

PA CERIS 1043/12 #20

São Paulo, 09 OUT 12

À
GN Ativo FGTS OPERACOES DE MERCADOAssunto: Emissão de *rating* para proposta de aquisição de Certificados de Recebíveis Imobiliários
– CRI com Recursos do FGTS

Ref.: CIBRASEC – Companhia Brasileira de Securitização

Senhor Gerente,

1 ESCOPO DA ANÁLISE

- 1.1 A GEFOM solicitou, através da GERIS, análise para fins de atribuição de *rating* de operação de aquisição pelo FGTS de CRI de emissão da CIBRASEC, cujo cedente é o Banco do Estado do Rio Grande do Sul – Banrisul.

2 IDENTIFICAÇÃO

TIPO DE PROPONENTE	Securitizadora
TIPO DE AVALIAÇÃO	Risco de Crédito de Operação Estruturada
UNIDADE DEMANDANTE	GEFOM
ASSISTENTE RESPONSÁVEL	Fernando Fernandes Martin - matr. 062337-9

3 PROPONENTE

NOME	CIBRASEC - Companhia Brasileira de Securitização		
CNPJ	02.105.040/0001-23		
RAMO DE ATIVIDADE	Securitizadora de créditos		
PORTE (2011)	FAT.: R\$ 38.246 mil	PAT. LÍQ.: R\$ 82.491 mil	
CÓDIGO SIRIC	7832976		
DATA DE CONSTITUIÇÃO	12/09/1997		
LOCALIZAÇÃO	Av. Paulista, 1439 – 2ª sobreloja – Bela Vista – São Paulo/SP		
DATA DA AVALIAÇÃO	25/04/2012	VALIDADE	24/04/2013
PARECER Nº	PA CERIS 0415/12	RATING EMPRESA	"A"

- 3.1 A CIBRASEC foi reavaliada em 25/04/2012 com o objetivo de renovar seu credenciamento como securitizadora em operações de aquisição de CRI com recursos FGTS, ocasião em que foi emitido o PA CERIS 0415/12 de 03/05/2012.



4 OPERAÇÃO PROPOSTA

EMISSIONORA	CIBRASEC
EMIÇÃO	2ª
SÉRIES	184ª (Sênior) 185ª (Subordinada)
VALOR DAS EMISSÕES	R\$ 118.271.875,07 (Sênior) R\$ 1.194.665,40 (Subordinada)
AGENTE FIDUCIÁRIO	Pentágono S/A DTVM – CNPJ: 17.343.682/0001-38
PRAZO DE CARÊNCIA	Não há
PRAZO DE AMORTIZAÇÃO	238 meses
JUROS DA EMISSÃO	6,37% a.a.
FORMA DE PAGAMENTO	Mensal
CEDENTE / ORIGINADOR	Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A – CNPJ: 92.702.067/0001-96
LASTRO	Os CRI, as CCI e suas garantias
FORMA	Escritural
GARANTIAS	<ul style="list-style-type: none"> • CRI emitido sob regime fiduciário; • Subordinação; • Coobrigação do Banrisul; • Alienação fiduciária ou hipoteca dos imóveis; • Arrecadação dos créditos imobiliários em conta de titularidade da emissora e integrante do Patrimônio Separado (Afetação).

- 4.1 As características das operações foram apresentadas pela proponente por meio do Termo de Securitização de Créditos Imobiliários e Relatório Síntese, encaminhados a esta Centralizadora.

5 RESULTADO DA AVALIAÇÃO DA OPERAÇÃO

OBJETIVO DA ANÁLISE: Emissão de <i>rating</i> para proposta de aquisição de CRI, com Recursos do FGTS, <u>exclusivamente</u> para a 184ª série (Sênior) da 2ª emissão da CIBRASEC.			
RATING ATRIBUÍDO PARA A OPERAÇÃO		"A"	
O <i>rating</i> atribuído para a operação significa que "A capacidade de pagamento da operação está muito pouco suscetível a alterações causadas por mudanças na conjuntura econômica e colaterais ou garantias protegem, de forma segura, a operação;"			
DATA DA AVALIAÇÃO	04/09/2012	VALIDADE	03/12/2012
RATING EXTERNO: A operação não possui <i>rating</i> externo.			

6 ASPECTOS RELEVANTES PARA O RESULTADO

- 6.1 A securitizadora foi reavaliada por esta Centralizadora em 25/04/2012, conforme descrito no item 3 e subitem deste documento, ocasião em que foi mantido o *rating* "A", válido até 24/04/2013.

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

6.1.1 De acordo com o balancete até junho de 2012, a securitizadora apresenta continuidade em seu desempenho econômico-financeiro, auferindo lucro decorrente principalmente das operações de securitização realizadas no período, por ganhos originados de aplicações financeiras e pela redução de gastos administrativos.

6.2 Em 25 e 26/04/2011, conforme PA GERIF 001/11 emitido em 04/05/2011, com validade de dois anos, a GERIF analisou o processo operacional e a metodologia de seleção dos contratos imobiliários que fazem parte dos CRI emitidos pela CIBRASEC, ocasião em que emitiu a seguinte conclusão:

"Dados os processos de decisão de aquisição de recebíveis imobiliários e os parâmetros de elegibilidade dos contratos que são lastro à emissão de CRI, referendamos como tecnicamente aceitável a metodologia de seleção utilizada pela CIBRASEC."

6.3 Destacamos como pontos fortes da empresa, mercado de atuação e das emissões os seguintes itens:

- A operação analisada possui coobrigação do banco cedente, que possui avaliação de risco efetuado por esta Centralizadora com atribuição de *rating* "A";
- A CIBRASEC é um dos principais players do segmento de securitização imobiliária do mercado brasileiro, ocupando sempre posição de destaque entre os emissores de CRI;
- Possui bom histórico de operações realizadas com o FGTS;
- Os créditos são provenientes de imóveis performados;
- Da carteira apresentada pelo Banrisul de 1.764 mutuários, cuja classificação de risco foi efetuada pela securitizadora, 88% da carteira foi atribuído *rating* igual ou superior ao *rating* "B" da escala da CAIXA.

6.3.1 Porém, consideramos como pontos fracos da empresa, mercado de atuação e operação os seguintes itens:

- O mercado de securitização ainda precisa de uma consolidação legal e formação de um mercado secundário para se desenvolver mais fortemente;
- O setor está sujeito às variações da atividade econômica, e caso haja enfraquecimento da economia, em especial no setor imobiliário, poderá ocorrer aumento de inadimplência ou redução do valor de mercado dos imóveis;
- Não existe folga financeira no fluxo de recebimentos em comparação ao fluxo de pagamentos do CRI;
- A subordinação do emissor é de apenas 1% do valor total da emissão;
- Não existe segregação das atividades de origem dos recebíveis e administração do fluxo de recebíveis.

7 CEDENTE

7.1 O Banrisul é uma sociedade de economia mista, constituída sob a forma de sociedade anônima. Trata-se de instituição financeira, atuando como banco múltiplo nas carteiras: comercial, crédito para financiamento e investimento, crédito imobiliário, desenvolvimento, arrendamento mercantil e investimento.

7.2 Foi fundado em 1928, e atualmente conta com 455 unidades, a maioria na Região Sul do país, e mais de 10.200 colaboradores. Seu controlador é o Governo do Estado do Rio Grande do Sul, que possui 57% de participação no capital do banco, sendo os outros 43% pulverizados no mercado aberto.

7.3 De acordo com a última avaliação trimestral de instituições financeiras realizada por esta Centralizadora, onde o Banrisul está incluído, com vigência até 30/11/2012, o banco possui *rating* "A" junto à CAIXA.

8 MERCADO DE ATUAÇÃO / CADASTRO / *RATING* EXTERNO

8.1 O mercado de securitização superou os R\$ 50 bilhões em montante emitido em 2011, uma cifra quase R\$ 20 bilhões acima do nível no ano anterior, que era recorde histórico até então.

8.1.1 O segmento de securitização imobiliária, medido pelo montante consolidado de emissões de CRI e de cotas de FIDC de lastro imobiliário, cresceu cerca de 60% em 2011, atingindo um total de R\$ 13,61 bilhões, o que corresponde a um aumento de mais de R\$ 5 bilhões frente ao ano anterior.

8.2 O mercado de CRI, que vem se consolidando como alternativa relevante de fonte de financiamento e opção de investimento vinculado ao setor imobiliário, continuou tendência de alta taxa de expansão em 2011. Depois de ter crescido mais de 100% em 2010, o montante consolidado emitido destes títulos aumentou mais de 59,8% em 2011. No último ano foram emitidos R\$ 13,58 bilhões em CRI.

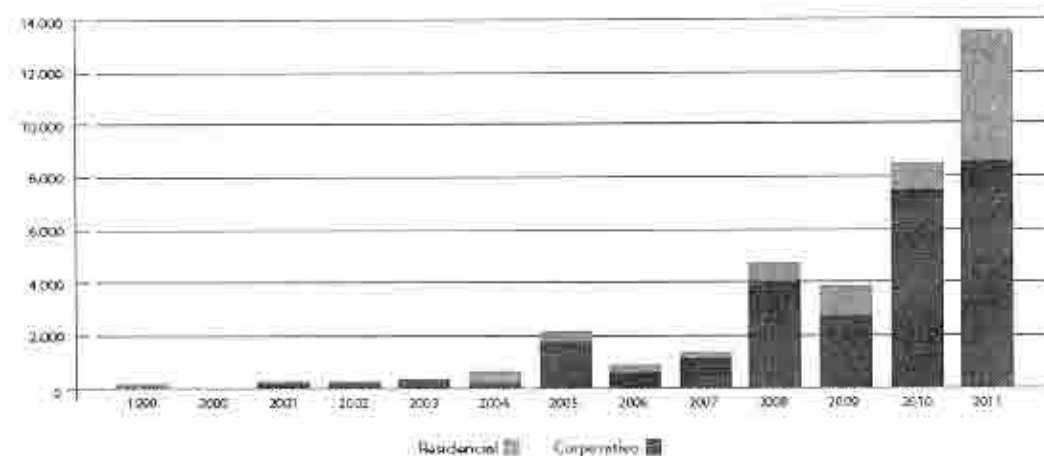
8.3 A evolução histórica de emissões de CRI pode ser vista na figura abaixo. Este gráfico mostra também a composição dos créditos representados por estas emissões. A preponderância continua sendo a de créditos corporativos, mas em 2011 os créditos residenciais não só ampliaram sua participação relativa como também tiveram um aumento maior em termos absolutos. O resultado foi que, em termos percentuais, a participação majoritária dos créditos corporativos caiu de 87,4% para 63,3%.



Histórico do Montante de Emissões de CRI (em R\$ milhões)

Fig. 40

Fonte: Uqbar



Fonte: Anuário Imobiliário 2012 – Uqbar (http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anoario_FI_12.jsp#anoario)

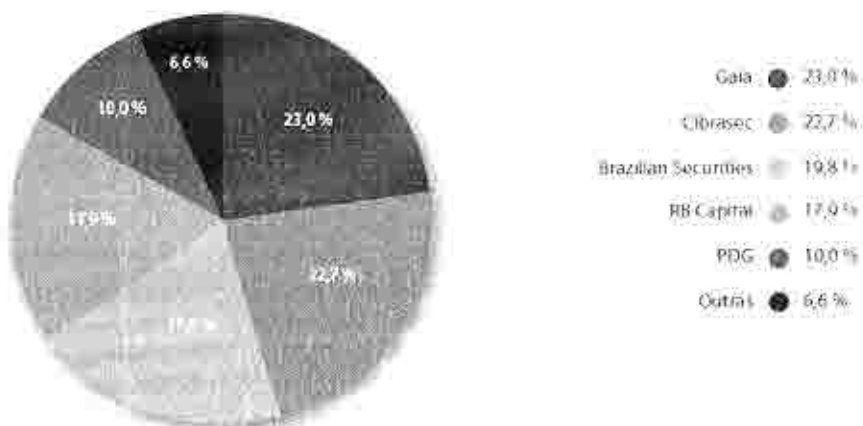
8.4 As figuras abaixo mostram, respectivamente, a participação das securitizadoras imobiliárias por montante emitido de CRI em 2011 e de forma acumulada. No último ano houve um pequeno movimento no sentido de uma participação mais equitativa entre as cinco maiores securitizadoras imobiliárias e, ao mesmo tempo, uma maior concentração do mercado neste grupo.

8.4.1 Em 2011, mais um ano recorde de emissões, essas cinco empresas foram responsáveis por mais de 93,4% do total emitido, ao passo que, em termos acumulados, estas mesmas cinco empresas respondem por 87,2% do que já foi emitido de CRI no país.

Participação no Montante de Emissões em 2011 por Securitizadora Imobiliária

Fig. 41

Fonte: Uqbar



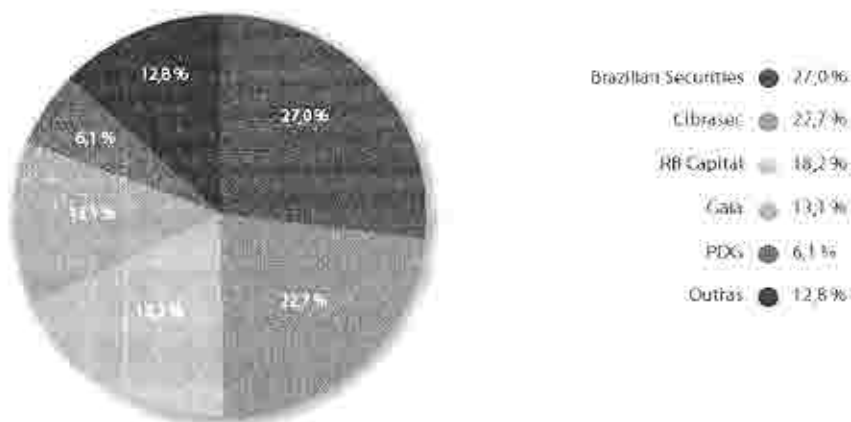
Fonte: Anuário Imobiliário 2012 – Uqbar (http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anoario_FI_12.jsp#anoario)

Assinatura

Assinatura

Participação Acumulada no Montante de Emissões por Securitizadora Imobiliária

Fonte: Uqbar



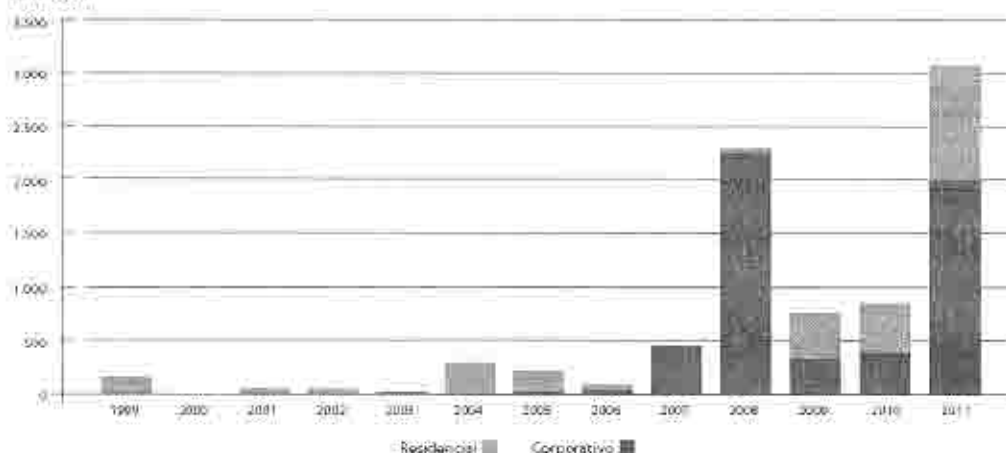
Fonte: Anuário Imobiliário 2012 – Uqbar (http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuario_Fl_12.jsp#anuario)

- 8.5 A CIBRASEC emitiu R\$ 3,08 bilhões em CRI no ano de 2011, sendo R\$ 1,99 bilhão (64,7%) de lastro corporativo e R\$ 1,09 bilhão (35,3%) de lastro residencial. A figura abaixo mostra a evolução das emissões de CRI da companhia por lastro corporativo e residencial.

Cibrasec – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)

FIG. 5

Fonte: Uqbar



Fonte: Anuário Imobiliário 2012 – Uqbar (http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuario_Fl_12.jsp#anuario)

- 8.6 Segue abaixo quadro comparativo de alguns indicadores econômico-financeiros das principais empresas securitizadoras do país, com base nas demonstrações financeiras consolidadas em 31/12/2011:

	Margem Líquida (%)	Margem EBITDA (%)	Alavancagem	Dívida Líquida / EBITDA
Brazilian Securities	1081,32	-810,30	2,93	6,71
Cibrasec	28,75	21,69	2,25	-10,80
RB Capital	53,07	74,37	27,50	-0,50
Gaia	33,41	32,31	1,34	-4,76

Fonte: <http://www.comdinheiro.com.br/Fundamentalista1-0-0-0-01828-0-0-comdinheiro-1>

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

Handwritten signature and initials.

- 8.7 De acordo com as pesquisas efetuadas nos sistemas externos e corporativos CAIXA em 04 e 10/09/2012 em nome da CIBRASEC, sob a ótica do risco de crédito, as restrições foram consideradas relativas e não relevantes, portanto não impeditiva à continuidade da análise. Segue quadro-resumo dos apontamentos para a CIBRASEC:

CIBRASEC: 02.105.040/0001-23

Apontamentos	Situação
CADIN	Nada consta
CRF FGTS	CRF válida até 09/10/2012
INSS	Certidão negativa de débitos relativos às contribuições previdenciárias e às de terceiros válido até 07/11/2012
SRFB/PGFN	Certidão conjunta negativa de débitos relativos aos tributos federais e à dívida ativa da União válida até 28/11/2012
SIJUR	Constam 14 registros com a situação de ATIVO
SISBACEN	Por ser empresa de capital aberto, 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 em ambiente regulado segundo regulamentação específica da CVM.
SERASA	Nada consta

- 8.7.1 Foram encontrados 14 apontamentos ativos no SIJUR em nome da CIBRASEC, e para fins de avaliação de risco de crédito foi tratado de acordo com a política de qualificação pelos critérios de relevância, conforme orientações normativas constantes do subitem 3.4 do MN CR175, sendo consideradas como não relevantes em comparação ao patrimônio e faturamento da empresa.
- 8.7.1.1 Porém, para contratação de operações de crédito, é necessária consulta ao Jurídico local para emissão de posicionamento jurídico quanto a impedimento na contratação.
- 8.8 A CIBRASEC possui relacionamento com a CAIXA desde 07/1997 através de 13 contas corrente com saldo médio total no valor de R\$ 21.725,42 em 08/2012.
- 8.9 Em 17/07/2012, a agência classificadora de risco Fitch Ratings ratificou o conceito "**A+(bra)**" da securitizadora.
- 8.9.1 Segundo a Fitch Ratings, o *rating* nacional de longo prazo da atribuído à CIBRASEC "reflete o suporte implícito, ainda que limitado pela participação pulverizada, dos bancos acionistas majoritários, e a atuação conjunta da empresa com estes. Também considera a prudência de sua administração na sua alavancagem e endividamento e a forte relação com o desempenho do mercado de securitização imobiliária no Brasil, que, apesar da expansão dos últimos anos, ainda está em fase de amadurecimento".
- 8.9.2 O conceito atribuído pela Fitch Ratings à CIBRASEC equivale ao *rating* "**B**" na escala adotada pela CAIXA.

9 TRANCHES CONTRATADAS / DESEMPENHO

9.1 O FGTS tem em carteira 4 tranches emitidas pela CIBRASEC, sendo a primeira tranche (11º) no valor de emissão de R\$ 57.900 mil, a segunda (22º) com valor de emissão de R\$ 4.017 mil, a terceira (165º) no valor de emissão de R\$ 317.070 mil e a quarta (166º) com valor de emissão de R\$ 688.821 mil.

9.2 De acordo com informação prestada pela GIFUG – Aplicação – Cobrança em 11/09/2012, o quadro a seguir resume a posição atualizada das tranches contratadas, nesta data:

CRI	ATIVO	QTDE	SITUAÇÃO
11º	02G0000001	193	Adimplente
22º	05D0013710	13	Adimplente
165º	11L0019693	1	Adimplente
166º	11L0019692	1	Adimplente

10 VIABILIDADE FINANCEIRA DA OPERAÇÃO

10.1 Os créditos imobiliários vinculados à emissão atendiam, conforme declaração da cedente à CIBRASEC, no mínimo, aos seguintes critérios de elegibilidade:

- ✓ Taxa média dos créditos imobiliários totais: entre TR + 8% e TR + 12% (taxa efetiva);
- ✓ Garantia dos contratos: alienação fiduciária ou hipoteca, sendo certo que esta somente será transferida quando da Averbação do Contrato de Cessão;
- ✓ Atraso máximo dos contratos de financiamento: 0 (zero) dias;
- ✓ Tipo de imóvel: imóveis residenciais urbanos, com valor de até R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais);
- ✓ Sistema de amortização: SAC.

10.1.1 Conforme informações enviadas pelo demandante desta análise, os 1.764 contratos que irão lastrear a emissão do CRI possuem as seguintes características:

- ✓ Valor das obrigações da emissão: R\$ 118.271.875,07;
- ✓ Valor dos pagamentos dos contratos: R\$ 120.325.361,96;
- ✓ Prazo médio de concessão: 183 meses;
- ✓ Prazo médio de prestações pagas: 52 meses;
- ✓ Prazo médio remanescente: 131 meses;
- ✓ Valor médio de venda dos imóveis: R\$ 172.333,09;
- ✓ Valor médio de financiamento dos contratos: R\$ 94.161,43;
- ✓ LTV médio dos contratos: 54,6%;
- ✓ Ratings dos contratos:



RATING	CONTRATOS	%
AA	1.095	62%
A	319	18%
B	146	8%
C	93	5%
D	28	2%
E	19	1%
F	11	1%
G	8	1%
H	45	2%
TOTAL	1.764	100%

- 10.1.2 Ainda segundo o demandante da análise, a inadimplência dos créditos que lastreiam a operação em 02/10/2012 é a seguinte:

SITUAÇÃO CONTRATOS LOTE CRI		
contratos em dia	1.651	94%
atraso até 30 dias	82	5%
atraso até 60 dias	16	1%
atraso até 90 dias	15	1%
atraso superior a 90 dias	0	0%
total	1.764	100%

- 10.2 Quanto à carteira total de empréstimos do Banrisul, os dados de inadimplência apresentados pelo banco são os seguintes:

QTDE. DE CONTRATOS	SITUAÇÃO ATRASO	%
20373	Em Dia	91,31%
1408	Até 30 dias	6,31%
348	Até 60 dias	1,56%
116	Até 90 dias	0,52%
68	Acima de 90 dias	0,30%

- 10.2.1 Os dados de pré-pagamento da carteira de crédito imobiliário do Banrisul em 2012 são os seguintes:

	Amortizações R\$	Saldo da Carteira R\$	% Em Relação ao Saldo da Carteira
jan/12	14.446.265,22	1.787.578.878,70	0,81%
fev/12	10.479.411,91	1.827.394.330,91	0,57%
mar/12	16.447.256,38	1.880.167.923,68	0,87%
abr/12	17.398.875,14	1.926.085.351,53	0,90%
mai/12	19.776.937,22	1.972.910.524,37	1,00%
jun/12	28.285.917,96	2.008.333.043,06	1,41%
jul/12	25.255.246,05	2.042.972.708,31	1,24%
ago/12	24.386.699,03	2.090.471.562,76	1,17%

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

- 10.3 Conforme informação prestada pela CIBRASEC ao demandante da análise, o fluxo de ingressos (amortização + juros) dos recebíveis é equivalente ao fluxo de pagamentos dos CRI, representando um índice médio de cobertura de 1,02, conforme projeções da securitizadora.
- 10.3.1 Devido ao valor dos recebíveis ser equivalente aos pagamentos do CRI, não haverá uma folga financeira entre o valor a receber do fluxo de clientes e o valor devido no mês aos adquirentes do CRI.
- 10.3.2 Como atenuante da pequena folga financeira no fluxo de recebimento *versus* pagamento enviado, temos que:
- As cessões serão realizadas com cláusula de coobrigação integral da instituição financeira cedente. Assim, o pagamento das parcelas mensais e de quaisquer outras obrigações contratuais assumidas pelos devedores primários dos créditos- lastro estará assegurado pela fiança do Bannrisul, que contratualmente estará obrigado a pagar, em nome dos devedores primários, quaisquer valores não honrados nas datas dos respectivos vencimentos;
 - O cedente responsabiliza-se também pelo pagamento de todas as despesas do patrimônio separado, como, por exemplo, a remuneração devida ao agente fiduciário, além de ter assumido a obrigação de recompra de quaisquer créditos nos quais o devedor permanecer em atraso no pagamento de 3 parcelas consecutivas.
- 10.3.3 Em contrapartida, a operação possui alguns riscos, tais como:
- O administrador dos recebíveis é o Bannrisul, que também é o responsável pela originação dos créditos, não existindo segregação de tais atividades;
 - A taxa de administração do CRI não é vinculada ao desempenho do administrador, sendo paga independente da gestão do mesmo;
 - O prazo total de amortização da operação é de 20 anos, ou seja, um prazo de maturidade da transação longo e de maior risco;
- 10.4 A operação conta com um Agente Fiduciário, a Pentágono S/A Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, instituição financeira com sede na cidade do Rio de Janeiro, que terá, entre outras atribuições nesta emissão, atuar como representante dos investidores.
- 10.4.1 Cabe ao Agente Fiduciário, principalmente:
- Zelar pela proteção dos direitos e interesses dos investidores;
 - Adotar, quando cabível, medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos investidores;
 - Exercer, na hipótese de insolvência da securitizadora, a administração do Patrimônio Separado;
 - Elaborar anualmente relatório e colocá-lo sempre que solicitado, à disposição dos investidores;
 - Acompanhar o pagamento, pela securitizadora, dos CRI, das despesas relacionadas a referidos títulos, através do envio de relatórios mensais pela securitizadora.

11 CONSIDERAÇÕES FINAIS

- 11.1 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.
- 11.2 Cabe à unidade de contratação a informação de quaisquer alterações nas condições ora apresentadas que possam afetar os fundamentos apresentados.
- 11.3 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.



FERNANDO FERNANDES MARTIN
Assistente
CERIS

De acordo,



MARCOS ROBERTO DA SILVA
Gerente de Centralizadora
CERIS