



CAIXA
ECONÔMICA
FEDERAL

PA CERIS/SP 0953/15 # CONFIDENCIAL 20

São Paulo, 06 NOV 15

À

GIFUG/SP

Assunto: Avaliação de Aquisição de CRI com Recursos FGTS

Ref.: 123ª Série (Sênior) de CRI emitido pela RB Capital Companhia de Securitização S/A (RB Capital, Securitizadora, Emissora)
Caixa Econômica Federal (CAIXA, Instituição Financeira, Cedente, Originadora)

Senhor Gerente,

1 IDENTIFICAÇÃO DO EMISSOR

NOME	RB Capital Companhia de Securitização S/A
CNPJ	02.773.542/0001-22
RAMO DE ATIVIDADE	Securitização de créditos
PORTE (2T15)	PAT. LÍQ.: R\$ 16.401 mil
DATA DE CONSTITUIÇÃO	25/09/1998
LOCALIZAÇÃO	São Paulo/SP
RATING EMISSOR	"B"
VALIDADE	24/05/2016
DOCUMENTO	PA CERIS/SP 0275/15

2 RESULTADO DA AVALIAÇÃO DA OPERAÇÃO DE CRI

2.1 123ª Série da 1ª Emissão (Sênior)

RATING DA OPERAÇÃO		"AA"	
DATA DA AVALIAÇÃO	21/10/2015	VALIDADE PARA CONTRATAÇÃO	19/01/2016
		VALIDADE APÓS A CONTRATAÇÃO	24/05/2016

3 ASPECTOS RELEVANTES PARA O RESULTADO

3.1 Destacamos os seguintes aspectos relevantes observados nessa análise para a securitizadora e operação de CRI que embasaram a atribuição do *rating*:

- A 123ª Série da 1ª Emissão objeto de análise possui como lastro créditos imobiliários oriundos da Caixa Econômica Federal, instituição líder e renomada no segmento habitacional;
- A operação de CRI conta com robusta estrutura de garantias, com destaque para a série subordinada subscrita pela Cedente que equivale a 22,8% da emissão total

Este documento é de uso interno e #CONFIDENCIAL 20, sendo vedada a sua divulgação externa.

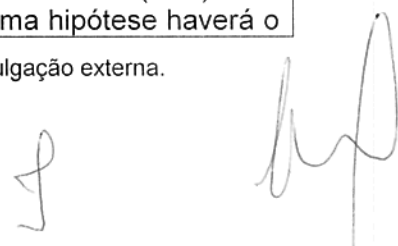
(sênior mais subordinada), volume considerado suficiente para absorver contratos inadimplidos, que historicamente não ultrapassam 4%;

- A taxa média de juros dos contratos (8,84% a.a.) é superior à remuneração alvo das cotas (6,38% a.a.);
- LTV Médio dos contratos (59%), atende ao critério de elegibilidade;
- 80,3% dos ratings atribuídos aos contratos componentes da carteira estão entre "AA" e "A";
- A CAIXA figura na operação como originadora, cedente, *servicer*, banco cobrador dos Créditos Imobiliários e instituição líder do CRI;
- O Grupo RB Capital é um dos principais *players* do segmento de securitização imobiliária do mercado brasileiro, estando entre os 4 maiores emissores, conta com administração profissionalizada, composta por profissionais experientes advindos do mercado financeiro;
- A RB Capital utiliza critérios rígidos de seleção da carteira de recebíveis que lastreiam a emissão das séries de CRI e possui bom histórico de operações realizadas com o FGTS;
- Os controles operacionais são efetuados quase que em sua totalidade internamente, delegando poucas tarefas a terceiros (*servicing*);

4 CARACTERÍSTICAS DA OPERAÇÃO DE CRI



4.1 123ª Série da 1ª Emissão (Sênior)

EMISSIONA	RB Capital Companhia de Securitização
EMIÇÃO	1ª
SÉRIE	123ª (Sênior)
VALOR DA EMISSÃO	R\$ 539.023.386,50 (quinhentos e trinta e nove milhões, vinte e três mil, trezentos e oitenta e seis reais e cinquenta centavos)
VALOR NOMINAL UNITÁRIO	R\$ 300.124,38 (trezentos mil, centos e vinte e quatro reais e trinta e oito centavos), na Data da Emissão
QUANTIDADE	1.796 (um mil, setecentos e noventa e seis)
DATA DA EMISSÃO	24 de setembro de 2015
AGENTE FIDUCIÁRIO	Pentágono S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
PRAZO DE CARÊNCIA	Não há.
PRAZO DE AMORTIZAÇÃO	20 anos, com vencimento em 10 de setembro de 2035 e primeiro pagamento em 10/10/2015
JUROS DA EMISSÃO	Taxa dos CRI Seniores, que será de 6,38% ao ano, calculada de forma exponencial e cumulativa <i>pro rata temporis</i> por dias corridos ("Remuneração dos CRI Seniores")
FORMA DE PAGAMENTO	Eventual resgate total ou parcial dos CRI será efetuado, observado o seguinte, caso qualquer CRI subordinado não esteja custodiado na CETIP na data de seu pagamento, a emissora deixará o respectivo pagamento à disposição do respectivo titular na sede da Securitizadora) e deverá ser informado ao Agente Fiduciário e à CETIP com pelo menos 2 (dois) dias úteis de antecedência. Em nenhuma hipótese haverá o



	resgate total ou parcial dos CRI Subordinados sem que os CRI Seniores já tenham sido integralmente resgatados.
CEDENTE	CAIXA
LASTRO	Créditos Imobiliários representados por CCI, emitidas pela Securitizadora sob a forma escritural, na forma da Lei n.º 10.931/04. As CCI's não possuem garantia real, e são representativas da totalidade dos Créditos Imobiliários, incluindo, além do principal, todos os seus respectivos acessórios, juros, atualização monetária, eventuais prêmios de seguros e quaisquer outros acréscimos de remuneração, de mora ou penalidades, e demais encargos contratuais de responsabilidade dos Devedores, tal como acordado nos respectivos Contratos de Financiamento, observadas as limitações descritas na Escritura de Emissão. As CCI foram registradas e apenas poderão ser negociadas em sistema de custódia eletrônica da CETIP.
CONTA CENTRALIZADORA	Conta corrente nº 00004246-2, mantida na Agência 0238 da Caixa Econômica Federal (Banco 104), de titularidade da Emissora, na qual os Créditos Imobiliários serão recebidos, bem como ficarão depositados os recursos do Fundo de Despesas.
FORMA	Escritural
GARANTIAS	a) Instituição do Regime Fiduciário sobre os Créditos Imobiliários cedidos, com nomeação do Agente Fiduciário acima indicado; b) Subordinação dos CRI Subordinados aos CRI Seniores; c) Manutenção dos Seguros, após a efetivação do Contrato de Seguro entre a Securitizadora e a Seguradora; d) Alienação Fiduciária dos Imóveis sujeita à Averbação da Escritura de Cessão, prevista neste Termo; e) Estabelecimento do Fundo de Despesa.
FUNDO DE DESPESA	O Fundo de Despesa será constituído com os recursos oriundos da diferença entre o valor recebido mensalmente dos Créditos Imobiliários e o valor das prestações dos CRI, limitado a (i) R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais); ou (ii) ao montante suficiente para o pagamento de 12 (doze) meses de todas as despesas previstas neste Termo que devem ser arcadas pelo Patrimônio Separado, caso estes sejam superiores a R\$ 1.000.000,00 em determinado momento ("Volume Mínimo").

- 4.2 As características da operação foram apresentadas a esta Centralizadora pela GIFUG/SP e GEFOM por meio do Termo de Securitização de Créditos Imobiliários, Relatório Síntese, Fluxo do CRI, Curva de Amortização e Parecer do Jurídico conforme NJ JURIRSP 02105/2015.
- 4.3 Os CRI da 123ª Série da 1ª Emissão da RB Capital deverão ser objeto de análise de classificação de risco por agência de rating. O relatório completo, tão logo pronto, será



disponibilizado ao Agente Fiduciário na mesma data de seu recebimento pela Emissora e deverá ser encaminhado ao Risco de Crédito para acompanhamento da Emissão.

- 4.4 Segundo o Termo de Securitização, o valor da Cessão dos Créditos será pago com recursos oriundos da integralização dos CRI, sendo que a Emissora pagará parte do Valor da Cessão por meio de dação em pagamento dos CRI Subordinados. Desta forma, a 124ª Série da 1ª Emissão (Subordinada), no valor de R\$ 159.565.967,32 não será objeto de aquisição pelo FGTS, sendo apresentada apenas como garantia.

5 VIABILIDADE FINANCEIRA DA OPERAÇÃO

- 5.1 Os créditos imobiliários vinculados à 123ª Série atendiam, conforme declaração da cedente à RB Capital, no mínimo, aos seguintes critérios de elegibilidade:

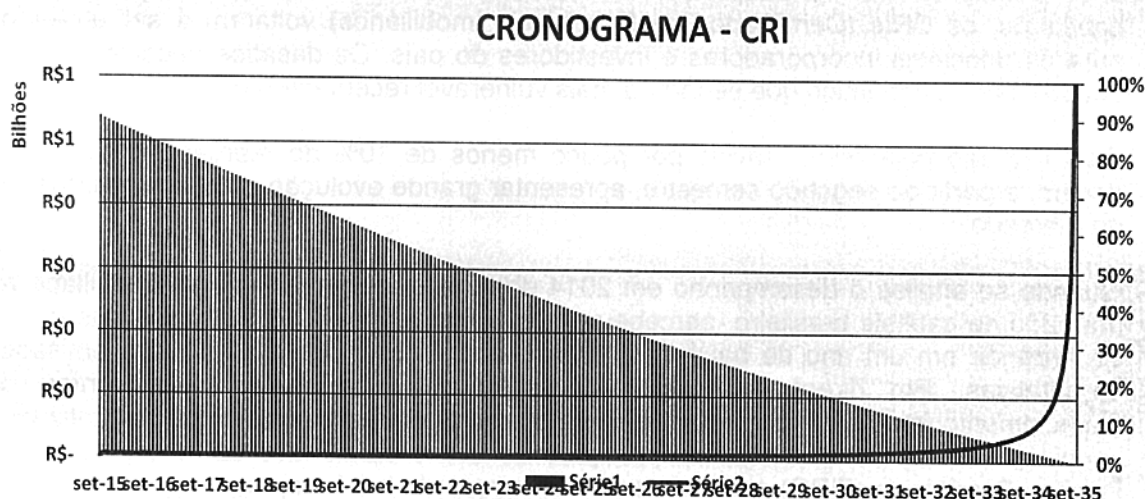
- Volume Financeiro Total (Valor Total da Dívida): R\$ 698.589.353,82 (seiscentos e noventa e oito milhões, quinhentos e oitenta e nove mil, trezentos e cinquenta e três reais e oitenta e dois centavos), na Data Base;
- *Loan to Value* ("LTV"): Abaixo de 88% (oitenta e oito por cento) para a média da carteira;
- Valor da Garantia Individual: até R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais);
- Prazo Remanescente Mínimo: 18 (dezoito) meses;
- Prazo Remanescente Máximo: 403 (quatrocentos e três) meses;
- Garantia dos Contratos: Alienação Fiduciária, sendo certo que esta somente será transferida por ocasião da Averbação, abaixo definida, na ocorrência das hipóteses previstas na Cláusula 2.3 do Termo de Securitização e de acordo com o procedimento explicitado na referida Cláusula 2.3, nos termos da Cláusula Sexta da Escritura de Cessão;
- Atraso Máximo dos Créditos Imobiliários: até 30 (trinta) dias, inclusive;
- Concentração Máxima da Carteira: 0,05%;
- Tipo de Imóvel: Imóveis Residenciais Urbanos, com "habite-se" concedido pelo órgão administrativo competente ou com a construção averbada na respectiva matrícula no serviço de registro de imóveis competente, de origem pulverizada pelo País;
- Financiamento Original: recursos do SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo);
- Sistema de Amortização: SAC novo;
- Taxas de Juros Mínimas e Máximas dos Créditos Imobiliários: Entre TR + 8,09% a.a. e TR + 11,39% a.a. (taxa efetiva).

- 5.1.1 Conforme informações enviadas pelo demandante desta análise, os 7.196 contratos que irão lastrear a emissão do CRI possuem as seguintes características:

- Valor das obrigações da emissão: R\$ 698.589.353,82;
- Valor saldo devedor contábil dos contratos: R\$ 694.925.713,84;
- Valor de avaliação total: R\$ 1.165.183.799,76;
- Percentual do saldo devedor contábil em relação às obrigações: 99,5%;
- Prazo médio de concessão: 302 meses;
- Quantidade média de prestações pagas: 45 parcelas;
- Quantidade média de prestações remanescentes: 256 parcelas;
- Valor médio de venda dos imóveis: R\$ 161.966,06;
- Valor médio de avaliação dos imóveis: R\$ 161.966,06;

- Valor médio de financiamento dos contratos: R\$ 116.767,06;
- Valor médio de saldo devedor contábil dos contratos: R\$ 96.597,96;
- LTV médio dos contratos: 59%;
- Taxa média dos contratos: 8,84%;
- *Ratings* dos contratos: os contratos possuem risco compreendido entre "AA" e "C", no padrão interno CAIXA. Desses, 56,7% são "AA" e 23,6% "A", totalizando 80,3%.

5.1.2 Segue abaixo gráfico com o cronograma do CRI:



5.1.3 O fluxo de amortização do CRI segue conforme sistema de amortização escolhido, com última amortização prevista para setembro de 2035 e total de juros pagos equivalente a R\$ 300.006.107,44.

6 CEDENTE

6.1 A Caixa Econômica Federal, que atua como banco múltiplo, ocupa o 3º lugar no *ranking* dos maiores bancos por Ativos Totais do Sistema Financeiro Nacional, segundo dados do Banco Central do Brasil de junho de 2015.

6.1.1 A CAIXA participa da Avaliação Trimestral de Instituições Financeiras efetuada por esta Centralizadora, com validade até 30/11/2015 e *rating* "AA".

6.1.2 Nos últimos anos a CAIXA tem sido um dos principais cedentes de créditos imobiliários para emissão de CRI's.

6.1.2.1 No ano de 2012, a RB Capital emitiu um CRI com lastro em contratos de financiamentos imobiliários da CAIXA, no valor de R\$ 2.191 milhões, a maior operação desde o início do mercado até aquele momento.

6.1.2.2 Já em 2013, o maior CRI emitido foi da Ápice Securitizadora, lastreado em contratos de financiamentos imobiliários do Itaú Unibanco, teve o valor de R\$ 3.290 milhões, porém de classe subordinada e não distribuído para investidores no mercado, sendo adquirido pelo próprio banco.

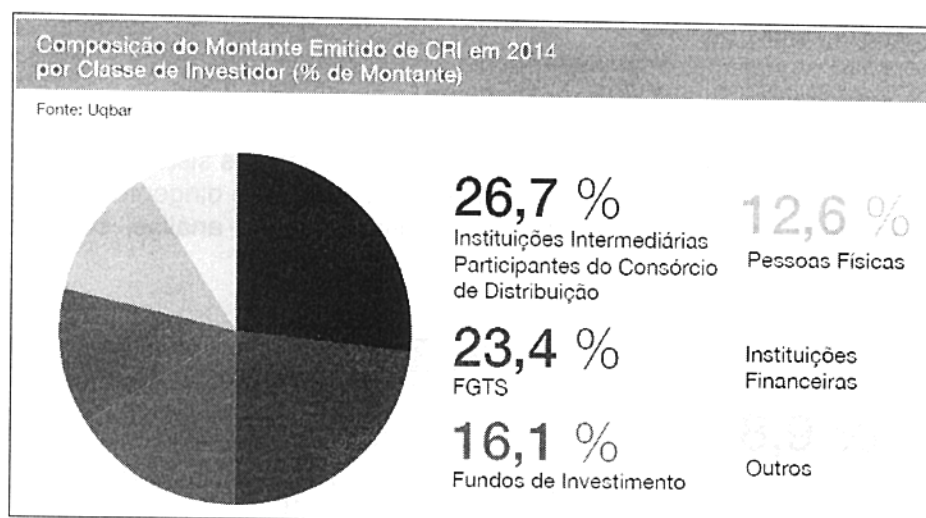
- 6.1.2.3 Em 2014, a CAIXA foi a cedente da terceira maior operação de CRI emitida, com valor de emissão de R\$ 1.580 milhão. Este CRI teve como principal investidor o FGTS.

10 MERCADO DE ATUAÇÃO / CADASTRO / RATING EXTERNO

- 10.1 O ano de 2015 tem dado continuidade à expansão no mercado de CRI apresentada nos anos anteriores. Com a poupança em baixa e o valor mais alto dos financiamentos bancários, os CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários) voltaram a ser atraentes para os principais incorporadores e investidores do país. Os desafios decorrem de um quadro macroeconômico que se tornou mais vulnerável recentemente.
- 10.2 Os CRIs são hoje responsáveis por pouco menos de 10% do mercado imobiliário e devem, a partir do segundo semestre, apresentar grande evolução, segundo estimativas do mercado.¹
- 10.3 Quando se analisa o desempenho em 2014 das fontes de financiamento imobiliário no mercado de capitais brasileiro, percebe-se que o mercado de CRI é o único que logrou se expandir em um ano de baixíssimo crescimento econômico e de poucas emissões corporativas. Em direção contrária ao ocorrido com a maioria das fontes de financiamento imobiliário do mercado de capitais, as emissões anuais de securitização imobiliária em 2014, incluindo as operações de CRI e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) estabeleceram novo recorde histórico, sendo que somente a parcela lastreada em Créditos Imobiliários atingiu R\$ 15,29 bilhões.
- 10.4 Reflexo da eminência conquistada pelo mercado de CRI, seis novas securitizadoras obtiveram registro de funcionamento concedido pela CVM em 2014. O nível de concentração no mercado, contudo, é alto. As dez maiores concentraram 92,2% do volume total consolidado emitido.
- 10.5 Em 2014, as Instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição foram os principais investidores de CRI. Esta classe de investidor foi responsável pela aquisição de títulos que somaram 26,7% do montante emitido considerado na amostra. O FGTS, outrora o maior investidor dentre as classes analisadas, adquiriu CRI em montante inferior ao verificado em 2013 (R\$ 2,04 bilhões), embora muito próximo ao do grupo de investidores colocado em primeiro lugar.
- 10.5.1 O gráfico abaixo apresenta a distribuição dos investidores de CRI em 2014²:

¹ Disponível em <http://www.bluepr.com.br/cri-volta-a-ser-atraente/>.

² Fonte: Uqbar – Anuário Imobiliário (2015)



- 10.6 Conforme o Anuário de Finanças Estruturadas 2015 da Uqbar, segue *ranking* das maiores securitizadoras do mercado em 2014, por montante emitido:

Posição	Securitizadora	Montante (R\$)	Participação
1	CIBRASEC	5.236.029.239	31,0%
2	RB Capital Cia. de Securitização	3.074.287.650	18,2%
3	Barigui	2.989.507.046	17,7%
4	Ápice	1.501.610.003	8,9%
5	Brazilian Securities	904.545.354	5,4%
6	Gaia	823.005.010	4,9%
7	Nova Securitização	537.502.440	3,2%
8	SCCI	430.180.824	2,5%
9	TRX	347.205.274	2,1%
10	PDG	262.500.000	1,6%
Dez Maiores		16.106.372.840	95,4%
Total		16.890.520.314	100,0%

- 10.7 Como aspecto positivo do mercado, citamos o forte crescimento do setor imobiliário no Brasil nos últimos anos e existência, ainda, de espaço para expansão. Em contrapartida, podemos citar que o atual cenário interno de elevada taxa SELIC pode alterar a preferência dos investidores por títulos atrelados a este indicador. Cabe ressaltar que do montante emitido em 2014, 67,8% tinham como indexador a TR, enquanto que 16,3% eram indexados ao DI.
- 10.7.1 Outro aspecto relevante de mercado a ressaltar é o cenário de crise nos mercados internacionais, o qual continua impactando o cenário macroeconômico interno bem como o mercado de capitais brasileiro, com reflexos no nível de renda da população e na capacidade de pagamento dos tomadores de crédito imobiliário, redução do valor de mercado das garantias imobiliárias oferecidas e liquidez de títulos com lastro em tais créditos, entre outros.
- 10.7.2 Quanto ao ritmo de crescimento, o quadro geral do setor mantém sua tendência ascendente no longo prazo. Também se mantém a necessidade de uma transformação estrutural relevante na composição das fontes de financiamento imobiliário. A

necessidade decorre do contexto macroeconômico de aumento na demanda por crédito³ imobiliário concomitantemente à perda de participação relativa da caderneta de poupança nas fontes de financiamento.

- 10.8 De acordo com as pesquisas cadastrais efetuadas nos sistemas externos e corporativos CAIXA, no dia 22/10/2015, em nome da RB Capital e dirigentes não foram encontradas restrições cadastrais impeditivas à continuidade da análise, sob a ótica do risco de crédito.

RB Capital: 02.773.542/0001-22

Apontamentos	Situação
CADIN	01 registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – data da ocorrência: 15/02/2011.
FGTS	Certidão de Regularidade do FGTS, válida até 02/11/2015.
SRFB/PGFN	Certidão conjunta negativa de débitos relativos aos tributos federais e à dívida ativa da União, válida até 21/03/2016.
SIJUR	01 registro em situação de "ativo".
SISBACEN	Por ser empresa registrada em ambiente regulado (CVM), com balanços auditados por auditores independentes, não foi exigida a autorização para pesquisa no SCR-BACEN, sendo que a análise do endividamento da empresa foi balizada em informações públicas, divulgadas segundo regulamentação específica da CVM.
SERASA	Nada consta.
TST	Nada consta
CEIS	Nada consta.

- 10.8.1 A restrição CADIN-CVM apresentada foi qualificada como relativa e não relevante, não impeditiva à continuidade da análise, sob a ótica do risco de crédito.
- 10.8.2 Entretanto, devido a 01 apontamento encontrado no SIJUR em nome da RB Capital, orientamos que para contratação de operações seja efetuada consulta prévia ao Jurídico local quanto a eventuais impedimentos.
- 10.8.3 Com relação a *ratings* externos, em abril de 2015, a LF Rating confirmou a nota "AAA" para o *rating* corporativo da RB Capital, com validade de 12 meses, por ocasião do Relatório de Revisão Anual. Não foram localizados outros *ratings* externos.
- 10.8.4 A RB Capital possui relacionamento com a CAIXA desde 10/2012 através de 02 contas corrente, com saldo médio total no valor de R\$ 9.148.383,50, em 09/2015.

11 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA EMISSORA

- 11.1 Para a análise da RB Capital foram utilizadas as demonstrações financeiras padronizadas individuais apresentadas à CVM referentes aos períodos encerrados em 2012, 2013 e 2014, analisadas na reavaliação da securitizadora e atualizadas com a posição encerrada em 30/06/2015, esta auditada sem ressalvas pela Gran Thornton Auditores Independentes.

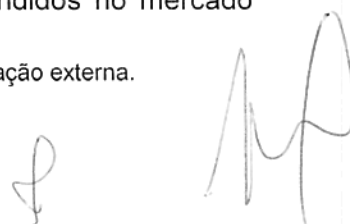
³ As afirmações tem por base o Anuário Uqbar 2015, fonte reconhecida de dados pertinentes à securitização de créditos. Este documento é de uso interno e #CONFIDENCIAL 20, sendo vedada a sua divulgação externa.

- 11.2 Nos quadros a seguir verificam-se os principais dados e indicadores econômico-financeiros da empresa:

FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS											
R\$ mil	dez/12	ΔV - %	dez/13	ΔV - %	ΔH - % 13/12	dez/14	ΔV - %	ΔH - % 14/13	ΔH - % 14/12	jun/15	ΔV - %
Receita Operacional Bruta	9.527	105%	46.847	105%	392%	16.694	104%	-64%	75%	352	100%
Deduções da Receita	482	5%	2.403	5%	399%	630	4%	-74%	31%	0	0%
Receita Operacional Líquida	9.045	100%	44.444	100%	391%	16.064	100%	-64%	78%	352	100%
Custo dos Produtos/Serviços Vendidos	1.795	20%	12.616	28%	603%	6.797	42%	-46%	279%	309	88%
Lucro Bruto	7.250	80%	31.828	72%	339%	9.267	58%	-71%	28%	43	12%
Despesas administrativas	549	6%	2.138	5%	289%	1.975	12%	-8%	260%	873	248%
Despesas comerciais	88	1%	169	0%	92%	279	2%	65%	217%	164	47%
(+/-) Outras Despesas/ Receitas Operacionais	-7	0%	275	1%	-4029%	45	0%	-84%	743%	9	3%
Lucro da Atividade (LAJI ou EBIT)	6.620	73%	29.246	66%	342%	6.968	43%	-76%	5%	-1.003	- 285%
+ depreciação	0	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	0%	0	0%
Lucro antes de juros, impostos e deprec/amort (LAJIDA ou EBITDA)	6.620	73%	29.246	66%	342%	6.968	43%	-76%	5%	-1.003	- 285%
- Imposto de Renda e Contr. Social	-1.870	-21%	-7.581	-17%	305%	-5.972	-37%	21%	-219%	-598	- 170%
Caixa das Atividades Operacionais antes de juros (LAJDA ou EBIDA)	4.750	53%	21.665	49%	356%	996	6%	-95%	-79%	-1.601	- 455%
+(-) Redução (Aumento) da NLCDG	-	0%	-45	0%	0%	15.000	93%	33433 %	0%	25.986	7382 %
Caixa das atividades operacionais(FCO)	4.750	53%	21.620	49%	355%	15.996	100%	-26%	237%	24.385	6928 %
- Despesas Financeiras	-2.493	-28%	30.248	-68%	1113%	-52.503	327%	-74%	-2006%	-3.274	- 930%
+ Receitas Financeiras	2.236	25%	23.030	52%	930%	62.888	391%	173%	2713%	6.062	1722 %
Caixa Líquido das Atividades Operacionais (FCL)	4.493	50%	14.402	32%	32%	26.381	164%	83%	487%	27.173	7720 %

RESUMO DAS CONTAS PATRIMONIAIS POR PERÍODO					
Em R\$ mil		dez/12	dez/13	dez/14	jun/15
Ativo Circulante Financeiro		38.354	33.301	49.625	12.307
Passivo Circulante Financeiro		2.081	2.039	675	0
Ativo Circulante Operacional		259.709	203.271	102.918	1.693
Passivo Circulante Operacional		274.714	218.231	132.878	57.639
Realizável a Longo Prazo		368	3.576	848	60.664
Passivo Exigível a Longo Prazo		3.056	0	624	624
Ativo permanente		0	0	0	0
Patrimônio Líquido		18.580	19.878	19.214	16.401

- 11.2.1 Os reflexos negativos no Ativo e Passivo são derivados das reduções das emissões, reflexos estes em particular aplicados nas principais contas do Ativo (Aplicações Financeiras Vinculadas) e Passivo (Cessões de certificados de créditos imobiliários a pagar), ambas relacionadas com os CRI's administrados.
- 11.2.2 A queda na Receita Operacional Líquida (ROL) da companhia na posição encerrada em 30/06/2015 decorre do menor número de emissões especialmente no segundo trimestre de 2015, porém com expectativa de melhor desempenho ao longo do segundo semestre de 2015, conforme relatório de administração e dado o histórico retrospectivo da companhia.
- 11.2.2.1 Os resultados auferidos provêm basicamente de ganhos de *spread* gerados nas emissões de CRI, além da receita de serviços prestados de administração de patrimônio fiduciário dos CRI sob sua gestão.
- 11.2.3 Os custos apresentaram desempenho alinhado ao menor fluxo de receitas, enquanto que as despesas tendem a ter um desempenho mais equalizado no encerramento do exercício, o que demonstra melhoria no desempenho operacional após a reorganização ocorrida no Grupo e mencionada no documento de reavaliação do tomador vigente.
- 11.2.4 Não comentaremos o EBITDA devido à variabilidade das receitas da companhia, o que torna difícil a previsão de resultados futuros, porém o resultado financeiro é robusto e suficiente para compensar o resultado operacional e tornar positivo o resultado líquido da companhia.
- 11.2.5 A securitizadora não possui endividamento bancário, financiando suas atividades com recursos próprios.
- 11.2.5.1 A companhia possui aplicações financeiras (75% do Ativo Total) em debêntures com lastro em operações compromissadas bancárias (Banco Itaú), as quais são remuneradas pelo Certificado de Depósito Interbancário – CDI, e em fundo de investimento aberto (administrado pelo Banco BNY Mellon). As aplicações estão vinculadas a compromissos assumidos nas operações de CCI, empréstimos e venda de ativos, e os saldos de aplicações financeiras estão acrescidos dos rendimentos auferidos.
- 11.2.5.2 As CCI – Cédulas de Crédito Imobiliário são títulos representativos de créditos imobiliários, lastro das operações de CRI, que, por terem sido vendidos no mercado



secundário, geraram junto a Sociedade a obrigação de repasse dos fluxos recebidos aos atuais detentores das CCI. Constituem o mais expressivo passivo da empresa.

- 11.2.6 Os saldos fiduciários que representam as operações intermediadas pela empresa foram segregados de suas respectivas demonstrações financeiras (Patrimônio Separado).
- 11.2.7 Analisando as demonstrações encerradas em 30/06/2015 não identificamos fatores que possam indicar mudança significativa no desempenho financeiro da companhia ou alteração do *rating* vigente.

12 FATORES DE RISCO

- 12.1 Elencamos alguns fatores de risco que consideramos relevantes para a emissão e aos CRI's em geral:

- 12.1.1 Riscos macroeconômicos: As operações de financiamento imobiliário apresentam historicamente uma correlação direta com o desempenho da economia nacional. Eventual retração no nível de atividade da economia brasileira, ocasionada seja por crises internas ou crises externas, pode acarretar elevação no patamar de inadimplemento de pessoas físicas e jurídicas e, por consequência, causar um impacto negativo nos resultados e condições financeira dos Devedores e sua capacidade de pagamento dos financiamentos tomados.

- 12.1.2 Risco de Vencimento antecipado dos CRI.

- 12.1.3 Risco de Liquidação do Patrimônio Separado.

- 12.1.4 Risco da amortização extraordinária dos CRI, no qual os investidores poderão não obter o retorno esperado ou incorrer em dificuldade de reinvestimento.

- 12.1.5 Risco quanto à Legislação tributária aplicável aos certificados de recebíveis imobiliários: atualmente, os rendimentos auferidos por pessoas físicas residentes no país, titulares de certificados de recebíveis imobiliários, estão isentos de IRRF e do imposto sobre a renda, observados os requisitos da lei. Quaisquer mudanças nessa legislação poderão alterar a rentabilidade.

- 12.2 Podemos acrescentar alguns riscos aos quais as companhias securitizadoras de créditos imobiliários no Brasil estão expostas, como eventuais mudanças na legislação que regulamenta o setor, em particular, a necessidade de capital mínimo, assunto discutido no âmbito da CVM, como também a criação de novos instrumentos lastreados em crédito imobiliário, como a Letra Financeira Imobiliária (LFI) que são emitidos e garantidos pelos próprios bancos e que se difundiram entre 2013 e 2014, dispensando a participação de companhias securitizadoras.

13 CONSIDERAÇÕES FINAIS

- 13.1 O enquadramento bem como a verificação quanto aos aspectos jurídicos, de viabilidade da operação e demais trâmites pertinentes à contratação não foram objeto de análise deste documento.


- 13.2 Cabe à unidade contratante a informação de quaisquer alterações nas condições ora apresentadas que possam afetar os fundamentos apresentados.
- 13.3 Recomendamos ao demandante a observação dos itens 4.3 e 10.8.2 deste parecer, em especial.
- 13.4 Independente do prazo de validade desta avaliação informamos que esta Centralizadora realizará o acompanhamento da análise, com possibilidade de alteração do *rating* ora atribuído, caso verifique fatos novos e influentes que sinalizem para a modificação no desempenho da empresa em qualquer aspecto, bem como alterações nas condições operacionais ou no cenário do setor em que a empresa atua.

É o nosso parecer.



FERNANDA REGINA HOLANDA MACIEL
Assistente Sênior
CERIS/SP

De acordo,



ELAINE CRISTINA ALVES DOS REIS
Gerente de Centralizadora
CERIS/SP