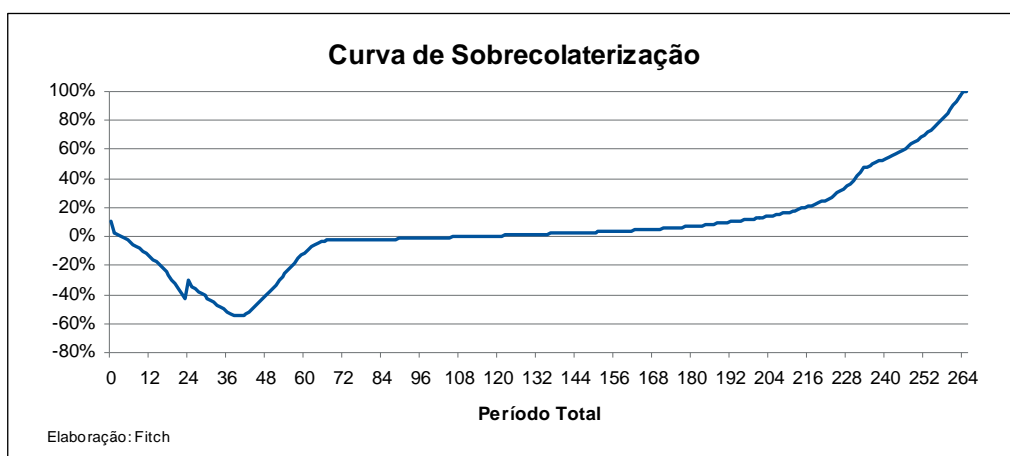
ter em conta eventuais custos adicionais em um cenário de estresse e substituição de prestadores de serviço.

Amortização nos CRIs

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

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

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



Análise de Cenários

A estrutura da transação foi submetida a diversos cenários de estresse para avaliar a perda bruta máxima que o reforço de crédito suporta para o pagamento integral do CRI sênior. Na

modelagem dos fluxos de caixa, a Fitch aplicou uma recuperação sobre créditos imobiliários inadimplentes de 90% e um prazo de recuperação de 24 meses. A agência simulou:

- Cenários sem e com pré-pagamentos. Foram aplicados pagamentos antecipados de até 25%, em termos anualizados. Os pré-pagamentos foram aplicados sobre o saldo devedor de cada mês;
- Curvas de perda com perda bruta acumulada no início da transação. No primeiro cenário, a agência levou em conta o *seasoning* médio dos créditos e distribuiu as perdas nos primeiros 43 meses da transação.

Os cenários com pagamentos antecipados são os mais estressados, pois ao considerar uma perda elevada, e consequente mudança na alocação de recursos para sequencial, o excesso de *spread* disponível diminui em função desses pré-pagamentos. Ao simular uma curva de perda concentrada no início da operação, a perda bruta máxima suportada pela estrutura é de 47% do saldo devedor inicial da carteira. A operação suporta, portanto, a perda bruta esperada em quase oito vezes a perda-base.

A outra abordagem é feita em função da concentração da carteira. A Fitch considerou os dez maiores contratos como perda no primeiro ano da operação, aplicando uma recuperação 24 meses depois, estresse suportado pela operação. Para os anos seguintes, foi considerada a estrutura relacionada também aos dez maiores devedores. Como apresentado em seções anteriores deste relatório, a operação contém um gatilho de concentração relacionado aos dez maiores tomadores. À medida que a concentração da carteira se eleva, o reforço de crédito necessário para manter o regime *pro rata* também aumenta, diminuindo o potencial de perdas para os CRI seniores provocadas por inadimplências no final da transação. Neste sentido, a operação também se beneficia do gatilho de *clean up*, que deve ser acionado alguns anos antes do vencimento final dos CRIs.

Risco das Contrapartes

Originadores e Cedentes

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

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

Risco de *Commingling*

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

Master Servicer e *Servicer* (Cobrança)

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

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

Performance Analítica

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

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

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

Pesquisa Relacionada

Publicação

Special-Purpose Vehicles in Structured Finance Transactions	Junho de 2011
Relatório Sintético: Brazilian Securities Companhia de Securitização	Junho de 2011
Relatório Sintético: Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária	Junho de 2011

As publicações acima se encontram nos sites da Fitch: www.fitchratings.com e www.fitchratings.com.br
^a Metodologias podem ser atualizadas. Os leitores devem sempre buscar a última metodologia disponível nos sites acima
Fonte: Fitch

Apêndice A: Comparação entre Pares

Tabela de Comparação

	Brazilian Securities 2011-255	Brazilian Securities 2011-242	Brazilian Securities 2011-253	Brazilian Securities 2011-130	Brazilian Securities 2011-203	Brazilian Securities 2011-69	Gaia Securitizadora 2009-1
Rating	A-(bra)	A(bra)	A-(bra)	A(bra)	AAA(bra)	AA(bra)	AAA(bra)
Saldo Devedor da Carteira	50.782.756	20.695.051	26.496.188	27.093.160	258.629.311	99.356.870	24.501.006
Subordinação	10%	10%	10%	11%	10%	13%	20,9%
Reforço de Crédito	6,9%	9,7%	10%	11%	10%	13%	20,9%
Originação	Brazilian Mortgages	Brazilian Mortgages	Mista	Mista	CEF	Banco ABN Amro Real S.A.	Banco Matone S.A.
Número de Contratos	437	141	178	267	4.324	1.294	139
10 Maiores Tomadores	12,2%	28,2%	25,5%	15%	2%	NA	20,5%
Maior Estado	50% SP	54% SP	66% SP	58% SP	27,10%	80,10%	66,60%
LTV Médio Ponderado	48%	41,96%	48,89%	54,40%	35,15%	43,67%	67,10%
DTI Médio Ponderado	20%	máx. 30%	máx. 30%	ND	15%	18%	22%
Seasoning Ponderado	7 meses	7 meses	4 meses	11 meses	38 meses	27 meses	10 meses
Prazo Remanesc. Ponderado	179 meses	154 meses	201 meses	171 meses	70 meses	112 meses	253 meses
Indexador	Não há	Não há	IGP-M	IGP-M	TR	TR	TR
Taxa de Juros Média	16,00%	17,60%	12,54%	11,90%	10,81%	11,84%	12,35%
Perda Bruta Estimada	5,1%	10,3%	10,5%	12,8%	3,2%	3,7%	7,4%
Alienação Fiduciária	100%	100%	100%	98%	100%	30%	100%
Recuperação	90%	91%	80%	87%	78%	34%	49%

Apêndice B: Originação

Brazilian Mortgages

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

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

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

Crítérios para Concessão de Crédito

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

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

Apêndice D: Sumário da Transação

Brazilian Securities Companhia de Securitização

Brasil/RMBS

Estrutura de Capital

Classe/Série	Rating	Perspectiva	Montante (BRLmi)	Reforço de Crédito	Taxa de Juros	Frequência de Pagamento	Vencimento Final	ISIN
2011-255	A-(bra)	Estável	45.704.480	10%	12,5% a.a.	Mensal	Fev/41	BRBSCSRI6J7
2011-256	NA	NA	5.078.276	-	32,6066% a.a.	Mensal	Fev/41	BRBSCSRI6K5
Total			50.782.756					

NA – Não avaliada

Informações Relevantes

Data de emissão	20 de agosto de 2011	Participantes	
País/Ativo	Brasil / RMBS	Emissor	Brazilian Securities
País/SPE	Brasil	Cedente	Brazilian Mortgages Cia Hipotecária
Estrutura	Pass-Through sem revolvência	Agente Fiduciário	Oliveira Trust DTVM S.A.
Analistas	Juliana Ayoub +55 (11) 4504-2200 Robert Krause +55 (11) 4504-2211	Agente de Cobrança	FPS Negócios Imobiliários Ltda.
		Banco Arrecadador	Banco Itau Unibanco S.A.
		Coordenador Líder	Banco Ourinvest S.A.

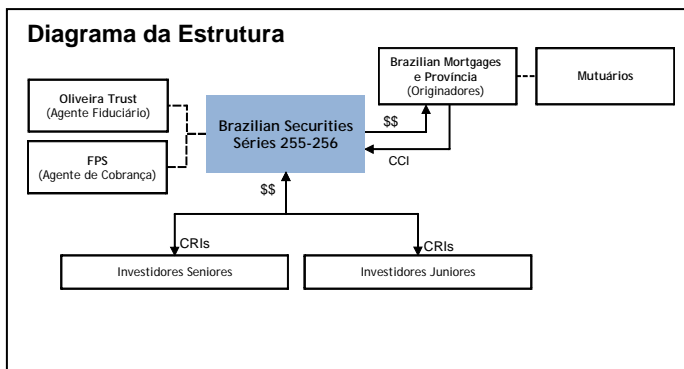
Sumário

Fundamentos dos Ratings

Inadimplência Elevada: Segundo posição atualizada recebida pela Fitch, 21% da carteira se encontram inadimplentes, sendo 12% há mais de 30 dias, e 6,4%, acima de 90 dias. A agência considera estes índices elevados, o que, junto ao baixo prazo médio decorrido dos contratos (*seasoning*), de nove meses, indica certa dificuldade de pagamento de parte representativa do lastro. Este fator foi considerado na análise e foi contrabalanceado por um forte potencial de recuperação, dada a razão entre a dívida e o valor do imóvel (*loan-to-Value - LTV*) média de 48%.

Reforço de Crédito e Excesso de Spread: Com base em 15 de agosto de 2011, a 255ª série de CRIs (CRI sênior) possui um reforço de crédito corrente de apenas 6,9% na forma de sobrecolateralização. Este valor é inferior à subordinação de 10%, pois desconsidera os créditos inadimplentes por mais de 180 dias em seu cálculo. Em função da estrutura da operação e em comparação com emissões semelhantes, a Fitch considera o reforço de crédito condizente com o rating 'A-(bra)'.
Alocação dos Recursos: Esta emissão apresenta uma ordem de alocação de recursos *pro-rata*. Em condições esperadas, após o pagamento de despesas, o fluxo de caixa advindo dos créditos é dividido entre os investidores seniores e juniores em igual proporção à estrutura de capital inicial, respeitando-se um valor mínimo de amortização ao CRI sênior antes de tal distribuição. Entretanto, esta alocação poderá ser modificada para sequencial se acionado um dos gatilhos previstos na operação, que buscam proteger o CRI sênior da deterioração do colateral e da concentração excessiva.

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



TODOS OS RATINGS DE CREDITO DA FITCH ESTAO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). AS DEFINIÇÕES E TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM WWW.FITCHRATINGS.COM. 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.