



data da ação de rating

24 de outubro de 2016

vigência do rating

agosto de 2016

* Uma classificação SR Rating constitui opinião independente sobre a segurança da obrigação em análise, não representando, em qualquer hipótese, sugestão ou recomendação de compra ou venda. Todos os tipos de obrigação, mesmo quando classificados na categoria de investimento de baixo risco, envolvem um certo nível de exposição ao *default*. Decisões de compra e venda dependerão sempre do cotejo entre risco e retorno esperados pelo próprio investidor. A presente classificação buscou avaliar exclusivamente o risco de *default* da obrigação, segundo confiáveis fontes de informação disponíveis. A SR Rating não assume qualquer responsabilidade civil ou penal por eventuais erros de avaliação atuais ou mudanças supervenientes, ou ainda, por frustração do retorno financeiro esperado.

SR Rating Prestação de Serviços Ltda.

contato: Robson Makoto Sato

robson@srrating.com.br

Rua James Joule, 92 – Cidade Monções – 04576-080 – São Paulo – SP – Brasil

telefone: +55 11 3053.0002

www.srrating.com.br

relatório inicial de rating de operação estruturada*

Gaia Securitizadora

89ª Série da 4ª Emissão de CRI | lastro carteira imobiliária BANCO MÁXIMA

nota global: **BBB-SR (o.e.)**

equivalência "br": **brAA- (o.e.)**

O Comitê de Classificação da SR Rating atribui as notas acima descritas, denotando risco módico. No âmbito local e no prazo analisado, a qualidade de crédito muito boa e a vulnerabilidade é baixa a riscos por fatores internos ou do macroambiente.

Os principais fatores a serem considerados na atual classificação decorrem da adequada estruturação de securitização de recebíveis imobiliários, que terá subordinação de 10% para absorção do *first loss*, bem como fundo de reserva, perfazendo uma cobertura mensal média esperada de aproximadamente 1,5 vez. Será um a operação de *pass through* de fluxo financeiro dessa carteira selecionada, sendo que eventuais volatilidades ou variações de fluxo por antecipação e inadimplência estarão condicionados por gatilhos de amortização antecipada de forma a tentar preservar o máximo tais relações de cobertura, sobretudo de suficiência de lastro futuro elegível.



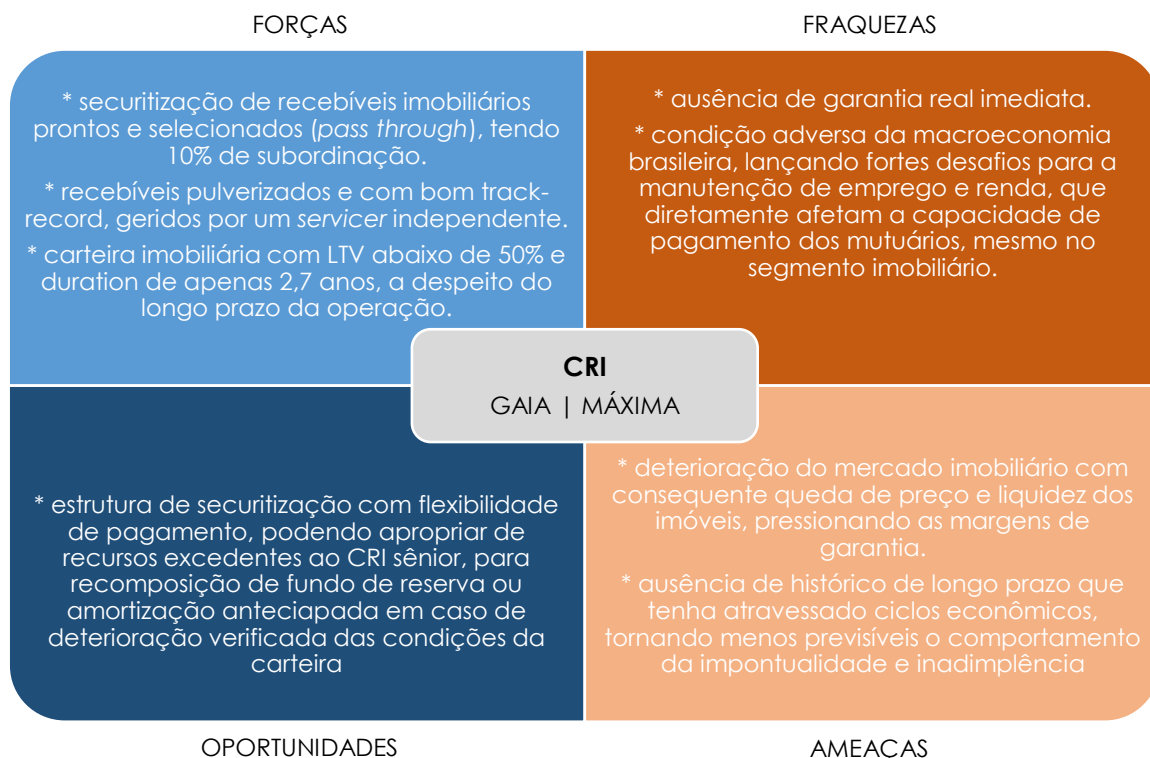
A emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários | a Gaia Securitizadora S.A. irá emitir em agosto de 2016, CRI em duas séries no valor de R\$ 61,87 milhões, segmentados assim: (i) R\$ 55,60 milhões em série de CRI sênior, com prazo de 76 meses e remuneração equivalente a variação do IGP-M acrescido de spread a ser apurado em processo de *bookbuilding*; e (ii) R\$ 6,27 milhões em série de CRI subordinado, com prazo de 78 meses e remuneração equivalente à variação do IGP-M acrescido de juros remuneratórios a ser apurado em processo de *bookbuilding*.

A operação, portanto, contará com uma subordinação de 10%. O lastro da operação serão CCI's representativas de créditos imobiliários selecionados de

propriedade do Banco Máxima. Entretanto, não haverá plena transferência das garantias por alienação fiduciária ou hipoteca de tais créditos, restando a opção de fazê-lo de acordo com a conveniência ou necessidade no desenrolar da emissão.

Os CRI's também contam com regime fiduciário e administração de patrimônio em separado. Ainda, a Gaiaserv Assessoria Financeira será o *servicer* da operação e a Pentágono DTVM o agente fiduciário.

SWOT de riscos | no presente rating da operação estruturada são considerados, em suma, os seguintes fatores relevantes:



Informações relevantes da estrutura da emissão | destacam-se, entre outros fatores, as seguintes observações quanto à estrutura da emissão:

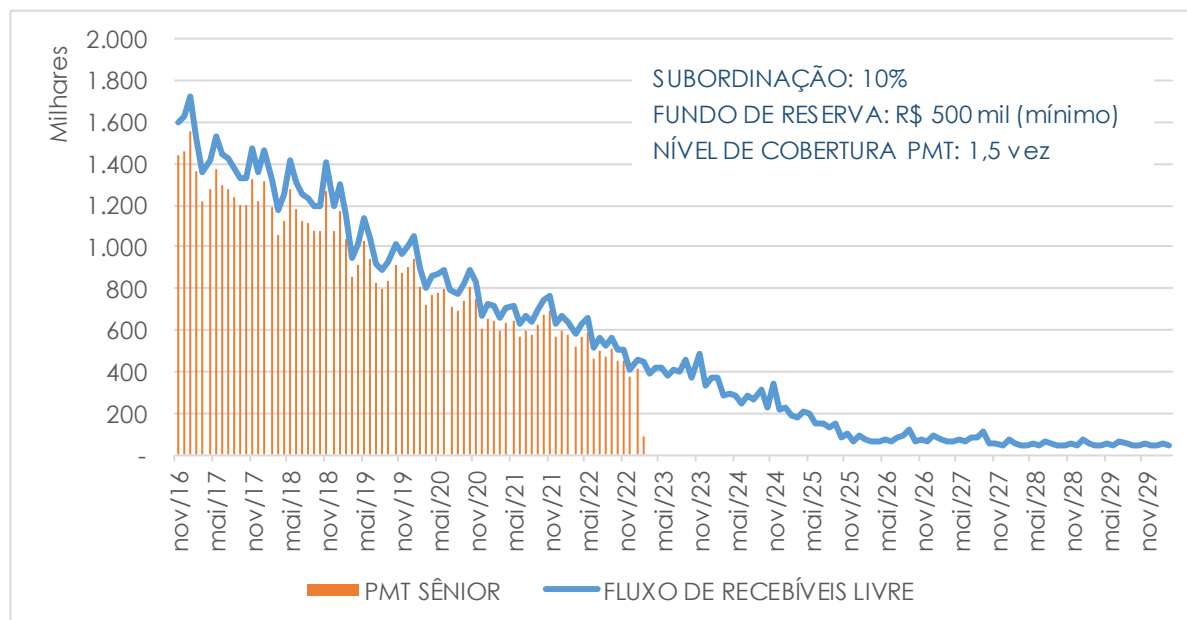
- O Termo de Securitização estabelece, além das condições já elencadas anteriormente, que a emissão contará com duas séries de CRI, sênior e subordinada, sendo que o nível de subordinação será de 10%. Ainda, fica previsto a formação do Fundo de Reserva, no momento inicial da emissão, no valor correspondente a R\$ 500 mil. Por fim, também são ressaltados gatilhos para amortização antecipada para manter a relação estável entre o valor presente dos créditos imobiliários e o saldo devedor dos CRI's seniores, bem como no caso de aceleração da inadimplência em volume superior a 4,5% (considerando o saldo devedor em aberto dos créditos com evento de inadimplência superior a 180 dias). Assim como no caso de recomposição do Fundo de Reserva, os valores para tais reequilíbrios serão oriundos da retenção e transferência de qualquer pagamento aos CRI's subordinados.
- As Cédulas de Crédito Imobiliários, para a constituição do lastro à emissão do CRI serão constituídas sob a modalidade "sem garantia real", ou seja, não contarão com a transferência imediata à emissora das garantias por alienação fiduciária dos Contratos de Compra e Venda, que somente o fará mediante solicitação futura e tempestiva, em caso de necessidade.
- A Escritura Pública de Cessão de Créditos entre o Banco Máxima e a Securitizadora, entre outros muitos aspectos, evidencia as bases legais de transferência dos créditos imobiliários.

Fluxo da operação | A emissão de CRI basicamente reflete a curva de recebimentos dos direitos creditórios, lastro da operação, descontados dos custos oriundos da operação estruturada. Entretanto, o fluxo da operação (emissão de CRI) é significativamente mais curto que o fluxo de recebíveis, estando este fator condicionado pela presença de série de CRI subordinado, que também terá o papel fundamental de suportar eventuais atrasos e inadimplementos esperados nos recebíveis imobiliários. Dessa forma, a operação estruturada será uma espécie de securitização “*pass through*” do fluxo de recebimentos, estando as variações ou volatilidades condicionadas pela série subordinada, em espécie de “*first loss*”.

O prazo total de 83 meses para a série sênior e 85 meses para a série subordinada, apesar de serem fortemente alongados, trazem um perfil de recebimento bem mais curto, com *duration* de aproximadamente 2,5 anos e 2,7 anos. Não se observa na estrutura em tela qualquer descasamento de prazos, bem como qualquer descasamento de taxas, sendo que ambas as estruturas (ativas e passivas) são indexadas igualmente pela variação positiva do IGP-M.

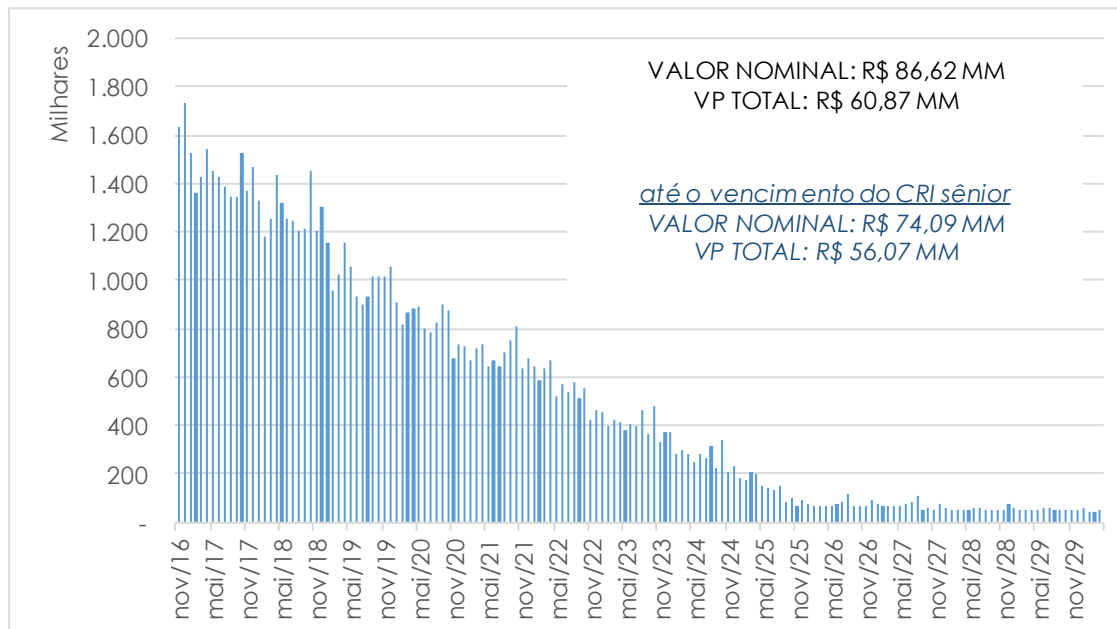
Conforme estrutura de subordinação, portanto, os CRI's seniores contarão com cobertura de 1,1 vez em relação ao fluxo livre de recebíveis, que se acrescidos ao fundo de reserva previamente estabelecido promove uma cobertura mensal de aproximadamente, 1,5 vez. Não obstante a possibilidade de uso do Fundo de Reserva em caso de insuficiência de recursos, é importante salientar que a estrutura proposta promove sua recomposição em caso de deterioração do fluxo de recebimentos, tendo gatilho estabelecido em torno de 4,5% de inadimplência, de forma a tal nível de cobertura ser ou tentar ser mantido nos mesmos patamares, uma vez não pagos os CRI's subordinados enquanto perdurar esta situação.

FLUXO DE RECEBÍVEIS versus PMT DA SÉRIE SÊNIOR



A Carteira Imobiliária | a carteira imobiliária sob análise totalizou montante futuro de R\$ 86,62 milhões. Em termos de valor presente, ajustado de acordo com as taxas de cada crédito, o montante total foi de R\$ 60,87 milhões. Os créditos se estendem desde novembro de 2016 até dezembro de 2030. Apesar da natureza fortemente alongada dos créditos, a *duration* é bastante reduzida, de apenas 32,6 meses ou 2,7 anos.

DISTRIBUIÇÃO DO FLUXO FUTURO



Além de suas respectivas taxas de juros, estabelecida contrato a contrato, o fluxo futuro é condicionado também à correção monetária, sendo que foram selecionados apenas aqueles com o mesmo indexador da emissão do CRI, ou seja, 100% dos créditos são corrigidos pela variação do IGP-M.

As taxas de juros associadas aos contratos são todas iguais ou superiores àquela utilizada como remuneração mínima dos CRI's e, portanto, são consideradas bem adequadas, sobretudo diante da garantia atrelada aos créditos. Numa perspectiva de longo prazo, com expectativa de ajuste econômico, ainda que demorado, cessando a recessão e ausência de liquidez no mercado imobiliário, essa garantia tende a solidificar a capacidade de recuperação de crédito inadimplido, em última instância. Para essa condição ser verdadeira, é mister que os volumes de ativos garantidores sejam bem precificados, considerando as possíveis variações e a atual tendência de queda no valor dos imóveis.

Assim, o **LTV (Loan-to-Value)** dos ativos e da carteira, é importantíssimo para posicionar o quão segura é. Em média ponderada, a carteira avaliada apresentou um LTV de 45,9%, resultante de um valor de imóveis garantidores da ordem de R\$ 134,7 milhões.

LTV	QTDE. DE CONTRATOS	%	VP DOS CONTRATOS	%
>100%	1	0%	405.888,79	1%
entre 100% e 80%	40	14%	12.469.606,32	20%
entre 80% e 60%	80	27%	21.299.572,80	34%
entre 60% e 40%	79	27%	16.314.342,12	26%
abaixo de 40%	95	32%	11.383.351,96	18%

Para além dos valores atribuídos aos imóveis, algumas **características dos imóveis** são fundamentais para a sensibilidade de valorização ou desvalorização potencial. Nesse sentido, ressalta-se que os imóveis, conforme carteira selecionada, são 100% urbanos.

Os **tipos de imóveis** também são determinantes em várias frentes, destacando a presença do segmento residencial, que por motivos sobretudo atrelados à moradia, apresentam conotação mercadológica menos volátil, tanto de preços quanto de inadimplimento. Assim, a concentração em 67% no segmento residencial demonstra o alinhamento da carteira selecionada.

TIPO	QTDE. DE CONTRATOS	%	VP DOS CONTRATOS	%
Comercial	126	43%	19.814.317,75	32%
Residencial	169	57%	42.058.444,24	68%

E não menos importante é a **dispersão geográfica** desses créditos. Isso por conta de o país apresentar tantas condições econômicas diferentes quanto a sua imensidão geográfica e heterogeneia social, política e cultural, bem como pela disparidade entre as condições de infraestrutura em cada região. Nessa ótica, a carteira selecionada concentrou em apenas 5 estados, com prevalência das zonas metropolitanas, demonstrando a aplicação de elegibilidade aos créditos em mercado considerados mais maduros e menos voláteis, bem como com maior capacidade e agilidade na questão de execução das garantias imobiliárias.

LOCAL	QTDE. DE CONTRATOS	%	VP DOS CONTRATOS	%
RJ	179	61%	38.166.490,35	62%
GO	47	16%	5.673.043,76	9%
SP	40	14%	11.178.363,09	18%
MG	22	7%	4.912.586,84	8%
DF	7	2%	1.942.277,95	3%

Além de sua localização, a **situação do empreendimento imobiliário** é fator importante na determinação do risco, sendo que muitas vezes o risco da carteira pode se ver concentrado no cedente ou originador em caso do empreendimento não estar pronto ou terminado, desprezando a natureza pulverizada atribuída à carteira. Não é caso desta carteira selecionada, para a qual foi informada que 100% dos empreendimentos encontram-se com termo de habite-se ou termo de verificação de obra final já expedidos, tornando-se, de fato, uma carteira de risco pulverizado, ainda que em muitos casos sejam impostas condições de coobrigação ao cedente ou originador, como garantia adicional para além da alienação fiduciária do próprio imóvel. Ainda que estejam prontos, é importante observar a dependência ou concentração por originador / cedente / empreendimento. Nesse sentido, observa-se uma boa distribuição, com poucos eventos de concentração.

TIPO	QTDE. DE CONTRATOS	%	VP DOS CONTRATOS	%
acima de 10% (1 empreendimento ou cedente)	37	13%	11.231.083,92	18%
entre 5% e 10% (5 empreendimentos ou cedentes)	98	33%	19.604.221,49	32%
entre 1% e 5% (14 empreendimentos ou cedentes)	111	38%	24.466.828,89	40%
abaixo de 1% (23 empreendimentos ou cedentes)	49	17%	6.570.627,69	11%

Já na **distribuição dos contratos e mutuários**, verifica-se uma pulverização significativa, com 295 contratos e 252 mutuários. São apenas 11 contratos e 10 mutuários que configuram concentrações superiores a 1% e 1,5% do total do valor presente da carteira, respectivamente. Importante destacar que há presença de créditos contra pessoa física e pessoa jurídica, com predominância da primeira, com mais de 85%.

CONTRATOS	QTDE. DE CONTRATOS	%	VP DOS CONTRATOS	%
concentrações entre 1% e 2%	11	4%	9.736.770,24	16%
concentrações entre 0,5% e 1%	47	16%	19.099.715,69	31%
concentrações abaixo de 0,5%	237	80%	33.036.276,06	53%

MUTUÁRIOS	QTDE. DE CONTRATOS	%	VP DOS CONTRATOS	%
concentrações entre 1,5% e 4,5%	10	4%	12.679.107,14	20%
concentrações entre 0,5% e 1,5%	44	17%	20.301.606,15	33%
concentrações abaixo de 0,5%	198	79%	28.892.048,70	47%

Há coobrigação presente na carteira selecionada, como elemento secundário de liquidação de crédito, entretanto, não obrigatoriamente até o final da operação. Dessas coobrigações, destacou-se a presença da Construtora Canadá.

O desenvolvimento e gestão de crédito imobiliário no Banco Máxima é relativamente recente e, portanto, o histórico apresenta um perfil razoavelmente curto, entre março de 2014 e agosto de 2016 para esta carteira referencial. Apesar do baixo *track-record*, é importante notar que, do fluxo total recebido e inadimplido, o nível de liquidez com atraso até 30 dias é superior a 94%, considerado adequado. A inadimplência é considerada baixa, estando aqueles para além da linha de corte de 90 dias representativos em apenas 0,1%.

RECEBIDOS	R\$	%
antecipado ou em dia	17.460.904,07	61,3%
atraso até 30 dias	9.309.135,29	32,7%
atraso entre 31 e 60 dias	813.782,97	2,9%
atraso entre 61 e 90 dias	133.429,45	0,5%
atraso superior a 90 dias	158.264,45	0,6%

INADIMPLÊNCIA	R\$	%
até 30 dias	358.680,77	1,3%
entre 31 dias e 60 dias	153.010,79	0,5%
entre 61 dias e 90 dias	57.020,74	0,2%
acima de 90 dias	32.247,75	0,1%

TOTAL GERAL	28.476.476,28	100,0%
--------------------	----------------------	---------------

O BANCO MÁXIMA

O Grupo Máxima teve sua origem em 1984, quando os empresários Saul Dutra Sabbá, João Nunes Ferreira Neto e Pedro Paulo Nunes Ferreira se associaram para criar a Máxima Corretora e a Máxima Consultoria. Em 1997, incorporaram o Banco Stock S.A. e sua corretora formando o Banco Stock Máxima e Stock Máxima Corretora. Em 1999, com a incorporação da operação da Multiplic Corretora, o Grupo passou a se denominar Banco Multistock e Multistock Corretora. Nessa época, foi criada a Máxima Financeira CFI, consolidando a atuação do grupo em segmentos diversos, tais como crédito a varejo, gestão de recursos, mercado de capitais e investimentos. Em 2003, a área de crédito a varejo foi cindida e a Financeira incorporada ao Banco Indusval S.A., ocasião em que o Banco voltou à denominação de Banco Máxima.

Posteriormente, o Máxima voltou a desenvolver sua carteira de operações de crédito, expandindo-se de forma rápida neste segmento. Após um redirecionamento das atividades, com maior foco no crédito consignado, as condições mercadológicas levaram os gestores do Banco a priorizar o crédito estruturado, em detrimento da atuação na concessão de crédito para pessoa física. Por fim, o direcionamento estratégico atual migrou para a atuação concentrada no mercado de crédito imobiliário, cujo equilíbrio pode ser majorado diante da captação de recursos menos onerosa.

Nessa estratégia recente, priorizando o crédito imobiliário, o Banco se reorganizou e adequou toda sua estrutura operacional para atendimento das necessidades de concessão e gestão de carteiras de crédito pulverizadas, solidificando principalmente suas ferramentas de controle e *back-office*. Ainda, foram desenvolvidas políticas e procedimentos rígidos para avaliação do crédito e também foram feitos investimentos fortes em sistemas e no *compliance*. As decisões são tomadas por meio de comitês, que atualmente contam com profissionais-chave da instituição, contratados para tal e com sólida bagagem de mercado, não obstante o tradicional poder de veto detido pelo sócio e controlador.

O Risco de Gestão da Área de Crédito Imobiliário do Banco Máxima também foi avaliada pela SR Rating, que conferiu nota G3^{SR}.

A GAIA SECURITIZADORA

A Gaia Securitizadora, pertencente ao Grupo Gaia, é uma das maiores securitizadoras no Brasil, cuja fundação se deu em 2009. Além da securitizadora imobiliária, o grupo engloba uma securitizadora do agronegócio (Gaia Agro Securitizadora S.A.) e duas securitizadoras financeiras (GaiaCred Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros S.A. e Renova Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros S.A.). Paralelamente, conduz a GaiaServ, que cuida da gestão dos créditos.

Atualmente, realizou mais de 100 emissões de CRI em residencial, loteamento, corporativo, projetos e Shopping Centers, totalizando cerca de R\$11,5 bilhões.

Matriz de riscos | a matriz de risco abaixo, pontua a exposição e intensidade do presente rating aos riscos em evidência.

<p>RISCO MACROECONÔMICO</p>	<p>EXPOSIÇÃO ALTA</p> <ul style="list-style-type: none"> * longuíssimo prazo * dependente da disponibilidade de emprego e de renda 	<p>INTENSIDADE MÉDIA</p> <ul style="list-style-type: none"> * momento turbulento e recessivo da economia brasileira
<p>RISCO DE MERCADO</p>	<p>EXPOSIÇÃO ALTA</p> <ul style="list-style-type: none"> * garantias imobiliárias, com volatilidade de preço e liquidez 	<p>INTENSIDADE MÉDIA</p> <ul style="list-style-type: none"> * garantia imobiliária pendente de transferência ao cessionário. * LTV médio de 46,86% * imóveis urbanos, residenciais e comerciais, situados nas regiões metropolitanas de Estados mais maduros.
<p>RISCO ESTRUTURAL E FINANCEIRO DE CARTEIRA</p>	<p>EXPOSIÇÃO MÉDIA</p> <ul style="list-style-type: none"> * concentração de carteira * rentabilidade * duração * inadimplência 	<p>INTENSIDADE BAIXA</p> <ul style="list-style-type: none"> * forte pulverização * baixo nível de atraso e inadimplência * presença de subordinação para apropriação do <i>first loss</i>, e fundo de reserva * <i>duration</i> reduzida
<p>RISCO DE CONTROLE E GESTÃO</p>	<p>EXPOSIÇÃO MÉDIA</p> <ul style="list-style-type: none"> * avaliação e seleção * verificação e controle * acompanhamento e cobrança * gestão de inadimplência 	<p>INTENSIDADE MÉDIA</p> <ul style="list-style-type: none"> * presença de <i>servicer</i> independente * presença de obrigação acessória por parte do cedente em caso de inadimplência do crédito

Perspectivas das notas | as notas atribuídas possuem **perspectiva estável**, não obstante a possibilidade de alteração pautada, sobretudo em decorrência dos seguintes fatores: (i) alterações nas condições econômicas nacionais ou regionais que possam implicar em alteração do risco de crédito de devedores de crédito imobiliários e/ou alteração significativa no valor dos ativos imobiliários; (ii) alterações no ambiente institucional, político ou regulatório que altere de forma superveniente as operações de crédito imobiliários; e (iii) alterações no ambiente institucional, político ou regulatório que altere de forma superveniente a atividade dos agentes envolvidos ou da emissão de CRI.

(página intencionalmente deixada em branco)

informações sobre o processo de análise

- ♦ As notas foram atribuídas pelo Comitê de Classificação de Risco da SR Rating.
- ♦ Esta avaliação foi realizada em consonância com a metodologia de classificação de riscos de Certificados de Recebíveis Imobiliários e riscos de carteira, cuja versão mais recente é datada de 30 de julho de 2015, devidamente validada pelo Comitê de Classificação da SR Rating.
 - ♦ A SR Rating não atesta e nem audita qualquer informação utilizada neste trabalho, a despeito do cuidado e criticidade empenhados sobre as mesmas, no intuito de prover a maior qualificação possível nas análises. Nossas fontes de informações foram: (i) documentos relativos à emissão de CRI, incluindo aqueles de constituição de garantia e cessão de ativos; (ii) informações acerca do comportamento da carteira imobiliária alvo da securitização; e (iii) informações corporativas dos participantes da operação.
 - ♦ Conforme Resolução CVM nº 521 / 2012, e conforme previsto nas regras e procedimentos da SR Rating, informamos que não houve qualquer indício de conflitos de interesse, presentes ou potenciais, neste processo de atribuição de classificação de risco.
 - ♦ Na qualidade de contratante, o Banco Máxima e Gaia Securitizadora, isolada ou em conjunto com qualquer outra entidade vinculada a elas, possui outros relacionamentos de prestação de serviços com a SR Rating, não constituindo concentração relevante.

histórico da classificação de risco

- ♦ Em 09 de agosto de 2016, foi emitido o relatório preliminar desta emissão de CRI.
- ♦ Em 24 de outubro de 2016, foi emitido o relatório inicial definitivo.

Recomendamos que os leitores acessem nosso website (www.srrating.com.br) para maiores informações sobre as notas classificatórias, seus alcances e limitações, bem como sobre as metodologias e procedimentos.



Copyright©2016 SR Rating Prestação de Serviços Ltda.