

PA CERIS 1228/12 #20

São Paulo, 29 NOV 12

A
GEFOM

Assunto: Avaliação do Risco de Crédito para Aquisição de Certificado de Recebível Imobiliário (CRI)

Ref. : RB Capital Companhia de Securitização S/A

Senhor Gerente

1 ESCOPO DA ANÁLISE

1.1 Em 06/11/2012, a GERIS solicitou a esta Centralizadora o atendimento da demanda da GEFOM, para fins de atribuição de *rating* da operação de aquisição de CRI pelo FGTS, cujo cedente é a CAIXA.

1.1.1 A empresa responsável pela emissão do CRI é a RB Capital Companhia de Securitização S/A (RB Capital CS).



2 IDENTIFICAÇÃO

TIPO DE PROPONENTE	Mercado de Capitais
TIPO DE AVALIAÇÃO	Avaliação de Risco de Crédito para Aquisição de CRI
UNIDADE DEMANDANTE	GEFOM
ASSISTENTE RESPONSÁVEL	Fernando Fernandes Martin – matr.: c062337-9

3 PROPONENTE

NOME	RB Capital Companhia de Securitização S/A		
CNPJ	02.773.542/0001-22		
RAMO DE ATIVIDADE	Securitização de créditos		
PORTE (2011)	FAT.: R\$ 952 mil	PAT. LÍQ.: R\$ 15.583 mil	
CÓDIGO SIRIC	25828881		
DATA DE CONSTITUIÇÃO	25/09/1998		
LOCALIZAÇÃO	Rua Amauri, 255 – 5º andar – Jardim Europa – São Paulo/SP		
DATA DA AVALIAÇÃO	26/03/2012	VALIDADE EMPRESA	25/03/2013
PARECER Nº.	PA CERIS 0337/12	RATING EMPRESA	"B"

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



4 CARACTERÍSTICAS DA OPERAÇÃO

Nome do Certificado	CRI da 75ª e 76ª Séries da 1ª Emissão da RB Capital Companhia de Securitização S/A
Valor Total da Emissão	R\$ 2.513.098.878,63
Valor Total de CRI Seniores*	R\$ 2.190.918.220,92
Valor Total de CRI Subordinados	R\$ 322.180.657,71
Data de Emissão	21/09/2012
Prazo da Emissão dos CRI Seniores	240 meses, a partir da data de emissão
Taxa de Juros dos CRI Seniores	6,38% a.a.
Emissora	RB Capital Companhia de Securitização S/A
Cedente	CAIXA
Coordenador Líder	CAIXA
Agente Fiduciário	Pentágono S/A DTVM
Agência de <i>Rating</i>	Fitch Ratings
<i>Servicer</i>	CAIXA
Seguradora	Caixa Seguradora S/A
Garantias	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Alienação Fiduciária dos imóveis; ➤ Subordinação da CAIXA; ➤ Constituição de Patrimônio Separado.

* Valor a ser efetivamente adquirido pelo FGTS, conforme Relatório Síntese de 31/10/2012 emitido pela securitizadora.

- 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 pela GERIS.

5 RESULTADO DA VIABILIDADE 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 75ª e 76ª série (Sênior) da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização.			
RATING ATRIBUÍDO PARA A OPERAÇÃO		"AA"	
O <i>rating</i> atribuído para a operação significa que "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 uma garantia soberana".			
DATA DA AVALIAÇÃO	21/11/2012	VALIDADE	19/02/2013
RATING EXTERNO: Em elaboração pela Fitch Ratings.			




6 ASPECTOS RELEVANTES PARA O RESULTADO

6.1 A RB Capital CS foi avaliada por esta CERIS em 26/03/2012, com vencimento em 25/03/2013, ocasião em que houve a manutenção do *rating* "B" à Securitizadora, conforme PA CERIS 0337/12 de 16/04/2012.

6.2 Em 02/04/2012, conforme PA GERAM 0002/12 emitido em 12/04/2012, com validade de um ano, a GERAM analisou o processo operacional e a metodologia de seleção dos contratos imobiliários que fazem parte dos CRI emitidos pela RB Capital CS, ocasião em que emitiu a seguinte conclusão:

"Dadas as estratégias e diretrizes utilizadas na aquisição de contratos para emissão de CRIs, seguidos dos controles sistematizados das suas operações, a política de governança corporativa, o nível de garantia (alienação fiduciária) e a coobrigação do cedente/originador e o rating de baixo risco de crédito das operações, recomendamos como tecnicamente aceitável a metodologia de seleção de contratos utilizada pela RB Capital para a emissão de CRIs".

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

- O Grupo RB Capital é um dos principais *players* do segmento de securitização imobiliária do mercado brasileiro, estando sempre entre os 4 maiores emissores;
- A administração da empresa é profissionalizada, composta por profissionais experientes advindos do mercado financeiro;
- A RB Capital SR utiliza critérios rígidos de seleção da carteira de recebíveis que lastreiam a emissão das séries de CRI;
- 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;
- As operações de CRI da RB Capital CS são feitas em Regime Fiduciário;
- A operação analisada possui Subordinação do Cedente (CAIXA);
- A empresa não possui endividamento oneroso.
- 96% dos contratos que compõem a carteira possuem *rating* "A".

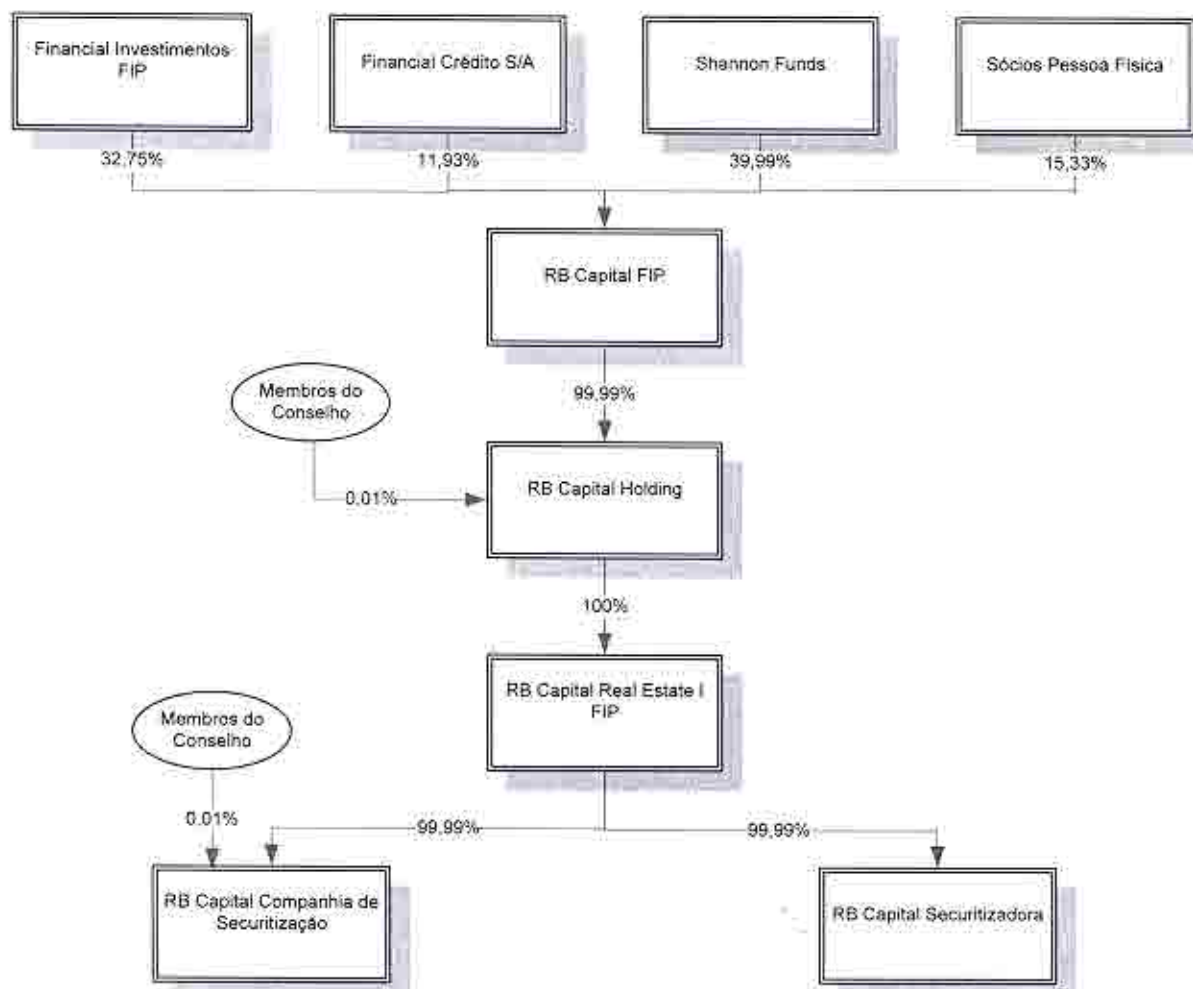
6.3.1 Porém, consideramos como pontos fracos da empresa e mercado de atuação os seguintes itens:

- A empresa passou por reestruturação recente, e tal processo mostra-se contínuo no Grupo, com previsão de fusão da RB Capital Securitizadora com a RB Capital CS no curto prazo;
- 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;
- O mercado de securitização ainda precisa de uma consolidação legal e formação de um mercado secundário para se desenvolver mais fortemente;
- Foram registrados prejuízos em 2009, 2011 e até setembro/2012.



- 7 ESTRUTURA ORGANIZACIONAL / ASPECTOS OPERACIONAIS / CONGLOMERADO
- 7.1 A RB Capital CS, integrante do Grupo RB Capital, é uma companhia securitizadora de créditos imobiliários, que se caracteriza por ser uma instituição não financeira, portanto isenta-se da normatização e supervisão realizadas pelo Banco Central.
- 7.1.1 Constituída sob a forma de sociedade anônima de capital aberto, com registro no Mercado de Balcão Organizado da BOVESPA (SOMA), voltada para a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's) e outros títulos de crédito que sejam compatíveis com as suas atividades, nos termos da Lei nº 9.514/97.
- 7.2 No segundo semestre de 2008, o Grupo RB Capital passou por uma reestruturação, a fim de simplificar sua estrutura operacional e organizacional, definindo melhor, dentro dessa nova estrutura societária, suas linhas de negócios. Entre os anos de 2010/11 ocorreu a consolidação dessa nova estrutura societária, onde a RB Capital CS aparece como controlada pelo RB Capital Real Estate I – Fundo de Investimento em Participações.
- 7.2.1 Em visita à empresa pela CAIXA em abril/12, ficou claro que a RB Capital CS e a RB Capital Securitizadora irão se fundir em breve em uma empresa apenas, visto que as operações das duas são semelhantes e os sócios são os mesmos, segundo a diretora Flávia Palácios Mendonça.
- 7.2.2 A RB Capital CS teve sua razão social alterada (anteriormente operava com o nome de RB Capital Securitizadora Residencial), conforme aprovação em Assembleia Geral Extraordinária realizada em 15/06/2012.
- 7.2.2.1 Segundo justificativa da empresa, o intuito da mudança foi de não configurar qualquer restrição, por tal denominação, ao espectro de atuação da sociedade que, apesar de historicamente ter tido maior foco na securitização residencial, é elegível para estruturação e emissão de papéis com lastro em recebíveis corporativos.
- 7.3 A RB Capital CS é administrada por um Conselho de Administração (CA) e por uma Diretoria. O CA é composto por no mínimo 3 (três) e no máximo 6 (seis) membros, todos acionistas da companhia, cujo prazo de gestão é de 2 (dois) anos, sendo permitida a reeleição.
- 7.3.1 A Diretoria é composta por até 7 (sete) diretores, sendo, necessariamente, 1 (um) Diretor-Presidente, 1 (um) Diretor Vice-Presidente e 1 (um) Diretor de Relações com Investidores. Os Diretores são eleitos pelo CA com mandato de 2(dois) anos, sendo permitida a reeleição.
- 7.3.2 O organograma atual do Grupo, o CA e a Diretoria estão compostos da seguinte forma:





Conselho de Administração

Membro	CPF	Prazo
Marcelo Pinto Duarte Barabá	766.236.707-00	11/04/2014
Adalberto de Araújo Cavalcante	704.506.414-49	11/04/2014
Glauber da Cunha Santos	120.547.898-10	11/04/2014

Diretoria

Nome do administrador	Cargo	Prazo
Glauber da Cunha Santos	Diretor-Presidente	11/04/2014
Marcelo Michaluá	Diretor de Relações com Investidores	27/04/2014
Flávia Palácios Mendonça	Diretora	27/04/2014

7.4 Os CRI emitidos pela RB Capital CS podem ter duas origens: a primeira em recebíveis imobiliários de um único credor e a segunda na aquisição de carteiras com um vasto número de credores. Em garantia ao pagamento dos investidores dos CRI, as operações podem contar com garantias como: alienação fiduciária de imóveis, cessão fiduciária de recebíveis, fundo de reserva.

7.4.1 Os recebíveis são adquiridos para o lastro dos CRI emitidos pela empresa, mediante escritura pública de cessão.

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

f

- 7.4.2 A totalidade dos CRI emitidos são declarados sob regime fiduciário, de acordo com a Lei nº 9.514/97, e constituem patrimônio separado com o propósito exclusivo de responder pela realização de certos direitos, não se confundindo com o patrimônio da companhia. Em caso de falência da Emissora, a administração do CRI ficará a cargo do Agente Fiduciário.
- 7.4.3 As operações da RB Capital CS contam com análise de crédito sobre o devedor, além de grande parte das operações contarem com análise de *rating* por agência classificadora de risco.
- 7.4.4 A negociação e custódia dos CRI é efetuada por meio dos sistemas da CETIP ou da BM&F Bovespa. Cada operação conta com uma conta bancária exclusiva, declarada sob regime fiduciário, ou seja, ocorre débito automático para pagamento dos valores devidos aos investidores dos CRI, mediante ordem eletrônica do Banco Liquidante (pagamento realizado via câmara de custódia), não circulando os valores por contas da Emissora ou terceiros.
- 7.5 A RB Capital CS contrata empresa especializada para promover diligência nas incorporadoras interessadas em efetuar a cessão da carteira, responsável em verificar as informações prestadas em cada contrato, cujo resultado da investigação é entregue à Securitizadora na forma de relatório, que aponta, entre outras informações, a existência de cláusulas que possam inviabilizar a contratação.
- 7.6 A remuneração da RB Capital CS tem por base um percentual sobre o valor de liquidação, dividida em tranches, que vão desde a aceitação da proposta por parte do emissor até a liquidação financeira. A empresa ainda recebe uma taxa mensal de administração durante todo o prazo de vigência do CRI, para cobrir custos ligados a publicações, auditoria do regime fiduciário, contabilidade do patrimônio destacado, entre outros.
- 7.7 O volume de emissões da RB Capital CS em 2011 totalizou R\$ 7,2 milhões, e somando-se ao volume de emissões da RB Capital Securitizadora S/A, participante do Grupo, que chegou a R\$ 2.420,3 milhões em 2011, garantiu à RB Capital a 4ª posição de mercado em 2011, com *market share* de 17,9%.
- 7.7.1 Estas posições no ranking setorial apresentam mudanças constantes em função das oportunidades de negócios que se apresentam para as empresas, principalmente as vinculadas a bancos.
- 7.8 Em virtude de análise de risco ter sido efetuada com base nos demonstrativos financeiros individuais da RB Capital SR, e por seu controlador ser um Fundo de Investimento em Participações, não foi atribuído *rating* para conglomerado.
- 8 PROCESSO DE SELEÇÃO DOS CRÉDITOS
- 8.1 A RB Capital CS contrata empresa especializada para promover a análise do perfil da carteira de recebíveis imobiliários, inclusive quanto à conformidade jurídica e fiscal do empreendedor e da propriedade dos imóveis, bem como a conformidade dos créditos

em seus aspectos financeiros, e emite os relatórios finais acerca das informações de cada contrato à RB Capital CS.

- 8.2 A RB Capital CS promove auditorias para verificação da conformidade quanto aos critérios de elegibilidade estabelecidos entre a empresa contratada e a RB Capital SR, as quais se dão trimestralmente.
- 8.3 A auditoria é realizada por empresa terceirizada por amostragem, sendo que havendo um contrato fora dos critérios estabelecidos, todos os contratos da carteira são verificados, dando-se o direito de regresso à RB Capital CS sobre os contratos inconformes.

9 MERCADO DE ATUAÇÃO / CADASTRO

- 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.
- 9.2 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.
- 9.2.5 Com relação ao mercado de securitização com lastro em recebíveis corporativos, empresas dos mais variados setores têm buscado alternativas de captação de recursos via operações estruturadas de mercado de capitais, alternativas estas que se tornam cada vez mais atrativas e competitivas com a queda da taxa básica de juros da economia.
- 9.2.6 A securitização de recebíveis imobiliários no Brasil tem se desenvolvido nos últimos anos, tanto em termos de volume, quanto em comparação com outros instrumentos de dívida há muito consolidados no mercado de valores mobiliários. Esse crescimento pode ser explicado pela diversificação de financiamento do setor imobiliário, aliado ao fato de ser uma opção atrativa de investimento.
- 9.2.7 A tabela a seguir demonstra o referido crescimento, indicando número de ofertas primárias registradas na CVM e volumes nos anos de 2009, 2010, 2011, e até 23/11/2012:

Tabela 1 – Número de Emissões e Volume de CRI

	2009	2010	2011	Até 23/11/2012
Emissões	36	53	64	28
Volume (R\$ milhão)	1.223,98	2.138,65	3.709,30	2.836,06

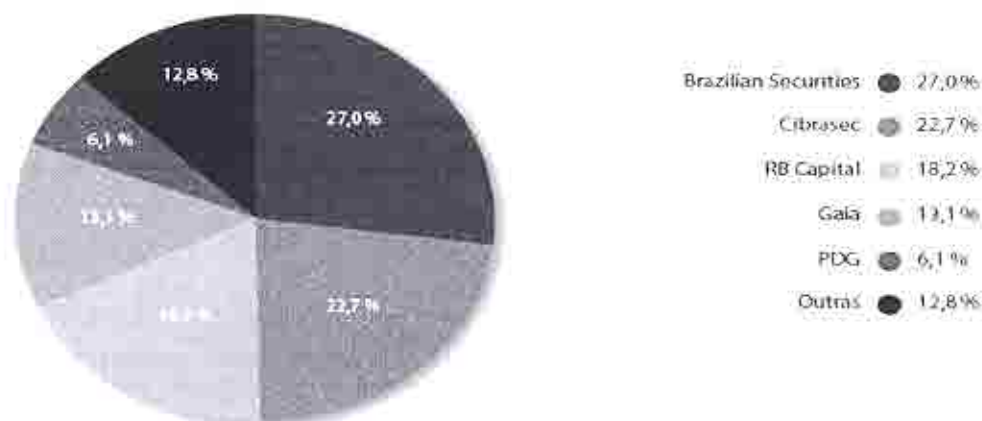
Fonte: CVM (www.cvm.gov.br)

- 9.3 Com base em dados da CETIP, CVM e do Grupo RB Capital, em 31/12/2011, o mercado brasileiro de securitização, em termos de volume de produtos securitizados e em número de emissões, apresentava o seguinte *ranking*:



Participação Acumulada no Montante de Emissões por Securitizadora Imobiliária FIG. 46

Fonte: Uqbar



Fonte: Anuário Imobiliário 2012 - Uqbar

- 9.4 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>

- 9.5 De acordo com as pesquisas efetuadas nos sistemas externos e corporativos CAIXA em 23/11/2012 em nome da RB Capital CS, acionistas e dirigentes PF, 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 RB Capital CS:

RB Capital CS: 02.773.542/0001-22

Apontamentos	Situação
CADIN	Consta 01 apontamento efetuado pela CVM em 15/02/2011
CRF FGTS	CRF válida até 13/12/2012
INSS	Certidão negativa de débitos relativos às contribuições previdenciárias e às de terceiros válido até 21/04/2013
SRFB/PGFN	Certidão conjunta negativa de débitos relativos aos tributos federais e à dívida ativa da União válida até 07/05/2013
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 do BACEN.
SERASA	Nada consta
TST	Certidão Negativa de Débitos Trabalhistas com validade até 21/05/2013

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

9.6 A RB Capital CS possui relacionamento com a CAIXA através de uma conta corrente aberta em 10/2012, com saldo médio de R\$ 18.560 mil no período, além de apresentar saldo médio em aplicações no valor de R\$ 50.027 mil no mesmo período.

9.6.1 Atualmente, a securitizadora não possui operações de CRI contratadas pelo FGTS, sendo que todas as operações anteriores foram liquidadas conforme o esperado, de acordo com informação obtida junto à GIFUG/SP, através de correspondência eletrônica enviada em 19/11/2012.

10 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

10.1 Para a análise da RB Capital CS, foram utilizadas as demonstrações financeiras individuais apresentadas à CVM referentes ao triênio 2009/2011 e balancete até setembro de 2012, auditadas sem ressalvas pela Deloitte Touche Tohmatsu 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	set/12	ΔV - %
Receita Operacional Bruta	5.443	105%	2.164	105%	-60%	952	103%	-56%	-83%	393	105%
Deduções da Receita	250	5%	98	5%	-61%	24	3%	-76%	-90%	19	5%
Receita Operacional Líquida	5.193	100%	2.066	100%	-60%	928	100%	-55%	-82%	374	100%
Custo dos Produtos/Serviços Vendidos	1.874	36%	1.101	53%	-41%	2.067	223%	88%	10%	1.374	367%
Lucro Bruto	3.319	64%	965	47%	-71%	-1.139	-123%	-218%	-134%	-1.000	-267%
Despesas administrativas	1.327	26%	326	16%	-75%	566	61%	74%	-57%	338	90%
Despesas comerciais	751	14%	317	15%	-58%	165	18%	-48%	-78%	88	24%
(+/-) Outras Despesas/ Receitas Operacionais	253	5%	-104	-5%	-141%	-99	-11%	5%	-139%	-7	-2%
Lucro da Atividade (LAJII ou EBIT)	988	19%	426	21%	-57%	-1.771	-191%	-516%	-279%	-1.419	-379%
+ depreciação	0	0%	0	0%	0%	0	0%	0%	0%	0	0%
Lucro antes de juros, impostos e deprec/amort (LAJIDA ou EBITDA)	988	19%	426	21%	-57%	-1.771	-191%	-516%	-279%	-1.419	-379%
- Imposto de Renda e Contr. Social	-930	-18%	-168	-8%	-82%	0	0%	100%	100%	0	0%
Caixa das Atividades Operacionais antes de juros (LAJDA ou EBITDA)	58	1%	258	12%	345%	-1.771	-191%	-786%	-3153%	-1.419	-379%
(-/-) Redução (Aumento) da NLCDG	-	0%	1.858	90%	0%	2.879	310%	55%	0%	61.621	16476%
Caixa das atividades operacionais(FCO)	58	1%	2.116	102%	3548%	1.108	119%	-48%	-1810%	60.202	16097%
- Despesas Financeiras	-1.118	-22%	-144	-7%	87%	-2	0%	99%	100%	-1	0%
+ Receitas Financeiras	774	15%	1.336	65%	73%	976	105%	-27%	26%	646	173%
Caixa Líquido das Atividades Operacionais (FCL)	-266	-6%	3.308	160%	160%	2.082	224%	-37%	-828%	60.847	16269%

10.2.1 A Receita Operacional Líquida (ROL) da RB Capital CS reduziu-se 82% em 2011 com relação a 2009, resultado do menor número de emissões de CRI da empresa no período.

10.2.1.1 Em 2011, dada a baixa disponibilidade no mercado de recebíveis imobiliários residenciais originados pelos bancos, incorporadoras e construtoras (em geral mantidos nas próprias carteiras), houve apenas uma emissão de distribuição privada de R\$ 7,2 milhões.

10.2.1.2 Os saldos fiduciários que representam as operações intermediadas pela empresa foram segregados de suas respectivas demonstrações financeiras.

- 10.2.1.3 A receita obtida em 2012 foi proveniente basicamente dos serviços prestados de administração de patrimônio fiduciário dos CRI sob sua gestão. Apesar da receita gerada, as despesas incorridas pela sociedade contribuíram para um resultado negativo de R\$ 774 mil, assim como em 2011, quando o resultado foi de R\$ 797 mil negativos.
- 10.2.2 Em setembro de 2012, a empresa possuía o montante de R\$ 67.294 mil (R\$ 6.597 mil em 31/12/2011) em aplicações financeiras vinculadas a certificados de crédito imobiliários, sendo que sua utilização fica condicionada ao pagamento dos mesmos, conforme demonstração abaixo:

Tabela 2 – Aplicações Financeiras Vinculadas

	<u>30.09.2012</u>	<u>31.12.2011</u>
Banco Itaú	2.752	6.584
RB Capital II FIRF Crédito Privado (a)	64.542	-
Banco Bradesco	-	13
	<u>67.294</u>	<u>6.597</u>

Tabela 3 – Cessão de Certificados de Recebíveis Imobiliários a Pagar

	<u>30.09.2012</u>	<u>31.12.2011</u>
Cessão de Certificados Créditos Imobiliários - CCI's		
CCI Vitória Caxias (a)	437	2.784
CCI Solar dos Franceses (a)	75	1.434
CCI São Caetano (a)	346	936
CCI Scopel (a)	220	232
CCI Goldzstein (a)	298	111
CCI Cordoba (a)	1.004	108
CCI Unilever (b)	64.501	-
Outros CCI (a)	463	439
	<u>67.344</u>	<u>6.044</u>



- 10.2.3 A empresa não apresenta endividamento oneroso, sendo que a compra de recebíveis imobiliários representa quase a totalidade do passivo, tendo como contrapartida os CRI.
- 10.3 De acordo com o balancete até setembro de 2012, a securitizadora apresenta continuidade em seu desempenho econômico-financeiro de 2011, ou seja, auferiu até o 3T12 prejuízo em decorrência principalmente do reduzido volume de operações de securitização realizadas no período, apresentando ganhos originados em receita de serviços.
- 10.3.1 Porém, com a efetivação da operação em análise neste documento, o resultado tende a ser revertido para lucro ainda no exercício de 2012.

11 VIABILIDADE FINANCEIRA DA OPERAÇÃO

- 11.1 Nos termos da Escritura de Cessão, o valor da cessão será pago à Cedente, uma vez satisfeitas, cumulativamente, as seguintes condições:

- Obtenção do registro dos CRI junto à CETIP;
- Emissão, subscrição e integralização total dos CRI;

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



- Formalização do contrato de *Servicing* e Cobrança, para a gestão dos créditos imobiliários.

11.2 A carteira a ser cedida era composta de 31.621 contratos de créditos imobiliários vinculados à emissão do CRI na data-base de 20/09/2012. Para estudo a seguir, foram retirados da carteira todos os 83 contratos, que já se encontravam vencidos, ou que venceram desde a data base. Utilizamos para estudo da carteira somente os contratos vincendos a partir de 2013.

11.2.1 A carteira a ser utilizada como lastro da operação apresenta as seguintes características gerais.

Características	Menor	Maior
Taxa de Juros	6,3260%	11,8363%
Saldo Devedor	R\$ 30.338	R\$ 184.604
Valor de Venda do Imóvel	R\$ 35.564	R\$ 214.829
Valor de Avaliação do Imóvel	R\$ 35.000	R\$ 200.000
Prazo Remanescente	22	347
Data de Assinatura	20/12/2005	02/08/2011
Data de Vencimento	04/01/2013	25/06/2040

11.2.2 A média e o desvio padrão foram calculados conforme tabela a seguir.

	Taxa de Juros	Saldo Devedor	Valor de Venda do Imóvel	Prazo Remanescente	Valor de Avaliação do Imóvel
MÉDIA	8,03%	R\$ 79.578,48	R\$ 126.819,15	254	R\$ 124.044,56
DP	0,38%	R\$ 28.794,56	R\$ 30.824,79	80	R\$ 30.330,97

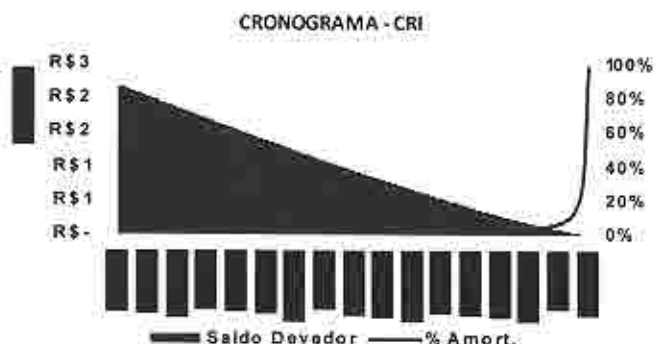
11.2.3 Originalmente, foram atribuídos a todos os contratos o *rating* "A". Na vigência, verificamos que houve mudanças no *rating* em decorrência de liquidação dos contratos e da inadimplência.

11.2.3.1 O quadro a seguir resume a posição inicial e atual dos *ratings* dos contratos que compõem a carteira. Os contratos que já inadimpliram somam 3,5%. Não há informações acerca dos motivos dos contratos liquidados.

	Rating Operacao SIAPC	Rating Contrato SIAPC	Rating Provisao SIAPC	%
Rating AA	0	31268	0	0,00%
Rating A	31591	0	30326	96,00%
Rating B	0	147	253	0,80%
Rating C	0	16	111	0,35%
Rating D	0	0	70	0,22%
Rating E	0	0	47	0,15%
Rating F	0	0	37	0,12%
Rating G	0	0	27	0,09%
Rating H	0	0	560	1,77%
LIQUID	0	160	160	0,51%
Total	31591	31591	31591	100,00%

11.2.4 O gráfico a seguir ilustra a evolução do saldo devedor e do percentual de amortização da carteira em estudo.

11.2.4.1 Segundo a planilha disponibilizada pela Área demandante, a amortização do saldo devedor da carteira passou a ser amortizada em 10/10/2012. A última amortização se dará em 10/09/2032.



11.2.5 O gráfico de dispersão a seguir relaciona o saldo devedor com as datas de vencimentos. Conforme item 11.2.1, verificamos que o valor do saldo devedor médio da carteira é de R\$ 79,578,48.



11.2.6 O gráfico de dispersão a seguir relaciona o valor do imóvel com o vencimento dos contratos. O valor médio ficou em R\$ 124.044,56.



- 11.2.7 O gráfico a seguir relaciona o número de contratos (eixo à esquerda no gráfico) com o saldo devedor (eixo à direita no gráfico). Verificamos que quanto maior o prazo dos contratos, maior o saldo devedor.



- 11.3 Conforme informação prestada pela RB Capital CS ao demandante da análise, o fluxo de ingressos (amortização + juros) dos recebíveis é superior ao fluxo de pagamentos dos CRI, representando um índice médio de cobertura de 1,15, conforme projeções da securitizadora.
- 11.4 As CCI representativas dos créditos imobiliários são emitidas sem garantia real, nos termos do parágrafo 3º do artigo 18 da Lei 10.931/04 e do parágrafo 2º do artigo 22 da mesma lei, combinado com o artigo 287 do Código Civil Brasileiro, de forma que a Alienação Fiduciária não está automaticamente vinculada às CCI.
- 11.5 A Securitizadora providenciará a Averbação da Escritura de Cessão na matrícula de cada um dos imóveis, junto ao Serviço de Registro de Imóveis competente, nos termos do artigo 167, inciso II, item 21 da Lei 6.015/73, na ocorrência de qualquer um dos seguintes eventos:
- Inadimplência do respectivo crédito imobiliário que enseje a sua efetiva cobrança, nos termos da Lei 9.514/97;
 - Intervenção, liquidação extrajudicial ou regime de administração especial temporária da Cedente;
 - Transferência de devedores;
 - Exigências legais ou cartoriais onde se faça necessária a referida averbação.
- 11.6 Os CRI serão registrados na CETIP e são distribuídos com a intermediação do Coordenador Líder (CAIXA), instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, nos termos do artigo 2º da Instrução CVM nº 476.
- 11.7 Será constituído um Fundo de Despesa com os recursos oriundos da diferença entre o valor recebido mensalmente dos créditos imobiliários e o valor das prestações dos CRI,

limitado a R\$ 1.000.000,00, ou ao montante suficiente para o pagamento de 12 meses de todas as despesas previstas no Termo de Securitização que devem ser arcadas pelo Patrimônio Separado, caso estes sejam superiores a R\$ 1.000.000,00.

- 11.7.1 Os recursos integrantes do Fundo de Despesa deverão ser aplicados em títulos públicos federais, para resgate a qualquer momento e/ou certificado de depósito bancário de emissão do Banco Autorizado (CAIXA), com liquidez diária.
- 11.8 O relatório de classificação de risco da Agência de *Rating* não será atualizado no curso desta emissão, tendo em vista que os CRI têm valor nominal unitário superior a R\$ 300.000,00, nos termos do parágrafo 7º do artigo 7º da Instrução CVM 414.
- 11.9 Os créditos imobiliários e respectivos acessórios e garantias sob regime fiduciário vinculados à emissão são destacados do patrimônio da Securitizadora e passam a constituir Patrimônio Separado do patrimônio geral da Securitizadora. Tais créditos 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.
- 11.10 Incumbe à Securitizadora gerir os créditos imobiliários vinculados à emissão por si, por seus prepostos ou por qualquer outro prestador de serviços contratado pela Securitizadora para esse fim, promovendo as diligências necessárias à manutenção de sua regularidade, notadamente a dos fluxos de pagamento das parcelas de amortização, juros e demais encargos e acessórios.
- 11.11 Obriga-se a Securitizadora a administrar o Patrimônio Separado, manter registros contábeis independentes em relação ao Patrimônio Separado e elaborar e publicar anualmente as respectivas demonstrações financeiras.
- 11.12 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.
- 11.12.1 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;
 - Solicitar, quando considerar necessária, de forma fundamentada, auditoria extraordinária na securitizadora;
 - 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.



12 FATORES DE RISCO


- 12.1 A melhora no cenário macroeconômico e a queda na taxa de juros poderão prejudicar a emissão de CRI, uma vez que para o investidor que compra o título, a taxa de retorno poderá se tornar insatisfatória com a redução acentuada dos juros.
- 12.2 Eventuais crises nos mercados internacionais podem afetar o mercado de capitais brasileiro e ocasionarem uma redução ou falta de liquidez para os CRI.
- 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.
- 12.4 Os mesmos acionistas controladores participam indiretamente de outras empresas do grupo, como a administradora de fundos imobiliários RBDTVM, o que poderia gerar conflitos de interesses.

13 CONSIDERAÇÕES FINAIS

- 13.1 Para a atribuição do *rating* desta emissão de CRI, exposto no item 5 deste documento, foi efetuada análise Fundamentalista levando-se em consideração o cedente dos créditos (CAIXA), o histórico da Securitizadora em seu mercado de atuação e junto à CAIXA, os aspectos econômico-financeiros e o enquadramento da Securitizadora na Matriz de Pré-Enquadramento.
- 13.2 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.
- 13.3 Cabe à unidade contratante da operação a informação de quaisquer alterações nas condições ora apresentadas que possam afetar os fundamentos apresentados.
- 13.4 Independente do prazo de validade desta avaliação, informamos que esta CERIS 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


ELAINE CRISTINA ALVES DOS REIS
Gerente de Centralizadora E.E.
CERIS