

Brazilian Securities Companhia de Securitização

Série 2011-269

Relatório Analítico

Neste Relatório

Estrutura de Capital.....	1
Sumário da Transação.....	1
Fundamentos dos Ratings.....	1
Análise de Dados.....	2
Transação e Estrutura Legal.....	3
Análise do Colateral.....	4
Estrutura Financeira e Modelagem do Fluxo de Caixa.....	6
Risco das Contrapartes.....	8
Performance Analítica.....	8
Pesquisa Relacionada.....	10
Apêndice A: Comparação entre Pares.....	11
Apêndice B: Originação.....	12
Apêndice C: Sumário da Transação.....	13

Estrutura de Capital

Classe/Série	Montante (BRLmi)	Vencimento Final	Rating	Reforço de Crédito Inicial (%)	Perspectiva
2011-269	26.994.598,01	Nov/41	A-(bra)	10,0	Estável
2011-270	2.999.399,85	Nov/41	NA	--	--
Total da Emissão	29.993.997,86				

NA – Não avaliada.

Sumário da Transação

A Fitch Ratings atribuiu o Rating Nacional de Longo Prazo 'A-(bra)' (A menos (bra)) à 269ª 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 216 créditos imobiliários, predominantemente originados pela Brazilian Mortgages (BM). O rating reflete a expectativa de pagamento integral do principal investido, corrigido pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), acrescido de juros de 8% ao ano, até o vencimento final da transação, em 20 de novembro de 2041.

Fundamentos dos Ratings

Concentração: Como na maior parte das transações de CRIs, a carteira de créditos securitizada é concentrada. Os dez maiores tomadores representam 21,1% da carteira.

Refinanciamentos: A grande maioria dos créditos são refinanciamentos (81,9%), ou seja, os tomadores buscam crédito e fornecem um imóvel como garantia. Este tipo de crédito foi introduzido pela BM em 2007, portanto, o histórico de desempenho é limitado.

Inadimplência: De acordo com informações recebidas pela Fitch até 12 de janeiro de 2012, 19,3% da carteira registravam atraso de até trinta dias e 9,1% dos tomadores se encontram inadimplentes há mais de trinta dias (sendo 2% acima de sessenta dias). A agência considera estes índices elevados, tendo em vista o baixo prazo decorrido (*seasoning*) da carteira.

Índice de LTV Médio Ponderado da Carteira: O valor médio da dívida em relação à garantia (LTV) é de 47,1%, o que reduz a expectativa de perda dos créditos e proporciona elevado potencial de recuperação para créditos inadimplentes.

Reforço de Crédito e Alocação de Recursos: A 269ª série de CRIs (CRI sênior) possui reforço de crédito inicial de 10%, na forma de sobrecolateralização. Este reforço é adequado para o rating 'A-(bra)' (A menos(bra)), tendo em vista o perfil da carteira e a estrutura da operação, que conta com gatilhos que visam a proteger o CRI sênior da deterioração do colateral e da concentração excessiva. Estes mecanismos alteram a ordem de alocação de recursos de *pro rata* para turbo.

Analistas

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

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

Modelagem de Perdas

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

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 (*Loan to Value*) 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 informações detalhadas sobre os contratos da operação, com data base de 1º de novembro de 2011, e atualizações até 12 de janeiro de 2012. Dentre as informações recebidas destacam-se o saldo devedor; o comprometimento de renda (DTI) para parte dos créditos originados pela Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária (BM); o prazo decorrido (*seasoning*); o histórico e a posição atual de inadimplência; o fluxo das parcelas vincendas; o valor do imóvel; a taxa de juros do contrato; e a verificação de apontamentos em órgãos de proteção ao crédito (Serasa).

A Fitch não recebeu informações do comprometimento de renda para os créditos originados por incorporadoras (7,7% da carteira). A Fitch ajustou a expectativa de perda para estes contratos aplicando um ajuste adicional entre 25% e 30% acima do comprometimento de renda máximo praticado por instituições financeiras.

Com o objetivo de estimar a severidade de perda para financiamentos inadimplentes e a perda líquida da carteira, a agência aplicou cenários de estresse sobre o valor dos respectivos imóveis em garantia (*market value declines* - MVD) e incluiu estimativas de 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*).

Metodologia Aplicada

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

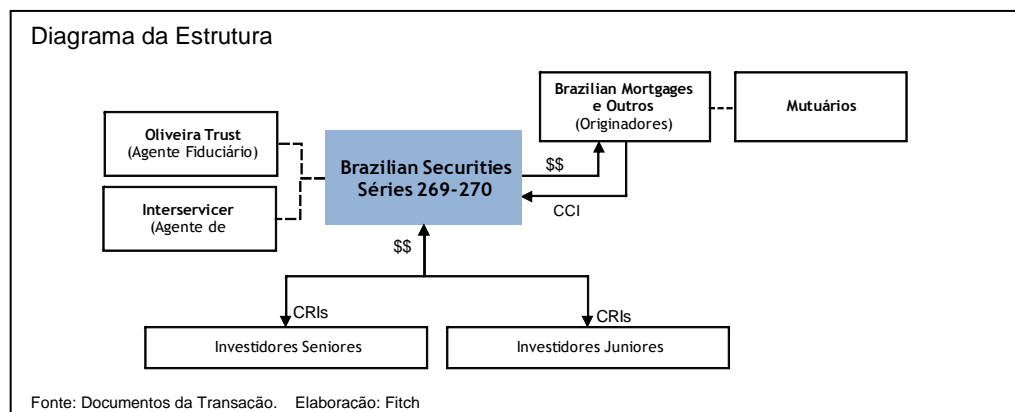
Rating Criteria for RMBS in Latin America, 17 de março de 2011;

Counterparty Criteria for Structured Finance Transactions, 14 de março de 2011;

Global Structured Finance Rating Criteria, 4 de agosto de 2010;

Special-Purpose Vehicles in Structured Finance, 13 de junho de 2011.

Transação e Estrutura Legal



A Brazilian Securities emitiu, em 20 de novembro de 2011, as séries 269 e 270 de sua primeira emissão de CRIs, sendo a 270ª série subordinada à 269ª série. Os CRIs seniores foram distribuídos mediante oferta pública, e os subordinados são inicialmente mantidos pela BS.

A emissão conta com regime fiduciário e os ativos e passivos estão, portanto, separados do patrimônio da securitizadora. Os créditos são destinados especificamente à liquidação dos CRIs e às demais obrigações relativas à emissão analisada.

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 Interservicer – Serviços de Crédito Imobiliário Ltda. (Interservicer).

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.

Declarações

A emissora declarou, por meio do prospecto de distribuição, que os créditos imobiliários não possuem ônus, agravos e restrições, que estão vinculados a imóveis performados e que detêm 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, e este deve ter a 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 poderão 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, 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 BRL29.786.394 e era composta por 216 contratos de crédito imobiliário, concedidos a 215 tomadores. A taxa média ponderada dos contratos é de 12,85%, e é corrigida pelo IGP-M. O prazo médio remanescente é de 121 meses. Do total, 92,9% foram originados pela BM, enquanto os demais créditos foram originados por nove incorporadoras. Todos os créditos são garantidos por alienação fiduciária. Um resumo com as principais características da carteira está no *Apêndice A*.

Índices de LTV e DTI

A Fitch analisa as expectativas de perda por meio do cruzamento das informações de LTV e DTI. Pelo índice de LTV, pode-se medir o incentivo do tomador em continuar pagando suas parcelas mensais, pois o indicador mostra o capital próprio comprometido. O índice de DTI indica a capacidade do tomador de realizar esses pagamentos, pois demonstra o quanto de sua renda está destinado ao pagamento das parcelas do contrato. O LTV também serve para derivar a recuperação esperada no caso de inadimplência de algum crédito.

O LTV médio ponderado da carteira é de 47,1%, percentual dentro da média das transações de CRIs. Para o cálculo do 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, quase 93% da carteira apresentam DTI igual a ou menor do que 30%. O DTI médio ponderado para os contratos originados pela BM é de 20,9%, e o DTI é calculado pela razão entre o valor da parcela mensal mais elevada e a renda bruta mensal familiar na data de concessão do crédito. Pelos critérios da BM, a renda familiar abrange apenas a dos cônjuges, não sendo admitida outra composição. Para os créditos que não foram originados pela BM não há verificação do comprometimento de renda.

Perfil do Tomador

Como em outras transações da BS, a carteira cedida apresenta dois tipos de tomadores: os que buscam financiamento para aquisição de um imóvel (18,1% do total) e os que buscam crédito e fornecem um imóvel como garantia (refinanciamento, equivalente aos 81,9% restantes). Todos os contratos de refinanciamento desta emissão foram originados pela BM e seu critério de concessão de crédito, utilizado para refinanciamentos e financiamentos, está detalhado no Apêndice B: Originação. O processo de concessão de refinanciamentos é idêntico ao dos financiamentos, com a limitação de um índice de LTV máximo de 50% para refinanciamentos (contra 80% para financiamentos).

A Fitch assume em sua análise que a expectativa de perda para refinanciamentos é consideravelmente mais alta do que para financiamentos, se ambos os créditos tiverem medidas de crédito similares. Isto se deve ao curto histórico de desempenho para refinanciamentos, que são originados em volume significativo desde 2007 pela BM.

Os imóveis que garantem os créditos securitizados são, em sua maioria, de uso residencial, mas há oito créditos que representam financiamento de imóvel comercial (1,1% do saldo devedor da carteira). O histórico de desempenho destes créditos também é limitado, portanto, também são penalizados na análise de perdas.

Seasoning e Inadimplência

A Fitch analisa o histórico de pagamentos e a atual porcentagem de atrasos para inferir o comprometimento do tomador em efetuar os pagamentos em dia.

Posição e Histórico de Inadimplência

Faixas de Atraso	Atual		Período de 12 meses	
	Saldo Devedor (BRL)	% Total	Saldo Devedor (BRL)	% Total*
30-60	2.115.851	7,10%	533.171	1,79%
60-90	580.691	1,95%	540.451	1,81%
>90	0	0,00%	358.088	1,20%

Fonte: Brazilian Securities

Elaboração: Fitch Ratings

Todos os créditos com atraso superior a trinta dias na carteira securitizada foram originados pela BM. Em 12 de janeiro de 2012, o índice de inadimplência acima de trinta dias alcança 9,1%, dos quais 2% são atrasos acima de sessenta dias. Nesta data, não havia créditos com atraso superior a noventa dias.

No entanto, o prazo decorrido dos créditos era baixo para os originados pela BM, de aproximadamente cinco meses em janeiro de 2012, enquanto 19,3% da carteira se encontravam inadimplentes por até trinta dias. Existe o risco de que, nos próximos meses, parte significativa destes créditos migre para faixas de atraso mais elevadas.

A análise do histórico de pagamentos e o cruzamento com as informações do comprometimento dos tomadores dos créditos concedidos pela BM ficaram prejudicados pelo baixo prazo decorrido.

Concentração Geográfica e Por Tomador

A exposição a concentrações por devedor é um risco relevante nas operações de securitização de crédito imobiliário no Brasil. A emissão analisada neste relatório está altamente concentrada em poucos tomadores. A carteira selecionada é representada por apenas 216 contratos de 215 devedores. O maior tomador representa 3,5% do saldo total da carteira, e os dez maiores, 21,1%.

Com o passar do tempo, a exposição a um baixo número de tomadores se agrava. Com o objetivo de minimizar os impactos decorrentes da elevada concentração, a operação conta com um gatilho que altera a ordem de alocação de recursos de *pro rata* para *turbo*. Mais detalhes sobre o funcionamento do gatilho e seus efeitos na modelagem dos fluxos de caixa serão apresentados ao longo deste relatório.

Geograficamente, os imóveis que lastreiam esta operação se concentram nos estados de São Paulo (52%), Bahia (12%) e Goiás (8%). A Fitch ajusta as estimativas de perda quando há uma concentração que se distancie da representatividade do PIB de tal estado sobre o total nacional - no caso, de 34%, 4% e 1%, respectivamente.

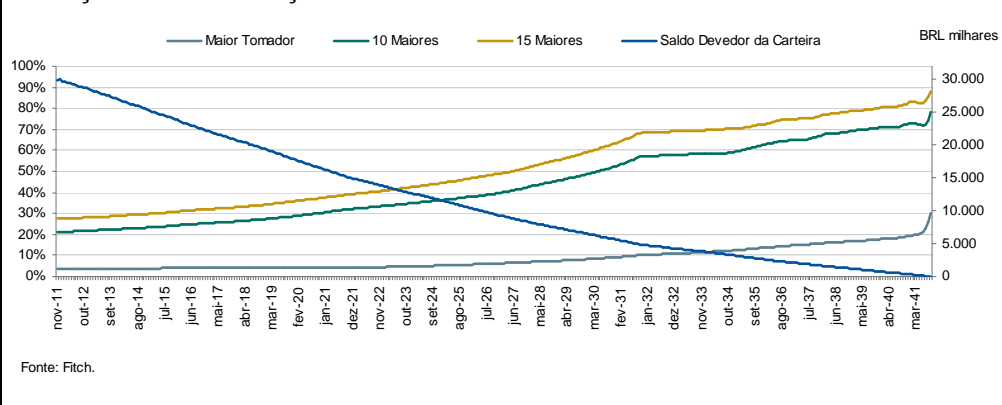
Concentração Geográfica

Estado	Saldo Devedor (BRL)	% Total
SP	15.566.722	51,9%
BA	3.671.612	12,2%
GO	2.475.695	8,3%
SC	1.496.975	5,0%
RS	1.076.154	3,6%
DF	858.680	2,9%
RN	854.571	2,8%
MG	733.837	2,4%
CE	652.646	2,2%
PR	597.271	2,0%
Outros	2.009.837	6,7%

Fonte: Brazilian Securities

Elaboração: Fitch Ratings

Evolução da Concentração da Carteira



Premissas para Modelagem

Perda Bruta

Para estimar a 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 da perda base da carteira foi de 7,8%. Este valor foi, então, ajustado para refletir outras características da carteira, como histórico de inadimplência e inadimplência atual, apontamentos no Serasa, concentração geográfica e indexador dos contratos, entre outros. O somatório destes ajustes elevou a expectativa de perda bruta para 12,4%. O componente de maior peso foi a presença de refinanciamentos, seguida pela correção monetária.

Recuperação e Perda Líquida

Para o rating 'A-(bra)' (A menos (bra)), a Fitch aplica um MVD médio de 25% sobre o valor do imóvel na data de originação 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 dos créditos (LTV médio de 47,1%), chega-se a uma recuperação média ponderada para créditos executados de quase 98,9%. Devido ao baixo *seasoning* da carteira e apoiada em avaliações de imóveis recentes, que contemplam o considerável aumento de preços no mercado imobiliário nos últimos três anos, a Fitch também simulou um cenário de estresse com recuperação média de 85%.

Estrutura Financeira e Modelagem do Fluxo de Caixa

A série 269 possui carência de um mês e remuneração de 8% ao ano, enquanto a série 270 conta com carência de seis meses e remuneração de 51,1141% ao ano. Ambas são corrigidas mensalmente pelo IGP-M. O objetivo das carências é formar fundos de reserva e liquidez para cobrir eventuais insuficiências de recursos. A alocação de recursos é inicialmente feita de forma *pro rata* (ver tabela ao lado).

As fontes de pagamentos de juros e principal nos CRIs são as arrecadações nos créditos imobiliários, os fundos de reserva e eventuais execuções de garantias. Uma deterioração na performance do lastro ou aumento relevante da exposição dos CRIs seniores ao pagamento de poucos tomadores, ou seja, da concentração, ensejará 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 269ª série, a 270ª série receberá recursos para sua amortização.

Reforço de Crédito

Sobrecolateralização

Os investidores seniores possuem como garantia um reforço de crédito inicial de 10%, calculado por intermédio do índice de sobrecolateralização entre o saldo devedor da carteira de créditos imobiliários e o saldo devedor do CRI sênior, de BRL26.994.598.

Excesso de Spread

Os investidores também podem contar com o excesso de *spread* durante a alocação *turbo*. Deduzindo despesas operacionais médias de 0,5% ao ano, estimadas por meio da ponderação dos custos sobre o saldo devedor da carteira, há um excesso de *spread* bruto de cerca de 5,1% ao ano anterior ao pagamento de juros da série subordinada. Na modelagem dos fluxos de caixa, a Fitch simula despesas de 1,5% ao ano para contar com eventuais custos adicionais em um cenário de estresse e substituição de prestadores de serviço. Assim, o *spread* bruto se reduz para 4,1%.

Amortização dos CRIs

As amortizações dos CRIs ocorrerão todo dia 20 de cada mês 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 *turbo* são:

Ordem de Alocação de Recursos (Simplificada)

- (1) Pagamento de despesas
- (2) Pagamento de juros aos CRIs seniores
- (3) Pagamento de principal aos CRIs seniores (segundo tabela de amortização)
- (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

- Falência, procedimento de recuperação judicial e insolvência da BS;
- Caso o índice de sobrecolateralização seja 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 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, 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 o 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, no máximo, 85% e um prazo de recuperação de 36 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/final da transação. No primeiro cenário, a agência levou em conta o *seasoning* médio dos créditos e distribuiu as perdas nos primeiros 48 meses da transação. No outro cenário, as perdas acumuladas ocorrem após o 47º mês.

Os cenários com pagamentos antecipados são os mais estressados. Ao simular uma curva de perda concentrada no início da operação, a perda bruta máxima suportada pela estrutura é de 49,7% do saldo devedor inicial da carteira. No cenário de perdas acumuladas no meio da transação, a estrutura suporta uma perda bruta de aproximadamente 65% do saldo da carteira esperado no início da simulação da primeira perda. A operação suporta, portanto, a perda bruta esperada em cerca de quatro vezes a perda base.

Como apresentado neste relatório, a estrutura contempla 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. Ao considerar a forma de mitigar o risco de concentração, o resultado está em linha com os cenários de estresse associados ao rating 'A-(bra)' (A menos (bra)).

Pré-Pagamentos

A Fitch tem observado nos últimos anos, nas operações analisadas, uma média de pré-pagamentos de 10% ao ano para créditos originados por construtoras. Em relação a instituições financeiras, o índice é consideravelmente menor, de cerca de 3% ao ano. Apesar de a BM ser uma instituição financeira, a Fitch tem observado um índice de pré-pagamento mais parecido com o de incorporadoras do que com o de outras instituições financeiras. Um dos motivos seria a taxa de juros mais elevada, que incentiva a ocorrência de pré-pagamentos e refinanciamento através de outros agentes financeiros. Ao simular a expectativa de perda base desta carteira, junto com uma taxa anual de pré-pagamento de 10%, e considerando os gatilhos que possam ser acionados, a Fitch espera que os CRIs seniores sejam amortizados integralmente por volta de 2023.

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 Fitch, 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 Interservicer 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 Interservicer 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 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 verificadas todo mês pelos analistas. A Fitch espera receber informações detalhadas 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 desempenho 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, ela 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

Relatório Sintético: Brazilian Securities Companhia de Securitização	Junho de 2011
Relatório Sintético: Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária	Junho de 2011

As publicações acima estão nos sites da Fitch: 'www.fitchratings.com' e 'www.fitchratings.com.br'.
Fonte: Fitch

Apêndice A: Comparação entre Pares

Tabela de Comparação										
	2011-269	2011-261	2011-255	2011-253	2011-247	2011-242	2011-233	2011-224	2011-217	2009-130
Rating	A-(bra)	A-(bra)	A-(bra)	A-(bra)	A-(bra)	A(bra)	A(bra)	A(bra)	A(bra)	A(bra)
Saldo Devedor da Carteira (BRL)	29.993.998	35.418.578	50.782.756	26.496.188	14.576.798	20.695.051	21.019.717	13.140.902	13.715.945	27.093.160
Reforço de Crédito Inicial	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	11%
Quantidade de Contratos	216	200	437	178	145	141	137	75	87	265
10 Maiores Tomadores	21%	26%	12%	26%	32%	28%	33%	45%	43%	15%
Maior Estado	52% SP	63% SP	50% SP	66,3% SP	39% SP	54% SP	60% SP	57% SP	58% SP	58% SP
Maior Originador	93% BM	51% BM	100% BM	76% BM	71% BM	100% BM	72% BM	75% BM	82% BM	60% BM
LTV Médio Ponderado	47%	50%	48%	49%	42%	42%	51%	45%	51%	54%
Excesso de Spread Bruto	5,1%	5,1%	4,0%	4,5%	5,0%	6,0%	5,0%	4,4%	4,2%	N.A.
Perda Base	12,4%	11,7%	5,1%	10,5%	12,0%	10,3%	12,3%	11,7%	11,9%	12,8%
Seasoning Médio (meses)	3	4	7	4	8	7	7	4	7	7
Prazo Remanescente Médio (meses)	220	171	179	202	222	154	211	143	296	172
Taxa dos Contratos (a.a.)	12,8%	12,8%	16,0%	12,5%	13,1%	17,6%	12,2%	12,9%	11,9%	11,6%
Restrições no Serasa	15%	6%	6%	21%	16%	22%	4%	1%	1%	1%
Atraso superior a 30 dias	9%	15%	12%	6%	16%	10%	14%	0%	20%	6%
Atraso superior a 90 dias	0%	3%	6%	4%	0%	1%	0%	0%	1%	0%
Indexador	IGP-M	IGP-M	Pré	IGP-M	IGP-M	Pré	IGP-M	IGP-M	IGP-M	IGP-M

* No caso de créditos originados por construtoras, não é considerado o tempo entre o contrato de compra e venda e o contrato com alienação fiduciária (após a conclusão da obra). N.A. - Não Avaliado.

Fonte: Fitch

Apêndice B: Originação

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 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 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 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, e estas são então digitalizadas na própria loja. A documentação física é encaminhada ao escritório, e a liberação dos recursos é feita somente após a conferência dos documentos enviados. Uma vez recebida a requisição para aprovação de novo contrato, cada analista faz sua recomendação para aprovação do crédito, e estas são posteriormente supervisionadas e aprovadas pelo diretor responsável. Os critérios de originação são:

- 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 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 C: 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
2011-269	A-(bra)	Estável	26.994.598	10%	8% a.a.	Mensal	Nov/41	BRBSCSRI715
2011-270	N.A.	N.A.	2.999.400	-	51,1141% a.a.	Mensal	Nov/41	BRBSCSRI723
Total			29.993.998					

N.A. – Não avaliada

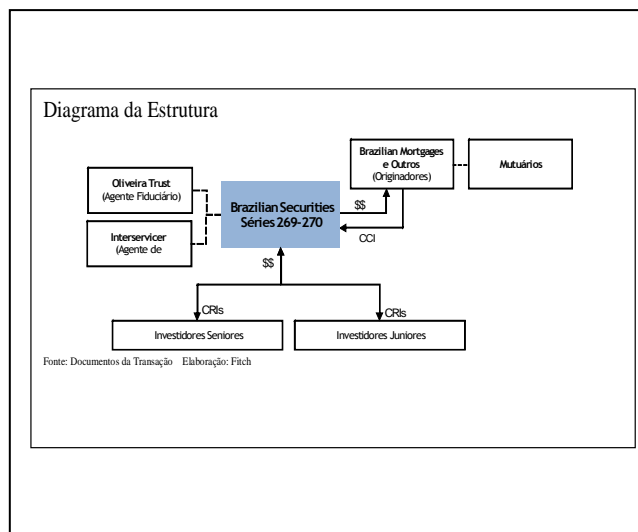
Informações Relevantes

Data de emissão	20 de novembro de 2011	Participantes	
País/Ativo	Brasil / RMBS	Emissor	Brazilian Securities
País/SPE	Brasil	Originadores/Cedentes	Diversos
Estrutura	Pass-Through sem revolvência	Agente Fiduciário	Oliveira Trust DTVM S.A.
Analistas	Robert Krause	Agente de Cobrança	Interservicer - Serviços de Crédito Imobiliário Ltda.
	+55 (11) 4504-2211	Banco Arrecador	Banco Itaú Unibanco S.A.
	Juliana Ayoub		
	+55 (11) 4504-2200		

Sumário

Fundamentos dos Ratings

- **Concentração:** Como na maior parte das transações de CRIs, a carteira de créditos securitizada é concentrada. Os dez maiores tomadores representam 21,1% da carteira
- **Refinanciamentos:** A grande maioria dos créditos são refinanciamentos (81,9%), ou seja, os tomadores buscam crédito e fornecem um imóvel como garantia. Este tipo de crédito foi introduzido pela BM em 2007, portanto o histórico de desempenho é limitado.
- **Inadimplência:** De acordo com informações recebidas pela Fitch até 12 de janeiro de 2012, 19,3% da carteira registravam atraso de até trinta dias e 9,1% da carteira se encontram inadimplentes há mais de trinta dias (sendo 2% acima de sessenta dias). A agência considera estes índices elevados, tendo em vista o baixo prazo decorrido (*seasoning*) da carteira.
- **Índice de LTV Médio Ponderado da Carteira:** O valor médio da dívida em relação à garantia (LTV) é de 47,1%, o que reduz a expectativa de perda dos créditos e proporciona elevado potencial de recuperação para créditos inadimplentes.
- **Reforço de Crédito e Alocação de Recursos:** A 269ª série de CRIs (CRI sênior) possui reforço de crédito inicial de 10%, na forma de sobrecolateralização. Este reforço é adequado para o rating 'A-(bra)' (A menos(bra)), tendo em vista o perfil da carteira e a estrutura da operação, que conta com gatilhos que visam a proteger o CRI sênior da deterioração do colateral e da concentração excessiva. Estes mecanismos alteram a ordem de alocação de recursos de *pro rata* para turbo.



Os ratings acima foram solicitados pelo, ou em nome do, emissor, e, portanto, a Fitch foi compensada pela avaliação dos ratings.

TODOS OS RATINGS DE CREDITO DA FITCH ESTAO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITACOES 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 © 2012 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.