

À  
GEFOM

Assunto: Avaliação do Risco de Crédito da proposta de aquisição de Certificados de recebíveis Imobiliários – CRI, com recursos de FGTS

Ref.: Brazilian Securities Cia de Securitização – 03.767.538/0001-14 – SIRIC 26122588  
1ª Emissão – 285ª série – Cedente HSBC

Senhor Gerente

**1 ESCOPO DA ANÁLISE**

- 1.1 A GIFUG/SP solicitou avaliação da 1ª emissão - 285ª série, do CRI securitizado pela Brazilian Securities. Os certificados são lastreados por financiamentos imobiliários contratados com o banco HSBC.
- 1.2 Esta emissão não conta com avaliação de *rating* externo, portanto a análise desta emissão será fundamentada no termo de securitização, na composição da carteira, no conceito da securitizadora e do cedente.
- 1.3 No relatório síntese nº 003/12, de 29/08/2012, consta manifestação conclusiva do representante do agente operador acerca da viabilidade da operação, em 27/08/2012, conforme segue: "Nos termos do MN FP 174.012 e Manual de Fomento de Certificados de Recebíveis Imobiliários do Agente Operador vigentes, os créditos apresentados enquadram-se nas condições estabelecidas para aquisição pelo FGTS."

**2 IDENTIFICAÇÃO**

TIPO DE PROPONENTE	Securitizadora de Créditos
TIPO DE AVALIAÇÃO	Risco de Tomador de Crédito
UNIDADE DEMANDANTE	GEFOM
ASSISTENTE RESPONSÁVEL	Elisa Miwa Kita Okuda – 031799-0

**3 PROPONENTE**

NOME	Brazilian Securities Companhia de Securitização (BSCS)	
CNPJ	03.767.538/0001-14	
RAMO DE ATIVIDADE	Securitização de créditos	
PORTE (2011)	FAT.: R\$ 59.574 mil	PAT. LÍQ.: R\$ 200.106 mil
CÓDIGO SIRIC	26122588	
DATA DE CONSTITUIÇÃO	14/04/2000	
LOCALIZAÇÃO	Av. Paulista, 1374 (15º) – Bela Vista – São Paulo/SP	

## CARACTERÍSTICAS DA OPERAÇÃO

Securitizadora	Brazilian Securities Companhia de Securitização
Cedente	HSBC BANK BRASIL S/A – BANCO MÚLTIPLO, inscrita no CNPJ sob o nº 01.701.201/0001-89
Custódia	Oliveira Trust DTVM S/A;
Coordenador Líder	HSBC Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A, inscrita no CNPJ sob o nº 58.229.246/0001-10
Agente Fiduciário	Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S/A, na qualidade de representante da comunhão de interesses dos titulares dos CRI.
Servicer	HSBC BANK BRASIL S/A – BANCO MÚLTIPLO, inscrita no CNPJ sob o nº 01.701.201/0001-89.
Empresa de Auditoria dos Créditos Imobiliários	Interservicer - Serviços de Crédito Imobiliário Ltda, atual denominação de DR2 Real Estate Servicer Ltda, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 08.568.928/0001-89. A prestação de serviços de auditoria dos créditos imobiliários é regida pelo Contrato de Prestação de Serviços de "Back Up" de Administração de Financiamentos Imobiliários, Auditoria e Cobrança de Créditos Imobiliários, firmado em 25 de abril de 2006.
Valor Total da emissão (cessão) (ver item 6.1)	R\$ 87.032.024,51 (oitenta e sete milhões trinta e dois mil vinte e quatro reais e cinquenta e um centavos) na Data e Local de Emissão.
Data e Local da Emissão:	Para todos os efeitos legais, a data de emissão dos CRI é o dia 01 de agosto de 2012, na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo.
Prazo do CRI (ver item 6.1)	238 (duzentos e trinta e oito) meses, a partir da Data de Emissão. (19 anos e 10 meses).
Condições Precedentes	Nos termos do Contrato de Cessão, o Valor da Cessão será pago ao Cedente, uma vez satisfeitas, cumulativamente, as seguintes condições: <ul style="list-style-type: none"><li>i Pré-notação ou protocolo, conforme aplicável, pelo Cedente, às suas expensas, do pedido de registro do Contrato de Cessão em Serviço de Registro de Títulos e Documentos das Cidades de São Paulo e de Curitiba;</li><li>ii Emissão das CCI pela Securitizadora, às expensas do Cedente;</li><li>iii Emissão dos CRI e sua total subscrição e integralização; e</li><li>iv Formalização e assinatura do Contrato de Servicing e Cobrança, para a administração e cobrança dos Créditos Imobiliários.</li></ul>
Prazo de carência	1 (um) mês
Vencimento Final do CRI	01 de junho de 2032.
Atualização Monetária:	Os saldos dos CRI serão atualizados monetariamente pelo Índice de Remuneração dos Depósitos do FGTS, mensalmente representado pela variação da TR. Caso a TR seja extinta, como índice substituto será adotado o índice que vier a ser aplicada a remuneração básica dos depósitos do FGTS. A Atualização Monetária deverá ser feita mensalmente,

	todo dia 1º de cada mês ("Data de Aniversário Mensal").
Juros	6,1700% ao ano para os CRI, calculada de forma exponencial e cumulativa <i>pro rata temporis</i> por dias.
Periodicidade de Pagamento:	Pagamentos mensais, conforme o fluxo financeiro descrito no Anexo II do Termo de Securitização.
Pagamento da Remuneração:	A Securitizadora pagará mensalmente, todo dia 1º de cada mês, aos Investidores a Remuneração, por meio da CETIP, em conjunto com a amortização mensal do principal, quando for o caso, de acordo com o fluxo financeiro estabelecido no Termo de Securitização.
Garantias: (ver item 6.3)	a) Coobrigação do Cedente; e b) Alienação Fiduciária dos Imóveis, sendo certo que a formalização da transferência desta garantia para a Emissora ocorrerá após a Averbação do Contrato de Cessão na matrícula do respectivo Imóvel junto ao competente Cartório de Registro de Imóveis, conforme os termos e condições estabelecidos no Termo e no Contrato de Cessão.
Distribuição dos CRI	Os CRI serão distribuídos pelo Coordenador Líder e adotando os procedimentos de esforços restritos de colocação, nos termos da Instrução CVM 476.
Regime de Distribuição dos CRI:	Os CRI serão distribuídos em regime de melhores esforços, conforme disposto no Contrato de Distribuição.
<u>Eventos de Recompra Compulsória</u>	Ver item 6.2
<u>Evento de Multa Indenizatória</u>	Será considerado evento de multa indenizatória a verificação, a qualquer tempo, da inexistência, ilegitimidade, invalidade, ineficácia ou inexigibilidade de um ou mais Créditos Imobiliários.
<u>Multa Indenizatória</u>	Multa no valor correspondente ao saldo devedor dos respectivos CRI sobre os quais tenha se verificado a ocorrência de um Evento de Multa Indenizatória.

## 5 RESULTADO DA AVALIAÇÃO

OBJETIVO DA ANÁLISE: Emissão de <i>rating</i> para proposta de aquisição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI com Recursos do FGTS.			
RATING ATRIBUÍDO PARA A OPERAÇÃO		"AA"	
Significa que o nível de risco de crédito da operação é considerado "GARANTIDO, mudanças na conjuntura econômica não alteram a capacidade de pagamento nem as condições de liquidez da operação e colaterais ou garantias reforçam o cumprimento das obrigações contratadas ou a operação conta com garantia soberana.			
DATA DA AVALIAÇÃO	16/10/2012	VALIDADE	15/01/2013

- 5.1 A securitizadora foi avaliada por esta Centralizadora em 15/10/2012, conforme PA CERIS 1065/12, para a qual foi atribuído o *rating* "AA" com validade até 26/09/2013.
- 5.2 O cedente possui *rating* "AA", válido até 30/11/2012, bem como em 27/06/2012 a Moody's atribuiu *Ratings* na Escala Nacional, em Moeda Local, de longo prazo, "Aaa.br" o que equivale ao *rating* "AA" da CAIXA.

5.3 Destacamos como pontos positivos da empresa e mercado em que atua os seguintes itens:

- A BSCS é um dos principais players do segmento de securitização imobiliária do mercado brasileiro, ocupando a primeira posição do segmento, considerando o histórico de emissões de CRI;
- O PanAmericano adquiriu recentemente a BFRE e indiretamente a BSCS, o que proporcionará suporte financeiro e benefícios de menores custos de captação para o Grupo;
- Possui bom histórico de operações realizadas com o FGTS;
- Em 10/08/2012, a Fitch Ratings elevou o rating da BSCS equivalente ao "A" na escala adotada pela CAIXA.
- O cedente HSBC possui rating "AA" na Caixa válido até 30/11/2012;
- A emissão conta com coobrigação do cedente, Instituição do Regime Fiduciário sobre os Créditos Imobiliários cedidos e Alienação Fiduciária dos Imóveis;
- Concentração da carteira de crédito cedido em risco baixo (99,21% rating "A").

5.4 Porém, consideramos como pontos negativos da companhia 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 tem fundo de liquidez, fundo de reserva, conforme fluxo de caixa constante na minuta do termo de securitização.
- A operação é de longo prazo, estando sujeito aos riscos de mercado, políticos, econômicas nacionais e internacionais, entre outros.

## 6 DETALHAMENTO DA OPERAÇÃO:

6.1 Valor da Emissão conforme Relatório Síntese é de R\$ 87.032.024,51, entretanto consta na minuta o valor de emissão de R\$ 93.282.220,21.

6.2 O prazo de amortização, tanto no Relatório Síntese como na minuta do Termo, é de 238 meses. Entretanto a planilha de curva de amortização, de 30/09/2012 é de 236 meses e o contrato com o maior prazo de quantidade de prestações a pagar é de 235 meses.

6.2.1 Conservadoramente, consideramos para a avaliação proposta os dados constantes na planilha de curva de amortização, posição de 30/09/2012, ou seja, quantidade de prestações a pagar de 235 meses e valor do saldo devedor contábil da carteira, de R\$ 88.379.046,00.

6.3 Nos termos do Contrato de Cessão, são considerados como eventos de recompra compulsória:

- a) o ajuizamento de ação judicial que tenha por objeto quaisquer das condições pactuadas no Contrato de Financiamento, ou a existência ou validade, dos Créditos Imobiliários, conforme descritos no Contrato de Cessão;
- b) independentemente do eventual adimplemento dos Créditos Imobiliários pelo Cedente em decorrência da Coobrigação, o inadimplemento, por parte do



- respectivo Devedor, de 3 (três) parcelas mensais e consecutivas de qualquer um dos Créditos Imobiliários, nos termos do respectivo Contrato de Financiamento;
- c) os Contratos de Financiamento sejam objeto de qualquer renegociação por parte do respectivo Devedor, incluindo aos aspectos financeiros e demais aspectos contratuais, ou ainda, caso seja permitida qualquer liberalidade pelo Cedente, em relação às obrigações dos Devedores nos respectivos Contratos de Financiamento, desde que tais hipóteses impliquem na necessidade de celebração de aditamento ao respectivo Contrato de Financiamento;
  - d) os Contratos de Financiamento sejam objeto de pedido de portabilidade por parte dos Devedores, nos termos da Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 3.401, de 06 de setembro de 2006, ou norma que venha substituí-la; e
  - e) seja formulado pedido de abatimento de prestação dos Contratos de Financiamento por parte dos Devedores com a utilização de recursos do FGTS, na "Modalidade DAMP 3", por parte dos Devedores.

#### 6.4 GARANTIAS

6.4.1 As garantias estão descritas na cláusula 4ª no Termo de Securitização, conforme a seguir.

6.4.2 Foram constituídas as seguintes Garantias para a presente emissão de CRI:

- a) Coobrigação do Cedente, conforme disposto no item 6.4.2.1 e seguintes abaixo; e
- b) Alienação Fiduciária, que somente poderá ser executada após a Averbação do Contrato de Cessão;
- c) Regime Fiduciário.

6.4.2.1 Conforme disposto no Contrato de Cessão, o Cedente assumiu, nos termos do artigo 296 do Código Civil, a responsabilidade pelo adimplemento integral dos Créditos Imobiliários, coobrigando-se pelo pagamento integral dos valores dos Créditos Imobiliários devidos pelos Devedores nos termos dos Contratos de Financiamento.

6.4.2.2 Nos termos da Coobrigação prestada, de acordo com o Contrato de Cessão, o Cedente estará obrigado a prontamente adimplir quaisquer parcelas inadimplidas dos Créditos Imobiliários, independentemente da promoção de qualquer medida, judicial ou extrajudicial, para cobrança dos Créditos Imobiliários, respondendo solidariamente com os Devedores em relação ao pagamento dos Créditos Imobiliários.

6.4.2.3 Os Créditos Imobiliários e respectivos acessórios e garantias, sob Regime Fiduciário vinculados ao presente Termo, são destacados do patrimônio da Securitizadora e passam a constituir Patrimônio Separado do patrimônio geral da Securitizadora. Destinam-se especificamente à liquidação dos CRI e das demais obrigações relativas ao Regime Fiduciário instituído, assim permanecendo até que se complete o resgate de todos os CRI e a liquidação da totalidade dessas obrigações, conforme previsto no artigo 11 da Lei 9.514/97.

6.4.2.4 Os Créditos Imobiliários e respectivos acessórios e garantias sob Regime Fiduciário somente responderão pelas obrigações inerentes ao Patrimônio Separado, bem como pelo pagamento dos custos de administração e obrigações tributárias, conforme previsto no Termo.

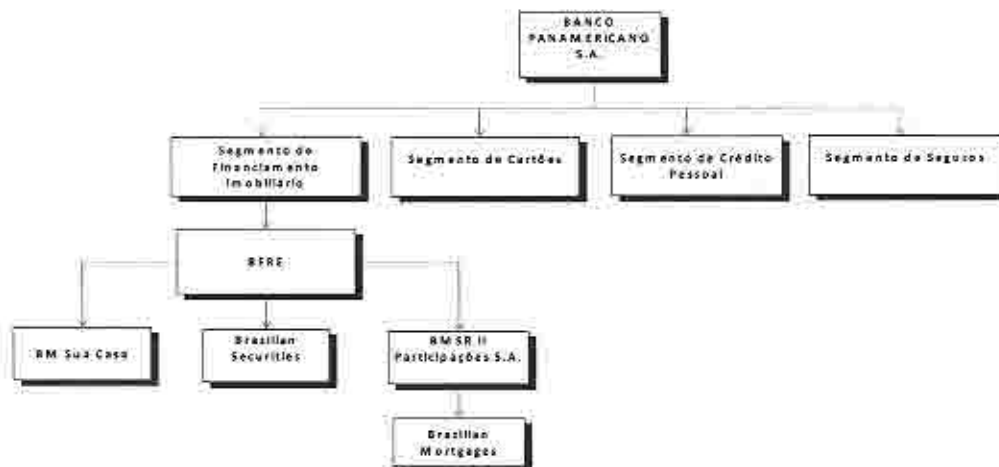
#### 6.5 Pagamentos dos CRI:

6.5.1 Mensalmente, o fluxo de caixa e prioridade nos pagamentos obedecerá à seguinte ordem:

- pagamento das despesas ordinárias;
- pagamento integral dos juros referentes aos CRI, na seguinte ordem:
  - (a) juros vencidos (capitalizados) e não pagos, e
  - (b) juros vincendos no respectivo mês do pagamento;
- pagamento do principal dos CRI relativo ao respectivo mês de pagamento;
- pagamento dos CRI relativo a eventual Amortização Antecipada dos CRI; e
- os recursos eventualmente excedentes dos Créditos Imobiliários, após o atendimento da ordem de pagamentos aqui previstos, serão integralmente devidos ao Cedente.

## 7 ESTRUTURA ORGANIZACIONAL/ ASPECTOS OPERACIONAIS/ CONGLOMERADO

7.1 O organograma abaixo demonstra como ficou o grupo em que a BSCS pertence após a aquisição da BFRE pelo Banco PanAmericano:



7.2 O grupo BFRE realiza operações de financiamento, securitização de ativos e administração e gestão de recursos ligados ao setor imobiliário brasileiro através de suas controladas Brazilian Mortgages, Brazilian Securities e BM Sua Casa.

7.3 A BSCS possui como objetivo: aquisição e securitização de créditos imobiliários, assim compreendendo a compra, a venda e a prestação de garantias em créditos imobiliários, além da emissão e colocação de CRI.

7.3.1 Segundo Anuário de Finanças Estruturadas 2012, elaborado pela Uqbar, em 2011 a BSCS obteve o terceiro maior volume emitido de CRI, dentre as maiores securitizadoras brasileiras, com uma emissão de R\$ 2.694,3 milhões, representando uma participação de 19,8%. O primeiro lugar ficou com a Gaia Securitizadora (R\$ 3.119,6 milhões) e o segundo com a Cibrasec (R\$ 3.081,9 milhões). Quanto ao volume emitido consolidado (1999 a 2011) a BSCS ocupa o primeiro lugar, com um volume de R\$ 9.915,2 milhões, e uma participação de 27% do mercado.

7.3.2 Com relação ao número de operações, segundo a Uqbar, em 2011 a BSCS ocupou o primeiro lugar no *ranking*, com 52 operações, seguida pelo Grupo RB Capital (29 operações) e pela Cibrasec (20 operações). Quanto ao número de operações

consolidado (1999 a 2011) a BSCS ocupa o primeiro lugar, com 176 operações, o que representa 27,5% do mercado.

7.3.3 As seguintes emissões de CRI da BSCS apresentaram elevação de *rating* pela agência de classificação de risco Fitch Ratings em 2011:

- 134ª Série – 1ª Emissão – de “BBB+” para “A(bra)”;
- 158ª Série – 1ª Emissão – de “BBB+” para “A(bra)”;
- 166ª Série – 1ª Emissão – de “BBB+” para “A(bra)”;
- 104ª Série – 1ª Emissão – de “A(bra)” para “A+(bra)”.

7.4 Quanto às recentes aquisições, em 19/07/2012 foram concluídas: (i) a aquisição indireta, pelo banco PanAmericano S/A de 100% do capital social da BFRE, e consequentemente dos ativos de originação, financiamento e securitização desenvolvidos pelas controladas da BFRE, quais sejam: BM Sua Casa, BMCH e BSCS; e (ii) a aquisição indireta, pelo banco BTG Pactual, de 100% do capital social da Brazilian Capital, empresa de gestão de investimentos em ativos imobiliários, sendo o responsável pelo primeiro Fundo de Private Equity no Brasil.

7.5 Os parâmetros definidos para caracterização do conglomerado/grupo econômico respaldam-se na preponderância dos investimentos societários, no poder de controle das empresas/entidades e na influência na gestão dos negócios (governança), com foco na empresa/entidade proponente objeto de avaliação de risco. No caso do grupo BFRE, caracteriza-se a formação de um conglomerado, atribuindo-se assim o risco a BFRE e a suas controladas.

7.6 Após a conclusão da aquisição, a BFRE e suas controladas passaram a ser subsidiárias integrais do banco PanAmericano. Os negócios do grupo BFRE serão estratégicos e complementares para as atividades do banco. Por outro lado, a operação beneficiará a BFRE, considerando as atividades complementares e os menores custos de captação que gerarão melhores resultados.

7.7 Sendo assim considerando o contexto exposto quanto à estratégia de negócios e à dinâmica nas operações entre a BFRE e o banco PanAmericano e acordo operacional entre essas instituições, o PA 1065/12 aprovou a extensão do *rating* “AA” do banco PanAmericano para a BSCS.

## 8 ORIGINAÇÃO DE CRÉDITOS E EMISSÃO DE PAPÉIS

8.1 A análise do processo operacional e da metodologia de seleção dos contratos imobiliários para emissão de CRI da BSCS, foi objeto de avaliação da GERAM e GERAL, através do PA GERAM / GERAL 005/2012, de 17/08/2012.

8.2 A BM Sua Casa possui política definida de concessão à pessoa física pelo Manual de Análise. A análise é individualizada e feita por analistas da própria BM e pela esteira do *servicer*.

8.2.1 Os créditos originados na BM Sua Casa são administrados por *servicers* e acompanhado de forma sistematizada pela BMCH. O referido acompanhamento tem como foco principal a adimplência do crédito.

8.2.2 A documentação dos créditos originados por incorporadores é conferida por um *servicer*, em conformidade com a política de crédito definida pela BSCS.

- 8.2.3 A aquisição é realizada por meio de Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI). A análise do cedente/originador, do empreendimento imobiliário e da carteira de crédito é feita pela BSCS. A verificação do enquadramento dos créditos originados é feito inicialmente por um *servicer* contratado para esta finalidade, cujo processo é acompanhado e auditado pela BSCS. As exceções são analisadas pelo comitê interno da BSCS, não havendo alçadas intermediárias.
- 8.2.4 Quanto à gestão dos recebíveis imobiliários, a auditoria Pricewaterhouse Coopers audita duas vezes ao ano os *servicers*. Há controle automatizado da evolução dos contratos. A aprovação da operação ocorre somente após autorização de dois diretores. O *compliance* e a contabilidade estão vinculados à BFRE e não à BSCS, visando segregação de atividades.
- 8.2.5 Quanto à cobrança dos recebíveis imobiliários, há dois *servicers* que prestam serviço de cobrança. Recentemente (julho/2012) foi implementada nova gestão de cobrança para otimização da recuperação. Existe um acompanhamento sistemático do desempenho do processo de cobrança.
- 8.2.6 A régua de cobrança, resumidamente engloba: telefonema ao devedor (D+5); inserção do nome do devedor no Serasa (D+10); cliente recebe carta de cobrança (D+20); cobrança vai para os *servicers* especializados em cobrança de crédito imobiliário (D+30); encaminhamento para consolidação da dívida (D+90); emissão de requerimento ao cartório de registro de imóveis, com demonstrativo das prestações em atraso, para intimação do devedor (D+120).
- 8.2.7 Foi observada inadimplência média no período de maio/2011 a junho/2012 para atrasos superiores a 90 dias de 3,27% considerando o saldo devedor de clientes em relação ao saldo devedor da carteira corrigido. Para atrasos superiores a 180 dias, a inadimplência média para o mesmo período citado foi de 1,9%.
- 8.2.8 A GERAM e a GERAL emitiram parecer em conjunto referendando como tecnicamente aceitável a metodologia de aquisição de contratos que são lastro à emissão de títulos pela BSCS.
- 8.2.8.1 Entretanto, recomenda realização de auditoria semestral no primeiro ano, e anual nos anos subsequentes, para verificação da manutenção da política e dos parâmetros de elegibilidade das carteiras de crédito que servem de lastro à emissão de papéis.
- 8.2.8.2 Sugere também nova visita à empresa, caso ocorram alterações na política de crédito e metodologia de seleção de contratos para emissão dos CRI ou LCI, ou passados mais de 24 meses da última visita realizada em 07 e 08/08/2012, com o propósito de revisitar os processos e reconhecer novos procedimentos e estratégias de seleção de contratos que são lastro à emissão dos papéis.

## 9 MERCADO DE ATUAÇÃO / CADASTRO / RATING EXTERNO

- 9.1 No Brasil o crédito imobiliário representa atualmente apenas 5,1% do Produto Interno Bruto (PIB), o que indica a existência de espaço para crescimento. Comparativamente, nos Estados Unidos, cujo mercado de crédito imobiliário é mais consolidado, o percentual é de 72,7%.
- 9.1.1 O crédito habitacional tem apresentado desempenho crescente nos últimos anos, fomentando os investimentos, a expansão e o emprego no setor da construção civil e



em outros segmentos da economia. Em 2011 o volume financiado com os recursos oriundos da poupança alcançou R\$ 79,9 bilhões, um crescimento de 42% sobre o ano anterior (o volume total, incluindo FGTS, chegou a R\$ 114,1 bilhões, 36% a mais no mesmo período), porém a queda na velocidade de venda de imóveis novos nas principais capitais aponta para um crescimento mais moderado em 2012.

- 9.1.2 O Financiamento Habitacional (SBPE) contratou R\$ 75,1 bilhões, em 2011, para aquisição, reforma ou construção de novas moradias, 39% a mais se comparado a 2010. Mais de 472 mil famílias foram beneficiadas em todo o país. Até 2014, estão previstos R\$ 176 bilhões para financiamento habitacional pelo SBPE.
- 9.1.3 Em dezembro de 2011, o crédito pessoa física para habitação chegou a 4,8% do PIB, atingindo recorde histórico. O FGTS financiou 549,7 mil unidades habitacionais no ano passado, o que representou uma redução de 17,5% em relação a 2010. Até novembro, o SBPE financiou a construção e aquisição de 424,9 mil unidades habitacionais, um aumento de 16,7% em relação ao mesmo período de 2010.
- 9.2 Quanto ao mercado de CRI, segundo o Anuário de Finanças Estruturadas 2012 da Uqbar, em 2011 o montante emitido atingiu R\$ 13,58 bilhões, o que representa um aumento de 59,8% sobre o montante de R\$ 8,5 bilhões emitido em 2010. Boa parte desse crescimento decorreu de emissões com lastro em crédito imobiliário, diferentemente do ocorrido em 2010, quando o aumento foi devido em sua maior parte de emissões com lastro em aluguéis. Aproximadamente R\$ 2,5 bilhões desse crescimento referem-se a operações cujo investidor dos CRI foi o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e cujo crédito lastro foi originado dentro do Sistema Financeiro de Habitação (SFH).
- 9.2.1 Os níveis de depósito e de estoque de CRI na CETIP também indicam continuação na tendência de alta taxa de crescimento no mercado de CRI. Em 2011 foram depositados R\$ 12,33 bilhões, um acréscimo de 57,4% perante os R\$ 7,83 bilhões em 2010 e o triplo dos R\$ 4,11 bilhões depositados em 2009. O nível de estoque continuou a tendência de alta, fechando 2011 em R\$ 27,80 bilhões ante R\$ 18,92 bilhões em 2010 e R\$ 11 bilhões em 2009.
- 9.2.2 Como aspecto positivo do mercado, citamos o forte crescimento do setor imobiliário no Brasil nos últimos anos e existência ainda de espaço para maior expansão. Também podemos citar que o atual cenário interno de queda na taxa básica de juros (Selic) incentiva os investidores na preferência por títulos privados, podendo haver um incremento no mercado de emissão e aquisição de CRI.
- 9.2.3 Em contrapartida, o atual cenário de crise nos mercados internacionais pode impactar o cenário macroeconômico interno, bem como o mercado de capitais brasileiro, a capacidade de pagamento dos tomadores de crédito imobiliário, o exercício de coobrigação dos originadores (quando houver), redução do valor de mercado das garantias imobiliárias oferecidas, liquidez de títulos com lastro em tais créditos, entre outros.
- 9.2.4 Podemos acrescentar alguns riscos aos quais as companhias securitizadoras de créditos imobiliários no Brasil estão expostas:
- Mudanças na legislação que regulamenta as securitizadoras, em particular, a necessidade de capital mínimo, assunto discutido no âmbito da CVM, mas sem evolução até o momento;

- Criação de novos instrumentos lastreados em crédito imobiliário, como a Letra Financeira Imobiliária (LFI), que são emitidos e garantidos pelos próprios bancos, dispensando a participação de companhias securitizadoras.

9.3 Quanto aos Fundos de Investimento Imobiliário (FII), nos últimos dois anos as emissões de cotas no mercado primário e as negociações destas no mercado secundário através da bolsa de valores e balcão organizado cresceram substancialmente. Em setembro de 2009 existiam 75 FII em funcionamento no país, sendo 23 destes fundos com cotas negociadas em ambientes de bolsa e balcão. Em setembro de 2011 esse número subiu para 123 FII, dos quais 55 fundos eram listados.

9.3.1 Quanto à evolução histórica do montante consolidado de emissão de cotas de FII, de 2003 a 2008 (6 anos) foi emitido R\$ 2,53 bilhões (sendo R\$ 1,75 bilhão em cotas de fundos listados). De janeiro de 2010 a setembro de 2011 (1 ano e 9 meses) foi emitido R\$ 11,26 bilhões (sendo R\$ 4,39 bilhões em fundos listados). O ano de 2009 representou um ponto de inflexão na taxa de crescimento do mercado de FII.

9.4 De acordo com as pesquisas efetuadas nos sistemas externos e corporativos CAIXA em 01 e 02/10/2012 em nome da BSCS, sob a ótica do risco de crédito, as restrições foram consideradas relativas e não relevantes, portanto não impeditivas à continuidade da análise. Segue quadro-resumo dos apontamentos para a BSCS:

BSCS: 03.767.538/0001-14

Apontamentos	Situação
CADIN	Nada consta
CRF FGTS	CRF válida até 30/10/2012
INSS	Certidão negativa de débitos relativos às contribuições previdenciárias e às de terceiros válida até 15/04/2013
SRFB/PGFN	Certidão conjunta positiva com efeitos de negativa de débitos relativos aos tributos federais e à dívida ativa da União válida até 25/03/2013
SIJUR	Nada consta
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	01 registro em aberto de SERASA – EXECUÇÕES OUTRAS
TST	Certidão negativa de débitos trabalhistas válida até 29/03/2013

9.4.1 Também foram efetuadas pesquisas cadastrais para seu controlador direto BFRE e indireto, o banco PanAmericano. Não foram encontradas restrições que fossem impeditivas à continuidade da análise.

9.5 A BSCS possui relacionamento com a CAIXA desde 04/2004 através de 14 contas corrente com saldo médio total no valor de R\$ 2.437.333,86 em 09/2012, e saldo médio de aplicações no valor de R\$ 33.025.106,00 no mesmo período.

9.6 Em 10/08/2012, a agência de classificação de riscos Fitch Ratings elevou os *ratings* da Brazilian Finance & Real Estate (BFRE) e de duas de suas subsidiárias, a BMCH e a BSCS. As três companhias citadas possuem *rating* equivalente ao "A" na escala adotada pela CAIXA.

9.6.1 Segundo a Fitch, a BFRE e suas coligadas passaram a ser subsidiárias integrais do PanAmericano e os negócios da BFRE serão estratégicos e complementares para as atividades do banco. O aumento dos *ratings* reflete o suporte que a companhia receberá do PanAmericano. A Fitch acredita que a operação beneficiará fortemente a

BFRE, considerando as atividades complementares e os menores custos de captação que gerarão melhores resultados.

## 10 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

10.1 Para a análise da BSCS, foram utilizadas as demonstrações financeiras padronizadas individuais apresentadas à CVM referentes aos períodos encerrados em 2009, 2010 e 2011, além do balancete até 30/06/2012, auditadas sem ressalvas em 2009 e 2010 pela Moore Stephens Lima Lucchesi Auditores Independentes, e em 2011 pela PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes.

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

FLUXO DE CAIXA DAS ATIVIDADES OPERACIONAIS											
R\$ mil	dez/09	ΔV - %	dez/10	ΔV - %	ΔH - % 10/09	dez/11	ΔV - %	ΔH - % 11/10	ΔH - % 11/09	jun/12	ΔV - %
Receita Operacional Bruta	10.274	100%	61.491	100%	499%	59.574	100%	-3%	480%	13.535	100%
Deduções da Receita	0	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	0%	0	0%
Receita Operacional Líquida	10.274	100%	61.491	100%	499%	59.574	100%	-3%	480%	13.535	100%
Custo dos Produtos/Serviços Vendidos	0	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	0%	0	0%
Lucro Bruto	10.274	100%	61.491	100%	499%	59.574	100%	-3%	480%	13.535	100%
Despesas administrativas	15.619	152%	20.038	33%	28%	32.434	54%	62%	108%	14.868	110%
Despesas comerciais	4.875	47%	6.427	10%	32%	6.027	10%	-6%	24%	3.533	26%
(+/-) Outras Despesas/ Receitas Operacionais	-4.360	-42%	-7.589	-12%	74%	-20.916	-35%	-176%	-380%	-3.718	-27%
Lucro da Atividade (LAJI ou EBIT)	-5.860	-57%	42.615	69%	-827%	42.629	71%	-1%	817%	-1.148	-8%
+ depreciação	46	0%	42	0%	-9%	48	0%	14%	4%	26	0%
Lucro antes de juros, impostos e deprec/amort (LAJIDA ou EBITDA)	-5.814	-57%	42.657	69%	-834%	42.677	71%	-1%	824%	-1.122	-8%
- Imposto de Renda e Contr. Social	1.037	10%	-18.919	-31%	-1924%	-19.762	-33%	-4%	-2006%	4.206	31%
Caixa das Atividades Operacionais antes de juros (LAJIDA ou EBIDA)	-4.777	-46%	23.738	39%	-597%	22.315	37%	-6%	567%	3.084	23%
+(-) Redução (Aumento) da NLCDG	-	0%	-12.117	-20%	0%	87.111	146%	819%	0%	-19.347	-143%
Caixa das atividades operacionais (FCO)	-4.777	-46%	11.621	19%	-343%	109.426	184%	842%	2391%	-16.263	-120%
- Despesas Financeiras	-82.153	-800%	-46.092	-75%	-44%	-34.354	-58%	25%	58%	-14.393	-106%
+ Receitas Financeiras	35.600	347%	55.036	90%	55%	67.371	113%	22%	89%	17.157	127%
(-) Variações Monetárias/Cambiais Pagas	0	0%	0	0%	0%	-19.049	-32%	0%	0%	-14.766	-109%
+ Variações Monetárias/Cambiais Recebidas	49.489	482%	4.726	8%	-90%	0	0%	-100%	-100%	0	0%
Caixa Líquido das Atividades Operacionais (FCL)	-1.841	-18%	25.291	41%	41%	123.394	207%	388%	6803%	-28.265	-209%

RESUMO DAS CONTAS PATRIMONIAIS POR PERÍODO				
Em R\$ mil	dez/09	dez/10	dez/11	jun/12
Ativo Circulante Financeiro	61.806	184.826	182.069	396.886
Passivo Circulante Financeiro	155.255	189.633	237.432	485.233
Ativo Circulante Operacional	122.627	144.940	39.772	68.120
Passivo Circulante Operacional	8.218	18.414	357	9.358
Realizável a Longo Prazo	334.909	258.285	363.479	349.851
Passivo Exigível a Longo Prazo	212.043	207.672	147.566	129.216
Ativo permanente	159	144	121	112
Patrimônio Líquido	143.985	172.476	200.108	191.162

INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS				
	dez/09	dez/10	dez/11	jun/12
Liquidez Corrente	1,13	1,59	0,93	0,94
Endividamento Geral (PC+ELP/PL)	2,61	2,41	1,93	3,26
Endividamento Bancário (dívida onerosa/PL)	0,97	0,00	0,00	0,00
Rentabilidade Operacional (LAJIDA/Ativo Total)	-1,12%	7,25%	7,19%	-0,28%
Evolução Faturamento (IGP-DI médio)	-	466,87%	-10,74%	-56,01%
Índice de cobertura de juros (x)	EBITDA < 0	Res.Fin > 0	Res.Fin > 0	EBITDA < 0
Índice Cobertura de dívidas onerosas no CP	FCO < 0	0,25	3,19	FCO < 0
Margem de Lucro Líquido	-18,37%	60,77%	60,82%	-66,08%



- 10.2.1 A Receita Operacional Líquida (ROL) da companhia apresentou redução nominal de 3% em 2011 comparada a 2010, resultado da diminuição das receitas com prestação de serviços de emissão de CRI e receitas com recebíveis imobiliários.
- 10.2.2 As despesas administrativas aumentaram em 62% no ano de 2011 em relação a 2010, resultado do aumento do quadro de funcionários que foi necessário à expansão dos negócios da companhia. Entretanto, outras receitas operacionais, representadas em grande parte pelo valor residual em operações securitizadas, mantiveram o lucro da atividade EBIT em relação ao ano anterior.
- 10.2.3 O Patrimônio Líquido da empresa cresceu 16% de 2010 para 2011, resultado do acúmulo de lucros auferidos nos exercícios correspondentes.
- 10.2.4 A empresa não possui endividamento bancário, financiando suas atividades com recursos próprios ou de terceiros tais como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), menos onerosos e proporcionando uma rentabilidade maior aos acionistas.
- 10.2.4.1 A linha de crédito da BSCS com o BID foi assinada em 24/03/2006, tem um valor máximo de até US\$ 75 milhões, com prazo de sete anos, sendo utilizada nos 5 primeiros anos e paga nos 2 anos subsequentes, com taxa de juros correspondente a LIBOR acrescida de 2,375% (1,75% até 2010) ao ano. Esta linha tem como objetivo financiar a aquisição de instrumentos hipotecários (residenciais e comerciais) e instrumentos de locação comercial, para posterior emissão de CRIs lastreados nestes instrumentos e sua colocação no mercado.
- 10.2.4.2 Adicionalmente, em 28/08/2010, a BSCS firmou um novo contrato de linha de crédito com o BID, no valor de até US\$ 25 milhões. A linha de crédito é de 5 anos, sendo utilizada nos 3 primeiros anos e paga nos 2 anos subsequentes, com taxa de juros correspondente a LIBOR, acrescida de 3,8% ao ano.
- 10.2.4.3 Referida captação foi classificada como outros passivos financeiros mensurados ao valor justo por meio do resultado, pelo fato de estarem protegidas (hedge) através de operações de derivativos (swaps), que por sua vez também são mensurados ao valor justo por meio do resultado.
- 10.2.4.4 Ainda ligado ao empréstimo com o BID, verifica-se impacto na rubrica de variações cambiais que demonstram basicamente os ganhos ou as perdas nas obrigações de tais empréstimos no exterior, provenientes de variações nas taxas cambiais.
- 10.2.4.5 O aumento do endividamento geral deve-se a principalmente aquisição de recebíveis pela securitizadora para composição de carteira para posterior securitização de crédito.

## 11 TRANCHES CONTRATADAS / DESEMPENHO

- 11.1 De acordo com informação prestada pela GIFUG – Aplicação – Cobrança em 04/10/2012, o quadro a seguir resume a posição atualizada das tranches contratadas, nesta data:





CRI	ATIVO	QTDE	SITUAÇÃO
95º	08E0005790	41	<b>Adimplente</b>
265º	11I008530	242	<b>Adimplente</b>
272º	12C0003010	19	<b>Adimplente</b>

## 12 FATORES DE RISCO

- 12.1 Eventuais crises nos mercados internacionais podem afetar o mercado de capitais brasileiro e ocasionarem uma redução ou falta de liquidez para os CRI.
- 12.2 Ocorrências que impactem negativamente a economia e, em especial, o setor imobiliário, poderão comprometer a capacidade de pagamento dos devedores dos créditos imobiliários, dificultar o exercício da cobrança assumida pelos originadores (quando existente) e reduzir o valor de mercado das garantias imobiliárias oferecidas, afetando, por consequência, a solvência dos títulos lastreados nesses créditos.
- 12.3 Embora as operações de securitização venham apresentando bom crescimento nos últimos anos e tenham perspectiva de grande potencial, no Brasil existe ainda um grande espaço a ser preenchido neste mercado, precisando de uma consolidação legal e da formação de um mercado secundário.

## 13 ESTUDO DA VIABILIDADE FINANCEIRA DA OPERAÇÃO

- 13.1 O quadro a seguir resume a composição da carteira de crédito imobiliário que compõem o CRI em análise. A posição é de 30/09/2012.

Taxa > 7% e <= 12%  
 Valor Venda Imóvel <= 200 mil  
 Tipo de Imóvel - Residencial  
 Data Assinatura Contrato < 1/1/2011  
 Ref.: setembro/2012  
 Prazo remanescente <= 240

(R\$ M)

Qtde Contratos	Valor Saldo Devedor Contábil Contrato	Valor Financiamento Contrato	Taxa Média
1.598	88.379,05	129.403	9,86%

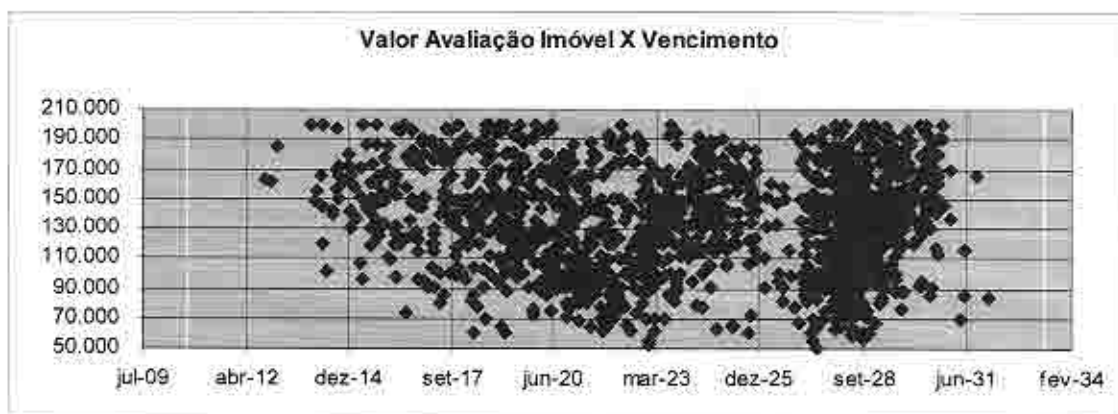
- 13.1.1 O valor do financiamento está dividido conforme quadro a seguir. São Paulo contribui com 45% do valor total de financiamento (saldo devedor e quantidade). Existem contratos liquidados que foram excluídos da quantidade de contratos, bem como no valor avaliação do imóvel.

Estado Imóvel	Quantidade de contratos	% quantidade/ Total	Valor Avaliação Imóvel	% VL Av. Imóvel/ Total	Valor Saldo Devedor Contábil Contrato	% Saldo DEV./ Total
GO	165	10,6%	20.768.000	9,8%	10.099.526	11,4%
PR	566	36,3%	74.524.144	35,3%	30.838.219	34,9%
RJ	106	6,8%	14.365.696	6,8%	6.055.606	6,9%
RS	26	1,7%	2.808.700	1,3%	994.064	1,1%
SP	698	44,7%	98.752.834	46,8%	40.391.633	45,7%
<b>TOTAL</b>	<b>1561</b>	<b>100%</b>	<b>211.219.374</b>	<b>100%</b>	<b>88.379.048</b>	<b>100%</b>

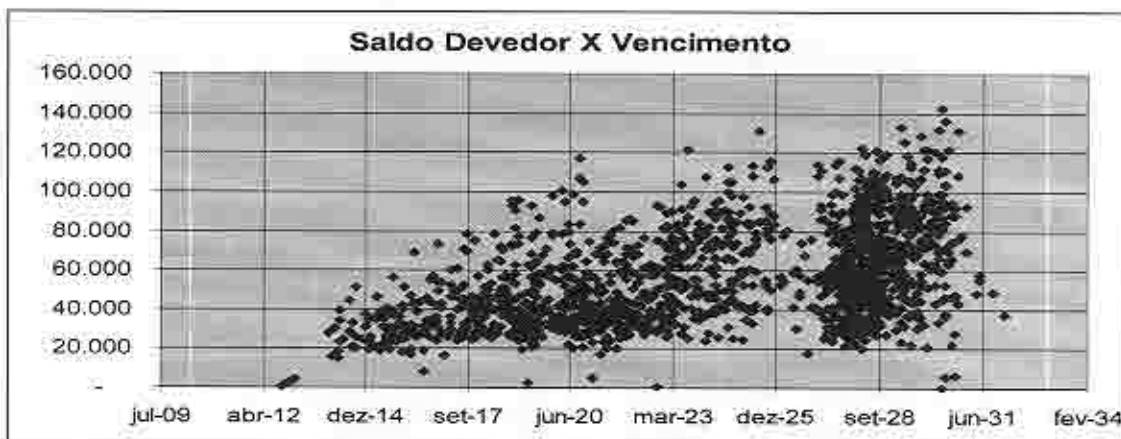
- 13.1.2 O quadro seguinte resume a carteira do ponto de vista estatístico. O valor médio da cessão ficou em R\$ 56.544,00, enquanto o prazo médio ficou em 184 meses e o DESVPAD (desvio padrão) em 58.

	Valor Financiamento Contrato	Taxa Juros Efetiva Contrato	Prazo "reprocessado"	Qtde Prestações Pagas Contrato	Qtde Prestações a Pagar Contrato	Valor Avaliação Imóvel	Valor Saldo Devedor Contábil Contrato
média	80.723	9,85%	184	48	141	135.137	56.544
DESVPAD	25.993	1,03%	58	16	55	33.849	24.309

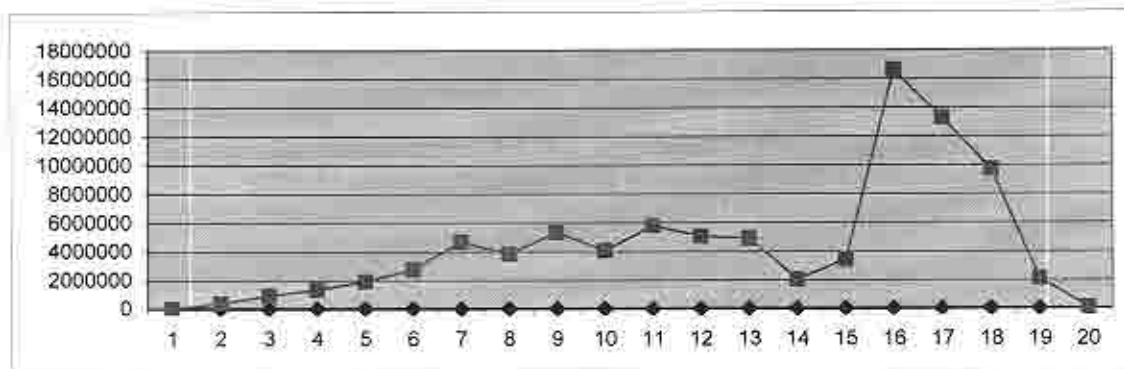
- 13.1.3 O gráfico a seguir contempla todos os contratos da carteira, e verificamos que os financiamentos selecionados foram para imóveis com valores inferiores a R\$ 200 mil, e o contrato tem vencimentos pulverizados. A média do valor de avaliação dos imóveis é de R\$ 135.137,00.



- 13.1.4 O gráfico a seguir contempla todos os contratos da carteira, e o valor médio da cessão em 30/09/2012 ficou em R\$ 56.544,00.



- 13.1.5 O gráfico abaixo apresenta o saldo devedor X vencimento dos contratos. A grande maioria da carteira tem vencimento no ano 16, ou seja, no ano de 2028.



- 13.1.6 Conforme resumo a seguir, o risco da carteira está concentrado no *rating* A, com 99,21% do valor do saldo devedor.

Rating	Quantidade de contratos	Valor Médio de Avaliação Imóvel	Valor Total do Saldo Devedor Contábil Contrato	% Rating X Saldo Devedor	Valor Financiamento Contrato	Valor Médio do Financiamento Contrato	Tipo de Amortização	Tipo de Garantia
C	3	96.333	201.845	0,23%	216.000	72.000	PCM/SAC	Alienação Fidu.
B	6	145.747	492.995	0,56%	634.460	105.743	PCM/SAC	Alienação Fidu.
A	1552	135.345	87.684.208	99,21%	125.320.242	80.748	PCM/SAC	Alienação Fidu.
Total	1561		88.379.048	100,00%	126.170.702		PCM/SAC	Alienação Fidu.

- 13.2 O quadro a seguir ilustra o início da planilha de amortização do CRI. Após a atualização contábil do saldo devedor, o saldo inicial considerado para efeito de cálculo das amortizações é R\$ 88.379.046,00, valor este que foi dividido por 235 prestações a serem amortizadas até 01/05/2032, prazo divergente com o relatório síntese 003/12, de 29/08/2012, que informa prazo de amortização em 238 meses com carência de 1 mês.

- 13.2.1 A taxa de juros efetiva pactuada para remuneração do CRI foi de 6,17% a.a.

- 13.2.2 As planilhas disponibilizadas pela proponente e pela demandante, referentes ao fluxo do CRI, se inicia em 01/09/2012.

FLUXO CETIP - Senior						
#	Vencido.	% Amortização	Saldo Inicial	Amortização	Juros	Total
0	01/09/12	0,0000%	88.379.046,00	-	-	-
1	01/10/12	0,0000%	88.821.095,89	-	-	-
2	01/11/12	0,8061%	88.821.095,89	715.986,85	444.260,91	1.160.247,48
3	01/12/12	0,8117%	88.105.109,04	715.149,17	440.679,72	1.155.828,66
4	01/01/13	0,8183%	87.389.959,87	715.112,04	437.102,73	1.152.212,46
5	01/02/13	0,8240%	86.674.847,83	714.200,74	433.525,92	1.147.726,02

- 13.3 Os valores a receber dos créditos que compõem o CRI são suficientes para arcar com os pagamentos mensais, bem como pela coobrigação pactuada, o cedente deverá se comprometer a alinhar os recebimentos da carteira com o pagamento dos fluxos financeiros do CRI.

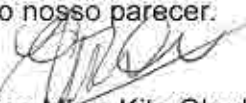
## 14 CONSIDERAÇÕES FINAIS


- 14.1 Diante do exposto atribuímos o *rating* "AA" para a operação e emissão de CRI proposta pela Brazilian Securities Companhia de Securitização, com prazo de validade até

15/01/2013, podendo ser alterado a qualquer tempo caso fatos relevantes sejam detectados.

- 14.2 O cedente é avaliado na CAIXA e tem *rating* "AA" atribuído na avaliação trimestral de instituições financeiras com validade até 30/11/2012.
- 14.2.1 Considerando que os contratos habitacionais lastreiam o CRI são da carteira imobiliária do Banco HSBC, e a minuta do Termo de Securitização prevê coobrigação dos créditos cedidos, o conceito ora emitido para o CRI está condicionado à manutenção do *rating* da IF na CAIXA.
- 14.3 A atribuição de *rating* desta operação foi baseada nos dados cadastrais, informações e documentos fornecidos pela própria empresa e terceiros, bem como das características da operação relacionadas no item 4, sendo que, caso haja qualquer alteração dos dados utilizados nessa avaliação, informamos que será necessário revisão da avaliação.
- 14.4 Independente do prazo de validade desta avaliação, informamos que esta Centralizadora realizará o acompanhamento da análise, **no caso de contratação da operação**, 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.

  
Elisa Miwa Kita Okuda  
Consultora Matriz  
CERIS

  
Marcos Roberto da Silva  
Gerente de Centralizadora  
CERIS