

OPERAÇÕES ESTRUTURADAS

Análise Detalhada

RB Capital Companhia de Securitização 212ª série da 1ª emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRIs (Risco Cyrela)

13 de junho de 2019

Este relatório não constitui uma recomendação para comprar, manter ou vender instrumentos. As informações subsequentes poderão resultar em um rating diferente do preliminar.

Ratings em junho de 2019

Instrumento	Rating ⁽ⁱ⁾	Montante Inicial ⁽ⁱⁱ⁾	Juros Remuneratórios	Vencimento Legal
212ª série da 1ª emissão de CRIs	brAAA (sf) Preliminar*	R\$ 550 milhões	100% da Taxa DI	Cinco anos após a emissão

(i) O rating está sujeito a mudanças a qualquer momento. O rating define a capacidade do emissor de efetuar pagamentos do principal e juros referentes à emissão.
(ii) O montante pode sofrer variações até o fechamento da emissão.

*O rating é preliminar, uma vez que a documentação final, com seus respectivos suplementos, ainda não está disponível. A atribuição do rating final depende de a S&P Global Ratings receber uma opinião legal e a documentação final da transação. Quaisquer informações subsequentes poderão resultar na atribuição de um rating final diferente do preliminar.

Resumo da Operação

Data Estimada da Emissão	Julho de 2019
Ativo Subjacente	12ª emissão de debêntures da Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações

Participantes

Devedor dos Ativos Subjacentes	Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações (Cyrela)
Emissor	RB Capital Companhia de Securitização
Administrador e Custodiante	Simplific Pavarini Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
Estruturador e Gestor	Banco Bradesco BBI S.A.
Provedor de Conta Bancária	Itaú Unibanco S.A.

ANALISTA PRINCIPAL

Daniel Batarce
Analista de Rating
São Paulo
55 (11) 3039-4851
daniel.batarce
@spglobal.com

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

Marcus Fernandes
Diretor
São Paulo
55 (11) 3039-9743
marcus.fernandes
@spglobal.com

Resumo da Transação

A 212ª série da 1ª emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) da RB Capital Companhia de Securitização (RB Capital) será lastreada por uma debênture a ser emitida pela Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações (Cyrela). O montante total da emissão será de R\$ 550 milhões, o qual poderá ser elevado em até 20% por meio de lote adicional. Os juros remuneratórios da 212ª série equivalerão a até 100% da Taxa DI. O pagamento dos juros dos CRIs será semestral e o do principal será feito em quatro parcelas, conforme datas previstas nos documentos da operação.

Fundamentos

O rating preliminar 'brAAA (sf)' atribuído à 212ª série da 1ª emissão de CRIs da RB Capital é amparado por nossa análise dos seguintes fatores:

Qualidade de Crédito das Debêntures: Para a análise de títulos empacotados, que são lastreados por um ativo já existente, como a debênture, nossa opinião de crédito baseia-se no ativo subjacente, o qual conta com a Cyrela como fonte pagadora dos fluxos de caixa. Consideramos também se a transação de empacotamento é elegível ao repasse estrutural do rating da fonte dos fluxos de caixa, com base tanto nos fatores de riscos associados aos instrumentos financeiros (default no pagamento, pré-pagamento, diferimento de pagamentos e retenção de impostos), quanto nos riscos estruturais (juros de passivo e ativo e termos de pagamentos, despesas, opção do investidor e risco de mercado e de liquidação do empacotamento). Entendemos que a estrutura da operação mitiga os riscos citados acima. Dessa forma, o rating preliminar da 212ª série da 1ª emissão de CRIs da RB Capital reflete nossa opinião de crédito sobre o ativo subjacente e, em última instância, o risco de crédito da Cyrela, cujo rating atual é 'brAAA' em nossa Escala Nacional Brasil, com perspectiva estável.

Estrutura de Pagamento e Mecanismos de Fluxo de Caixa: Na análise da estrutura de pagamentos, avaliamos o risco de insuficiência de recursos para o pagamento de juros e principal dos certificados, bem como para o pagamento de despesas, incluindo as extraordinárias, referentes à operação. Esse risco foi mitigado porque a Cyrela é obrigada a arcar com todos os pagamentos de eventuais despesas da transação e também com o pagamento de eventuais impostos que possam incidir sobre a debênture. Além disso, a transação não está exposta ao risco de descasamento de taxas de juros e ao de carregamento negativo, uma vez que as taxas de juros e o cronograma de amortização da debênture e dos CRIs se casam.

Risco Operacional: De acordo com nosso critério de riscos operacionais, consideramos que a operação não conta com um participante-chave de desempenho cujo papel pode afetar o desempenho da carteira e, por isso, consideramos que todos os participantes possuem funções administrativas. Dessa forma, a avaliação de severidade, portabilidade e ruptura dos participantes não se aplica.

Risco de Contraparte: Acreditamos que a Cyrela, como única devedora da debênture que lastreia a operação, atuará ativamente de forma a mitigar os riscos no caso de deterioração da qualidade de crédito de alguma contraparte.

Risco Legal: A constituição do patrimônio separado estabelece que apenas os detentores dos CRIs em questão podem ter acesso aos recursos que constituem os ativos da operação, limitando o acesso ao patrimônio da emissora, tanto por parte dos detentores dos CRIs quanto de outros participantes da transação. Ainda, a estrutura da emissão dos CRIs e a do emissor atendem tanto aos critérios da S&P Global Ratings relativos ao isolamento da insolvência dos participantes, incluindo a falência de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE - *special-purpose entity*) de múltiplo uso, quanto à transferência dos ativos ao patrimônio separado.

Estabilidade do Rating: O rating preliminar atribuído à 212ª série da 1ª emissão de CRIs da RB Capital depende da qualidade de crédito da Cyrela, como devedora da debênture que lastreia a operação. Dessa forma, entendemos que o rating dos CRIs poderá ser revisado caso mudemos nossa opinião de crédito sobre a debênture ou nossa visão sobre a qualidade de crédito da Cyrela.

Qualidade de Crédito dos Ativos Securitizados

Para a análise de crédito da 212ª série da 1ª emissão de CRIs a serem emitidos pela RB Capital, aplicamos nossa metodologia global para atribuição de ratings a títulos empacotados. Um título empacotado é aquele lastreado por outro já existente, de forma que o rating da transação poderá ser igual àquele atribuído à fonte pagadora dos fluxos de caixa do título subjacente.

O ativo subjacente dos CRIs será uma debênture emitida e devida pela Cyrela. A debênture será emitida ao par, ou seja, sem aplicação de qualquer taxa de desconto e terá sua taxa de juros atrelada à Taxa DI. Por isso, analisamos o repasse estrutural provido pelo rating na Escala Nacional Brasil da Cyrela (brAAA/Estável/--).

Risco Associados ao Título Subjacente

Na análise dos riscos associados ao título subjacente, avaliamos o risco de default no pagamento dos CRIs como resultado de um evento relativo aos títulos subjacentes, conforme abaixo:

- **Default no Pagamento:** O rating preliminar da 212ª série da 1ª emissão de CRIs da RB Capital reflete nossa opinião de crédito sobre o ativo subjacente, o qual, por sua vez, reflete a qualidade de crédito da fonte pagadora das debêntures, nesse caso a Cyrela.
- **Pré-Pagamento:** A transação permite o pré-pagamento do título que lastreia a operação pela devedora em situações específicas descritas nos documentos da operação. Nesse caso, os valores recebidos pela emissora deverão ser transferidos aos detentores dos CRIs em até 2 (dois) dias úteis após o pagamento da debênture.

Entendemos que a estrutura dos CRIs mitiga o risco de carregamento negativo, isto é, o risco da escassez de caixa proveniente do evento de pré-pagamento e, como consequência, um descasamento entre a rentabilidade do ativo e a do passivo das emissões.

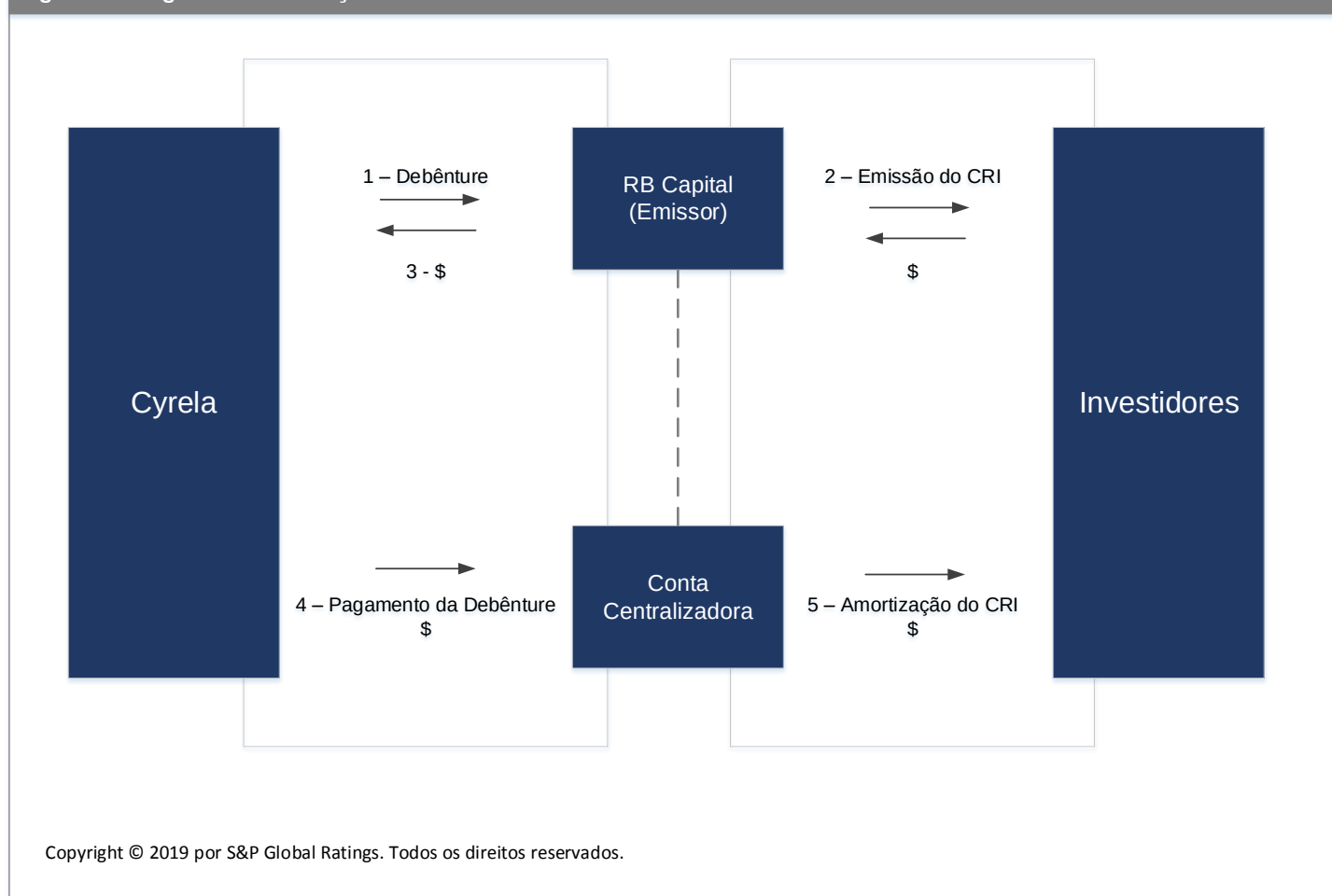
- **Diferimento de Pagamentos:** A debênture a ser emitida não permitirá o diferimento dos pagamentos de juros ou principal pela Cyrela. Além disso, o não cumprimento por parte da Cyrela de qualquer obrigação financeira relacionada ao ativo, que não seja remediada em até 1 (um) dia útil a contar de seu inadimplemento, constituiria um evento de vencimento automático. Logo, entendemos que os CRIs não estejam expostos ao risco de diferimento do ativo-lastro.
- **Retenção de Impostos:** A transação não está sujeita a retenções de impostos relacionados aos ativos subjacentes. Ainda assim, a documentação da transação estabelece que, caso haja a incidência de outros impostos devido a mudanças na legislação atual, estes deverão ser integralmente pagos pela Cyrela. Assim, entendemos que a tempestividade e a suficiência dos fluxos de caixa da transação não serão afetadas pela incidência de impostos sobre os títulos subjacentes.

Riscos Estruturais

- **Juros de Passivo e Ativo e Termos de Pagamentos:** A taxa de juros da debênture equivalerá à taxa de juros estabelecida para os CRIs, e o pagamento da amortização e dos juros dos CRIs ocorrerá 2 (dois) dias úteis após o pagamento efetuado pela devedora. Portanto, entendemos que o risco de descasamento de taxa de juros é devidamente mitigado.
- **Despesas:** O pagamento de todas as despesas recorrentes ou extraordinárias dos CRIs será realizado pela Cyrela. Com base nisso, entendemos que o pagamento dos juros e da amortização dos CRIs não deverá ser afetado por despesas recorrentes ou eventuais despesas extraordinárias.
- **Eventos de Risco de Mercado:** A transação não está exposta aos eventos de risco de mercado, dado que o ativo-lastro não precisa ser liquidado no mercado secundário para o pagamento dos CRIs.
- **Opção do Investidor:** Algumas transações de empacotamento incluem a possibilidade de o investidor trocar sua participação na transação por uma correspondente à dos ativos subjacentes. Essa possibilidade não se aplica à análise da 212ª série da 1ª emissão de CRIs da RB Capital.

Estrutura de Pagamento e Mecanismos de Fluxo de Caixa

Figura 1 – Diagrama da Transação



Fluxo dos Recursos

1. A Cyrela emitirá uma debênture em favor da RB Capital, em um valor total de até R\$ 660 milhões;
2. A RB Capital emitirá a 212ª série de sua 1ª emissão de CRIs, lastreada pela debênture, e os investidores comprarão os CRIs;
3. Com os recursos advindos da venda dos CRIs, a RB Capital pagará a Cyrela o preço de integralização da debênture;
4. O pagamento de juros e principal da debênture será feito pela Cyrela diretamente na conta centralizadora do Patrimônio Separado;
5. Com os recursos obtidos por meio do pagamento do principal e dos juros da debênture, a Cyrela pagará os juros e o principal aos detentores dos CRIs de acordo com as datas previstas no termo de securitização.

Ordem de Alocação dos Recursos

O caixa disponível para atender as exigibilidades dos CRIs será alocado de acordo com a seguinte ordem de prioridade:

- Pagamento de despesas, encargos gerais e recomposição do fundo de despesas dos CRIs;
- Pagamento de juros dos CRIs;
- Pagamento de amortização do principal dos CRIs.

Eventos de Liquidação do Patrimônio Separado

Na ocorrência de evento de liquidação do patrimônio separado, o agente fiduciário deverá convocar uma assembleia geral para determinar sobre a forma de administração ou liquidação do patrimônio separado. A decisão acerca da forma de administração ou eventual liquidação do patrimônio separado será feita mediante maioria absoluta dos votos dos titulares dos CRIs em circulação. Os principais eventos de liquidação do patrimônio separado são os seguintes:

- Insolvência ou declaração de autofalência pela emissora;
- Não observância pela emissora dos deveres e das obrigações previstos nos documentos da operação, desde que, comunicada para sanar ou justificar o descumprimento, não o faça nos prazos previstos;
- Inadimplemento ou mora, pela emissora, de qualquer uma das obrigações não pecuniárias previstas no termo de securitização, desde que tal inadimplemento perdure além do período estabelecido na documentação, contados da notificação realizada pelo agente fiduciário à emissora.

Riscos de Contraparte

Conta Bancária

De acordo com nossa “Metodologia e Premissas da Estrutura de Riscos da Contraparte”, publicada em 8 de março de 2019, as emissões em que (i) o risco de contraparte é gerenciado pelo emissor corporativo (ex. o emissor do ativo subjacente), e (ii) o rating da emissão não é maior que o rating do emissor dos ativos subjacentes, estão fora do escopo do critério. Dessa forma, o rating dos CRIs não depende do rating do provedor da conta bancária da transação, ou seja, do rating do Itaú Unibanco S.A. (BB-/Estável/B e brAAA/Estável/brA-1+). Assim sendo, o rating da emissão reflete a qualidade de crédito da Cyrela, única devedora dos ativos subjacentes da operação, e que acreditamos atuará ativamente de forma a mitigar os riscos associados à deterioração da qualidade de crédito de alguma contraparte.

Riscos Operacionais e Administrativos

A estrutura de análise de riscos operacionais tem como foco os principais participantes da transação (KTPs - *key transaction parties*). O primeiro passo da análise seria distinguir um KTP que desempenha um papel que pode afetar o desempenho da operação (“KTPs de desempenho”) em relação a um KTP que cumpre um papel que, embora fundamental, seja de natureza predominantemente administrativa (“KTPs administrativos”). Acreditamos que os KTPs administrativos representam menor risco de evento de default e, assim, esses KTPs não limitam o potencial rating máximo de uma operação, não sendo necessária uma avaliação da probabilidade de ruptura em seus serviços.

Com base nas funções de cada participante, entendemos que a emissora e o agente fiduciário possuem um papel de natureza administrativa, que representa menor risco de impacto no desempenho da transação. Assim, não avaliamos os riscos de severidade, de portabilidade e de ruptura dos serviços desses participantes.

Como o rating preliminar da 212ª série da 1ª emissão de CRIs depende da opinião de crédito da debênture, a qual possui a Cyrela como única devedora, o critério estabelece que a avaliação dos riscos de severidade, portabilidade e de ruptura também não se aplica a participantes os quais a transação possui exposição financeira, uma vez que tal risco é abordado pelo critério de riscos de contraparte.

Riscos Legais e Regulatórios

Na forma dos artigos 9º e 10º da Lei 9.514/97, a RB Capital instituirá, em caráter irrevogável e irretratável, regime fiduciário sobre os créditos vinculados aos CRIs, com a consequente constituição do patrimônio separado. O regime fiduciário se estenderá à conta centralizadora e a quaisquer outros recursos recebidos pela RB Capital por conta do pagamento dos créditos relacionados à emissão. Assim, a instituição do patrimônio separado estabelece que apenas os detentores dos CRIs em questão podem ter acesso aos recursos que constituem o ativo da operação, limitando também o acesso ao patrimônio da emissora tanto por parte dos detentores dos CRIs quanto de outros participantes da transação.

O patrimônio separado e a estrutura da emissão dos CRIs avaliados atendem aos critérios da S&P Global Ratings com relação tanto ao isolamento da insolvência dos participantes, incluindo a falência de uma SPE de múltiplo uso, quanto à transferência dos ativos, conforme os seguintes critérios:

- Restrições de objetivos de poderes da securitizadora;
- Limitações a dívidas;
- Diretores independentes;
- Restrições quanto a fusões e reorganizações;
- Limitações quanto a alterações nos documentos da operação;
- Segregação da emissão em relação a outras entidades;
- Propriedade dos ativos.

Antes de atribuímos um rating final à transação, esperamos receber uma opinião jurídica de um escritório de advocacia sobre os aspectos legais relevantes da transação e a constituição perfeita do veículo de securitização.

A Escala Nacional Brasil de ratings de crédito da S&P Global Ratings atende emissores, seguradores, terceiros, intermediários e investidores no mercado financeiro brasileiro para oferecer tanto ratings de crédito de dívida (que se aplicam a instrumentos específicos de dívida) quanto ratings de crédito de empresas (que se aplicam a um devedor). Os ratings de crédito na Escala Nacional Brasil utilizam os símbolos de rating globais da S&P Global Ratings com a adição do prefixo “br” para indicar “Brasil”, e o foco da escala é o mercado financeiro brasileiro. A Escala Nacional Brasil de ratings de crédito não é diretamente comparável à escala global da S&P Global Ratings ou a qualquer outra escala nacional utilizada pela S&P Global Ratings ou por suas afiliadas, refletindo sua estrutura única, desenvolvida exclusivamente para atender as necessidades do mercado financeiro brasileiro.

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos Critérios e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.standardandpoors.com. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais, 25 de junho de 2018
- Critério Legal: Operações Estruturadas: Metodologia de avaliação de isolamento de ativos e de sociedades de propósito específico, 29 de março de 2017
- Estrutura Global de Avaliação de Riscos Operacionais em Operações Estruturadas, 9 de outubro de 2014
- Metodologia global para atribuição de ratings a títulos empacotados, 16 de outubro de 2012
- Metodologia de Critério Aplicada a Taxas, Despesas e Indenizações, 12 de julho de 2012
- Critérios de investimento global para investimentos temporários em contas de transação, 31 de maio de 2012
- Metodologia: Critérios de estabilidade de crédito, 3 de maio de 2010
- Entendendo as Definições de Ratings da S&P Global Ratings, 3 de junho de 2009

Artigos

- [Rating preliminar 'brAAA \(sf\)' atribuído à 212ª série da 1ª emissão de CRIs da RB Capital \(Risco Cyrela\)](#), 29 de maio de 2019
- [Ratings 'BB-' e 'brAAA' da Cyrela Brazil Realty S.A. reafirmados e retirados do UCO após atualização de critério](#), 17 de abril de 2019
- *Credit Conditions: Dovish Fed Eases Short-Term Risks, But Political Challenges Persists*, 28 de março de 2019
- [Perspectiva para as operações estruturadas na América Latina em 2019: Emissões aumentam no Brasil, mas permanecem inalteradas no México e na Argentina](#), 25 de março de 2019
- *Global Structured Finance Scenario And Sensitivity Analysis 2016: The Effects Of Macroeconomic The top Five Macroeconomic Factors*, 16 de dezembro de 2016
- *Latin American Structured Finance Scenario And Sensitivity Analysis 2015: The Effects Of Regional Market Variables*, 28 de outubro de 2015

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completitude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZAÇÃO, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus sites na www.standardandpoors.com (gratuito), e www.ratingsdirect.com e www.globalcreditportal.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Austrália

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).