Rating

brCCC(sf)(p)

O Fundo apresenta uma baixa relação entre os mecanismos de proteção para as Cotas e a perda estimada para a carteira. O risco é muito alto.

Data: 03/fev/2015

Validade: 04/mai/2015

Sobre o Rating Preliminar
Esta opinião preliminar está sujeita às diversas condições apresentadas no tópico *"Considerações Sobre o Rating Preliminar"* deste documento.

FUNDAMENTOS DO RATING

O Comitê de Classificação de Risco da Austin Rating, em reunião realizada no dia 03 de fevereiro de 2015, indicou o rating de crédito preliminar '**brCCC**(sf)(p)', para as Cotas Subordinadas Júnior a serem emitidas pelo Arsenal Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multissetorial LP (Arsenal FIDC / Fundo).

Este rating indica um risco muito alto, relativamente a outros emissores e emissões nacionais (Brasil), de que o Fundo não devolva os recursos aportados pelos Cotistas Subordinados, quando do pedido de resgate por parte desses, considerando o atendimento às condições para tal pedido, o valor correspondente ao principal investido corrigido pela Taxa DI acumulada. Note-se que as Cotas Subordinadas Júnior a serem emitidas pelo Fundo não terão *benchmark* de remuneração, definindo-se com característica de uma "*equity tranche*". Assim, para caracterizá-las como obrigações de dívida, tornando-as passíveis de classificação de risco de crédito, a Austin Rating adotou a Taxa DI como parâmetro para a definição de *default* do Fundo.

Em 30 de janeiro de 2015, a Austin Rating indicou o rating 'brCC(sf)(p)' às Cotas Subordinadas Júnior do Arsenal FIDC. A indicação de uma nova classificação preliminar decorre da consideração de aspectos relacionados ao histórico de atuação do Grupo originador dos créditos a serem adquiridos pelo Fundo, bem como, da avaliação favorável do processo de aprovação das operações por parte da Consultora.

O Arsenal FIDC foi constituído sob a forma de condomínio fechado, com prazo de duração indeterminado. O Fundo obteve registro de funcionamento na Comissão de Valores Mobiliários em 17 de novembro de 2014 e, até a presente data se encontra em fase pré-operacional. Seus principais prestadores de serviços são: a Gradual CCTVM S/A (Gradual Corretora), para as atividades de Administração do Fundo; a J&M Investimentos Ltda. (J&M), para a gestão profissional da carteira; e o Banco Paulista S/A (Banco Paulista) para a Custódia. Além desses prestadores, a PS Assessoria de Cobrança Ltda. auxiliará a Gestora na prospecção e análise dos Direitos Creditórios, e será responsável pela cobrança dos mesmos.

O objetivo do Fundo é proporcionar aos seus Cotistas, a valorização de suas Cotas por meio da aplicação dos recursos, preponderantemente em Direitos Creditórios, observada a política de investimento, de composição e de diversificação de carteira, descrita em seu Regulamento. Os recebíveis a serem adquiridos têm origem em operações realizadas entre Cedentes e Sacados, que tenham domicílio ou sede no país e sejam atuantes nos segmentos industrial, comercial, imobiliário, financeiro, agrícola, hipotecário, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços. Tais ativos poderão ser oriundos de operações de compra e venda de produtos, ou de prestação de serviços para entrega futura (a performar), bem como lastreados em títulos ou certificados representativos desses contratos, sem contar com garantia de instrução financeira ou de sociedade seguradora.

Os Direitos Creditórios serão cedidos ao Fundo pelas respectivas Cedentes em caráter definitivo, podendo haver direito de regresso se estiver prevista a coobrigação das Cedentes no respectivo Contrato de Cessão, bem como acompanhados da cessão de todos e quaisquer direitos, garantias e prerrogativas, principais e acessórias, assegurados em razão de sua titularidade.

Analistas:

Jorge Alves
Tel.: 55 11 3377 0708
jorge.alves@austin.com.br

Pablo Mantovani
Tel.: 55 11 3377 0702
pablo.mantovani@austin.com.br

Austin Rating Serviços Financeiros
Rua Leopoldo Couto Magalhães, 110 – conj. 73
São Paulo – SP
CEP 04542-000
Tel.: 55 11 3377 0707
Fax: 55 11 3377 0739
www.austin.com.br

Quanto à estrutura de capital, o Arsenal FIDC está autorizado a emitir Cotas das Classes Sênior, Subordinada Mezanino e Subordinada Júnior, sendo que as Seniores poderão ser divididas em Séries. Conforme definições de seu Regulamento, o Fundo deve manter: (a) Relação Mínima de 150,0%, ou seja, o total de Cotas Subordinadas (soma dos patrimônios de Cotas Subordinadas Mezanino e Subordinadas Júnior) deve representar, ao menos, 33,3% do patrimônio líquido (PL) do Fundo; e (b) Razão de Garantia de, no mínimo, 50,0% o que significa que as Cotas Subordinadas Júnior devem representar pelo menos a metade do total em Cotas Subordinadas.

A classificação preliminar 'brCCC(sf)(p)' indicada às Cotas Subordinadas Júnior está refletindo os riscos típicos de carteiras de recebíveis comerciais originados por empresas de pequeno e médio portes atuantes no Brasil. A nota está incorporando o frágil perfil de crédito médio dos possíveis Cedentes, que são geralmente coobrigados nas operações cedidas, e Devedores do Arsenal FIDC, uma vez que sua carteira deverá ser composta, em grande parte, de cedentes cujas práticas de Governança Corporativa encontram-se pouco aprimoradas e são tipicamente bastante vulneráveis às oscilações da economia local. Além da percepção pouco favorável em relação ao risco de crédito dos tomadores (Cedentes), a nota está incorporando, também como ponto comum às carteiras de recebíveis comerciais, a presença de risco de fraude / moral destes, a exemplo da possibilidade de cessão de "duplicatas frias".

O rating preliminar reflete, adicionalmente, entre os aspectos que acentuam o risco típico médio da espécie de ativo subjacente preponderante em Fundos semelhantes, a ausência de limites de concentração mais conservadores em relação a Cedentes e Devedores, que poderão acumular individualmente recebíveis que representem até 20,0% do PL do Fundo, havendo a possibilidade de concentração de até 100,0% do PL em apenas um Cedente ou Sacado, caso sejam empresas de capital aberto, por exemplo. Portanto, a perda relacionada a apenas um Devedor ou Coobrigado pode consumir todo o patrimônio representado pelas Cotas Subordinadas Júnior, objeto desta classificação.

Como fator agravante aos limites pouco conservadores de concentração em Cedentes e Devedores, a classificação preliminar está considerando a ausência de critério regulamentar de *ratings* mínimos atribuídos por agências de classificação de risco para essas partes. Destaca-se também negativamente, a possibilidade de aquisição de Notas Promissórias lastreadas em contratos de prestação de serviços (isso implica em uma medida potencial de exposição do Fundo ao risco de performance das Cedentes dos direitos creditórios).

O rating de crédito preliminar está considerando, além dos fatores acima, a possibilidade de concentração regional da carteira do Fundo. Existe a possibilidade de que a totalidade dos Cedentes e Sacados do Arsenal FIDC esteja estabelecida em um mesmo município e/ou região, podendo haver forte exposição da qualidade dessa carteira aos riscos inerentes a poucas economias locais, as quais, de modo mais crítico, poderão ser altamente dependentes do desempenho de um setor em particular e/ou de apenas uma indústria. Assim, o Fundo poderá ter forte exposição a segmentos específicos de uma mesma economia, por conta da ausência de limites máximos para subsetores em Regulamento, aspecto que também impacta negativamente a classificação.

As Cotas Subordinadas Júnior do Arsenal FIDC estão diretamente expostas ao risco derivado do tipo de ativo subjacente, particularmente acentuado pelos fatores estruturais anteriormente destacados. Tal exposição é justificada não só por sua posição inferior na hierarquia de recebimentos do Fundo, mas também, pelo fato de que a formação de, elemento que representaria o único tipo de reforço de crédito potencialmente disponível para essa Classe de Cotas, embora provável, é incerta no ambiente do veículo.

Embora seja esperado que o Fundo atue com uma carteira com taxas nominais que acenem para a formação de um spread excedente, dentro de um cenário de possível de acirramento de concorrência em sua praça de atuação, é possível que este venha a ter de partir para a aquisição de operações envolvendo Cedentes com pior acesso a fontes de financiamento e de pior qualidade creditícia, dispostos a tomarem recursos a taxas superiores, situação que implicaria em maior risco para a carteira de ativos.

A nota das Cotas Subordinadas Júnior está considerando, além do risco da carteira de Direitos Creditórios, o risco de crédito carregado por outros ativos. Nessa linha, destaca-se que, embora seja esperado que a carteira do Fundo mantenha participação de Direitos Creditórios, em percentual bastante representativo, o Fundo estará autorizado a

manter até 50,0% do seu PL em uma variedade de títulos. Conforme as regras estabelecidas em Regulamento, o Fundo poderá alocar até metade do seu PL em ativos de baixíssimo risco de crédito, a exemplo de Títulos de Emissão do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil, ou Certificados e Recibos de Depósito Bancário emitidos por instituições com classificação igual ou superior a 'brAA", bem como ativos cujo risco de crédito não está sendo limitado, tais como títulos de emissão de qualquer Estado ou município e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS). O investimento nesses papéis, alternativamente à aquisição de recebíveis comerciais, até o percentual permitido, pode implicar em maior risco de crédito a ser absorvido pelas Cotas classificadas. Vale mencionar que a aplicação nestes ativos, notadamente aqueles de menor risco, deve ocasionar rentabilidade bastante inferior àquela carregada pelos Direitos Creditórios e, inferior inclusive, àquela pretendida pelas Cotas Seniores, caso sejam emitidas.

A classificação preliminar está considerando, afora os pontos ligados diretamente ao risco de crédito dos ativos, o risco de liquidez para os detentores de Cotas Subordinadas do Fundo, dada a posição hierárquica dessas Cotas. Ainda que seja esperado que a carteira do Arsenal FIDC apresente prazo médio reduzido (inferior a 60 dias), a neutralização deste risco não está sendo assegurada, visto que não há qualquer limitante de prazo médio da carteira no Regulamento do Fundo. Caso não sejam emitidas Cotas Seniores, a qualquer momento pode haver pedido de amortização ou de resgate de Cotas Subordinadas, sendo permitida inclusive a possibilidade de amortizações e resgates em Direitos Creditórios.

Embora pouco provável, foi também incorporado à classificação preliminar, o risco de mercado das Cotas Subordinadas Júnior do Arsenal FIDC. Existe a possibilidade de descasamento de taxas entre os ativos (duplicatas, cheques pré-fixados, notas promissórias, entre outros) e os passivos (Cotas Seniores e Subordinadas Mezanino pós-fixadas, casualmente emitidas, e mesmo Cotas Subordinadas Júnior que, conforme os critérios da Austin Rating devem retornar rendimento ao menos igual à variação do CDI ao Cotista), o que implica na possibilidade, ainda que remota de que, diante da elevação do indexador (CDI, IPCA ou outros), esses passivos tenham remuneração maior que os ativos, afetando diretamente o valor das Cotas Subordinadas Júnior. Este risco é suavizado pelo curto prazo médio esperado para carteira de recebíveis comerciais.

A classificação preliminar também incorpora a presença de risco de fungibilidade (commingling risk). Não obstante a possibilidade de pulverização em Cedentes, a notificação destes (embora não registrada em cartório) e a emissão dos boletos de cobrança por uma instituição financeira, não está eliminado o risco de que os pagamentos sejam realizados por esses Devedores/Sacados em contas de titularidade dos Cedentes, o que pode ocorrer por ocasião de desvio de conduta destas partes. Há, ainda, o risco de que tais pagamentos sejam realizados diretamente em contas correntes de titularidade da Consultora ou ainda de partes a ela relacionadas, na medida em que estas serão responsáveis diretas pela cobrança.

Do ponto de vista jurídico, a nota preliminar reflete positivamente a expectativa de que há uma adequada estruturação e formalização para o Fundo. Entretanto, a Austin Rating incorpora negativamente às suas classificações alguns riscos jurídicos típicos observados em securitizações envolvendo recebíveis comerciais. Entre estes aspectos que podem afetar o Fundo, está a potencial perda que este pode absorver quando da entrada em Recuperação Judicial de um Cedente que esteja coobrigado em operações que estejam em sua carteira. Considerando a subjetividade nas decisões do Judiciário local, pode haver o entendimento de que a coobrigação descaracteriza a venda definitiva do Direito Creditório e, assim sendo, os credores de uma Cedente coobrigada teriam direito à propriedade também dos recebíveis já cedidos. Adicionalmente, em razão dos elevados custos, as cessões não são registradas em cartório, em eventual duplicidade de cessão haverá discussões em relação à prioridade do Arsenal FIDC no recebimento dos créditos em questão.

Não obstante a ausência de track record do Fundo ser mais um fator de restrição da classificação das suas Cotas Subordinadas Júnior, essa agência reconhece e pondera positivamente o histórico do Grupo originador dos créditos, aqui considerando a Arsenal Fomento Mercantil e a Consultora dos Direitos Creditórios, PS Assessoria em Cobrança.

O Grupo iniciou atividades de fomento mercantil há 3 anos e, embora conte com uma equipe enxuta, é capaz de operacionalizar a contento o nível de carteira atualmente carregado. A atividade segue o rito comumente utilizado pelos pares de mercado, com visitas aos potenciais clientes, antes do início do atendimento e para acompanhamento dos mesmos, atualização de cadastro, definição e revisão periódica de limites de crédito, confirmação dos recebíveis, consultas aos órgãos de proteção ao crédito, dentre outros.

Em termos geográficos, a atuação tem sido restrita à cidade de São Paulo e mesmo com o provável aumento do volume em crédito com o início da atividade do Fundo, os gestores não manifestaram anseio em abrir novos clientes em outras localidades no futuro próximo.

Atualmente o Grupo opera uma carteira de aproximadamente R$ 3,0 milhões, volume que deve alcançar R$ 5,0 milhões no ambiente do Arsenal FDC ainda em 2015. As operações garantidas por cheques têm participação majoritária da carteira, na média de 70,0%. Embora não tenha sido informado o valor operado pelos maiores cedentes, para avaliação do nível de pulverização da carteira, o Grupo tem por regra dar limites de crédito de, no máximo, 6,0% a 7,0% do seu PL, o que indica bom nível de pulverização.

Afora as empresas ligadas à atividade de fomento mercantil, os sócios controlam empresa especializada em tecnologia da informação. Segundo informaram, há operações esporádicas de desconto de duplicatas dessa empresa, porém, em montante de baixíssima representatividade.

A nota incorpora positivamente a participação de empresas ou pessoas ligadas à Consultora, exclusivamente, no capital subordinado do Fundo, o que tende a beneficiar a qualidade de crédito da carteira, como forma de evitar perdas nessas Cotas.

No que diz respeito aos riscos transmitidos pelas demais partes envolvidas na estrutura do FIDC, a classificação está absorvendo a razoável qualidade operacional do Banco Paulista, responsável pela Custódia. A instituição transmite para a transação seu risco de crédito pelo prazo em que os recursos por ele transitarem (24 horas), sendo a relevância deste risco não deverá ser superior a 10,0% do PL do Fundo. O Banco Paulista é classificado pela Austin Rating com o rating 'brBBB+', com perspectiva Estável.

PERFIL DO FUNDO

Veículo:	Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios;
Razão Social:	Arsenal – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios;
Administradora:	Gradual Corretora de Câmbio Títulos e Valores Mobiliários S/A;
Gestor:	J&M Investimentos Ltda.;
Custodiante:	Banco Paulista S/A;
Auditoria:	Indefinido. Não denominado em Regulamento;
Consultoras:	PS Assessoria de Cobrança Ltda.;
Tipo de Fundo:	Fechado;
Prazo de Duração:	Indeterminado;
Classes de Cotas:	Cotas Seniores Multi Séries, Cotas Subordinadas Mezanino e Cotas Subordinadas Júnior;
Disciplinamento:	Resolução nº 2.907, de 29 de novembro de 2001, do Conselho Monetário Nacional e pelas Instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº. 356 de 17 de dezembro de 2001 e demais disposições legais e regulamentares aplicáveis;
Regimento:	Regulamento Próprio;
Público Alvo:	Investidores Qualificados, nos termos do regulamento e legislação em vigor;

Objetivo: O Fundo tem como objetivo proporcionar aos seus Cotistas, observada a política de investimento, de composição e de diversificação de sua carteira, descrita em seu Regulamento, a valorização das Cotas por meio da aplicação de recursos preponderantemente em Direitos Creditórios;

Política de Investimento (Direitos Creditórios): O Fundo deverá, após 90 dias contados da primeira data de subscrição inicial do Fundo de funcionamento, observar a alocação mínima de 50,0% do PL em Direitos Creditórios.

Os Direitos Creditórios a serem adquiridos pelo Fundo deverão atender, cumulativamente aos Critérios de Elegibilidade, observados, ainda, os limites estabelecidos na regulamentação pertinente.

Os investimentos do Fundo subordinar-se-ão aos requisitos de composição e diversificação estabelecidos em Regulamento (abaixo descritos em Concentração).

Política de Investimento (Outros Ativos): A parcela do PL do Fundo que não estiver alocada em Direitos Creditórios (PL remanescente) poderá ser mantida em moeda corrente nacional, ou aplicada nos seguintes Ativos Financeiros: a) títulos de emissão do Tesouro Nacional; b) títulos de emissão do Banco Central do Brasil; c) créditos securitizados pelo Tesouro Nacional; d) títulos de emissão de Estados e de municípios; e) certificados e recibos de depósito bancário de instituições financeiras com classificação de risco mínimo no mínimo AA, conferida por agência classificadora de risco renomada; f) demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas de Fundo de Desenvolvimento Social (FDS); g) fundos mútuos de investimentos de renda fixa e perfil conservador, que sejam administrados por instituições financeiras com classificação de risco no mínimo no mínimo AA, conferida por agência classificadora de risco renomada, autorizadas a atuar no país, até o limite de 15,0% do PL; h) operações compromissadas exclusivamente com lastro em títulos públicos federais;

Critérios de Elegibilidade: O Fundo somente poderá adquirir Direitos Creditórios que atendam, exclusiva e cumulativamente, aos seguintes Critérios de Elegibilidade (o enquadramento será verificado pelo Custodiante previamente a cada cessão): a) serem representados por Duplicatas, Cheques, Cédulas de Crédito Bancário, Contratos de Aluguel diversos, Notas Promissórias com lastro em operações comerciais (contrato de compra e venda) ou Contratos de Prestação de Serviços, e de Entrega Futura de Produtos; b) serem originados de operações realizadas com Cedentes que tenham domicílio ou sede no país, nos segmentos industrial, comercial, imobiliário, agrícola, financeiro, hipotecário, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços em geral, e devem ser representados por duplicatas, cheques, cédulas de crédito bancário, notas promissórias com lastro em operações comerciais (contrato de compra e venda), contratos de prestação de serviços, entre outros; c) ter valor mínimo de R$ 100,00 (cem reais); d) ter valor máximo de R$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); e) ter prazo de vencimento mínimo de 5 (cinco) dias; e f) os prazos e valores mencionados não atingem as operações de renegociação e/ou confissão de dívida.

Concentração: O total de Direitos Creditórios e ativos financeiros com coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, conforme previsto no contrato de cessão, poderá representar até 20,0% do PL do Fundo;

O total de Direitos Creditórios e ativos financeiros devidos por cada Devedor não poderá ser superior 20,0% do Patrimônio Líquido do Fundo;

O Fundo poderá adquirir Direitos Creditórios e ativos financeiros devidos por um mesmo Devedor ou com coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade acima do limite de 20,0% do PL:

a) quando o Devedor ou coobrigado: 1) tiver registro de companhia aberta; 2) for instituição financeira ou equiparada, autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; ou 3) for sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente à data de constituição do Fundo elaboradas em confirmada com o disposto na lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e a regulamentação editada pela CVM, auditadas por auditor independente registrado na CVM, observado que: i) as demonstrações financeiras do Devedor ou do coobrigado e o respectivo parecer do auditor independente deverão ser arquivados na CVM pela Administradora, devendo ser atualizada anualmente (A) até a data de encerramento do Fundo; ou (B) até o exercício em que os Direitos Creditórios ou ativos financeiros de responsabilidade do Devedor ou do coobrigado deixarem de representar mais de 20,0% do PL do Fundo; e ii) o arquivamento na CVM das demonstrações financeiras e do parecer do auditor independente deverá se dar no prazo máximo de 3 meses após o encerramento do exercício social, ou no mesmo dia de sua colocação à disposição dos acionistas, se esta ocorrer em data anterior.

b) quando se tratar de aplicações em: 1) títulos públicos federais; 2) operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais; e 3) cotas de fundos que possuam como política de investimento a alocação exclusiva nos títulos a que se referem as alíneas “a” e “b” acima.

As sociedades empresariais responsáveis por mais de 20,0% dos Direitos Creditórios e ativos financeiros que integrem o PL do Fundo serão dispensadas da elaboração e do arquivamento na CVM das demonstrações financeiras, desde que as Cotas: a) sejam distribuídas exclusivamente a sociedades integrantes do mesmo Grupo Econômico ou seus respectivos administradores e acionistas controladores e seja vedada a negociação das Cotas no mercado secundário; ou b) possuam valor unitário igual ou superior a R$ 1,0 milhão e sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição por não mais de 20 investidores.

Amortização / Resgate: As Cotas Seniores e as Cotas Subordinadas Mezanino serão amortizadas e resgatadas, em moeda corrente nacional, observados os prazos e os valores definidos em seus Suplementos.

As Cotas Subordinadas Júnior somente poderão ser amortizadas ou resgatadas após a amortização ou o resgate integral das Cotas Seniores e das Cotas Subordinadas Mezanino, se emitidas.

Se o PL do Fundo assim permitir, as Cotas Subordinadas Júnior poderão ser amortizadas, a partir da primeira Data de Amortização do Fundo, desde que, a Relação Mínima, a Razão de Garantia, a Reserva de Amortização e a Reserva de Despesas e Encargos não fiquem desenquadradas.

Formação de Reserva: A Administradora deverá constituir Reserva de Amortização, para pagamento da amortização das Cotas Seniores e Subordinadas Mezanino.

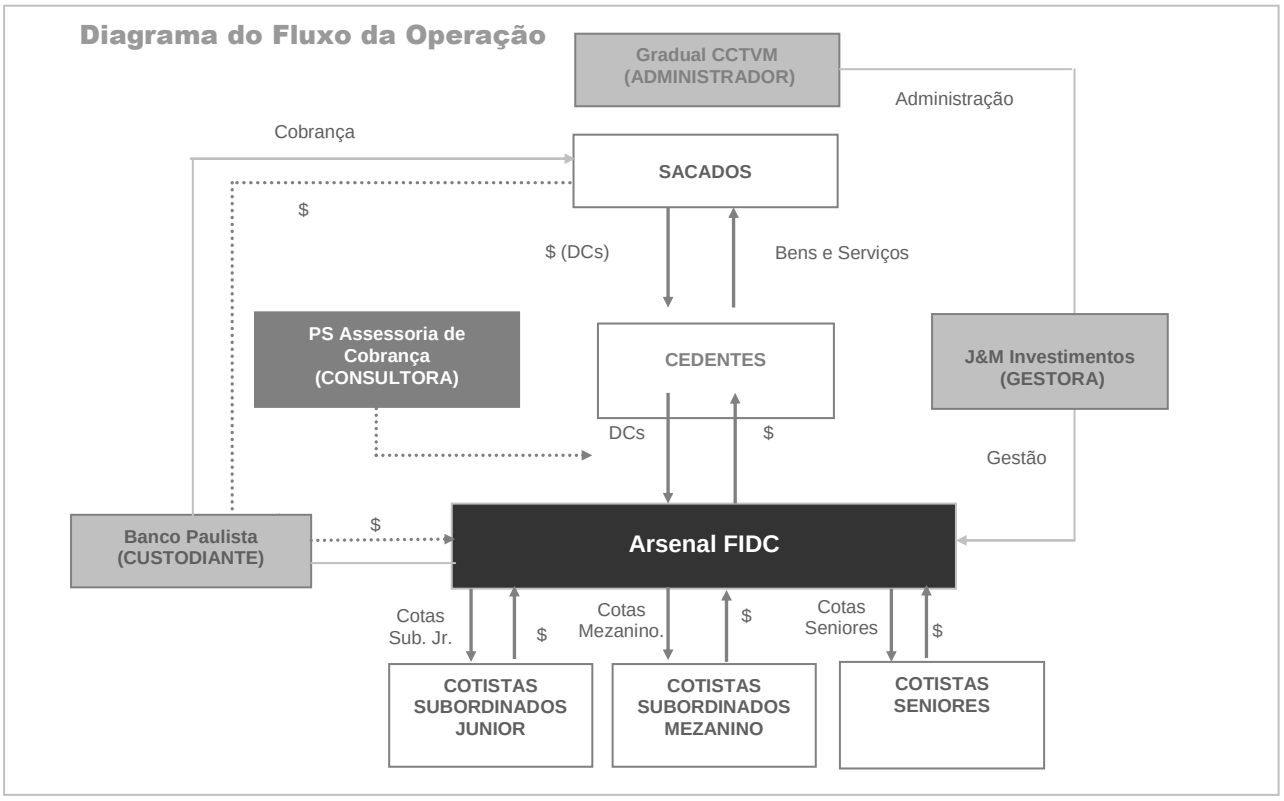
Diagrama do Fluxo da Operação
Gradual CCTVM (ADMINISTRADOR)
Administração
Cobrança
SACADOS
$
$ (DCs)
Bens e Serviços
PS Assessoria de Cobrança (CONSULTORA)
CEDENTES
J&M Investimentos (GESTORA)
DCs
$
Gestão
Banco Paulista (CUSTODIANTE)
$
Arsenal FIDC
Cotas Sub. Jr.
$
Cotas Mezanino.
$
Cotas Seniores
$
COTISTAS SUBORDINADOS JUNIOR
COTISTAS SUBORDINADOS MEZANINO
COTISTAS SENIORES

CONSIDERAÇÕES SOBRE O RATING PRELIMINAR

1. O rating preliminar não representa uma opinião final sobre o risco de crédito das Cotas Subordinadas Júnior (Cotas) do Arsenal – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (Fundo). Embora possa a vir a ser utilizada para fins de emissão e registro na Comissão de Valores Mobiliários e como fonte de apoio aos potenciais investidores na fase de análise do ativo (pré-venda), a classificação preliminar ora indicada não deve, em nenhuma hipótese e sob qualquer circunstância, ser interpretada como uma opinião final da Austin Rating acerca do risco de crédito das Cotas a serem emitidas pelo Fundo, visto que está baseada em documentos e informações preliminares.
2. A atribuição de uma classificação final está condicionada, essencialmente, ao recebimento por esta agência dos instrumentos definitivos que validem a estrutura da transação e as demais condições propostas no momento de sua indicação.
3. Para a atribuição de uma classificação final será realizada uma nova reunião de Comitê de Classificação de Risco. Assim, a data da classificação final será a data desta nova reunião, e não a data de indicação do rating preliminar.
4. As eventuais alterações de participantes da estrutura do Fundo e nos termos propostos, assim como eventuais modificações nos cenários e projeções considerados pela Austin Rating para a avaliação dos atuais e/ou potenciais ativos subjacentes, poderão se materializar na atribuição de uma classificação final diferente daquela ora indicada.
5. Após a atribuição da classificação final, a cobertura analítica se estenderá, ao menos, pelo prazo de 01 (um) ano contado da data em que o contrato de prestação de serviços foi celebrado.
6. A opinião preliminar sobre o risco de crédito das Cotas tem validade de 3 meses contados de sua indicação, expirando-se automaticamente em **04 de maio de 2015**.
7. Não obstante o prazo e a data de vencimento da classificação preliminar, esta opinião poderá ser revalidada e ter seu vencimento prorrogado, mediante o pedido formal pelo solicitante/contratante do serviço.
8. Para a prorrogação do prazo de vencimento da classificação preliminar, a Austin Rating reavaliará brevemente a proposta de emissão e a ocorrência de qualquer tipo de alteração nos fatores que fundamentaram a opinião preliminar ora indicada, observando-se que:
   i) Caso sejam mantidas as condições originais da proposta de emissão e do Fundo, essa agência estenderá a data de vencimento pelo prazo que julgar como sendo suficiente para o encerramento do processo de registro do Fundo e da emissão das Cotas.
   ii) Caso tenham sido realizadas alterações na proposta de emissão e do Fundo, será iniciado um processo analítico para a determinação de uma nova classificação preliminar, o que poderá resultar em uma classificação preliminar diferente desta ora indicada e incidir em custos adicionais ao contratante, conforme contrato de prestação de serviços estabelecido.
9. Na hipótese de não ser realizada a solicitação formal de prorrogação de prazo da classificação preliminar pelo contratante / solicitante do serviço, esta estará automaticamente vencida / expirada e não deverá mais ser considerada para qualquer finalidade.
10. Dentro do horizonte de vencimento do contrato comercial, uma nova classificação preliminar para a mesma proposta de emissão pelo Fundo poderá ser requerida pelo contratante / solicitante do serviço, porém, ainda que não haja alteração substancial na estrutura originalmente proposta, este passará a ser tratado como um novo processo analítico, para a determinação de uma nova classificação preliminar, podendo resultar em um ratring preliminar diferente deste ora indicado e, ainda, incidir em custos adicionais ao contratante, conforme contrato de prestação de serviços estabelecido.
11. A classificação preliminar poderá ser revista ainda dentro de seu prazo de validade. Em que pese o rating preliminar não ser acompanhado de uma perspectiva (esta é dada somente quando da atribuição da classificação final), uma revisão desta opinião preliminar poderá ser realizada pela Austin Rating nas seguintes situações:
    i) Caso seja solicitada pelo contratante a revisão com base na apresentação de novas informações e/ou instrumentos que alterem as condições e a estrutura originalmente analisadas;
    ii) Caso os analistas responsáveis pelo acompanhamento da classificação preliminar obtenham de outras fontes confiáveis qualquer tipo de informação que possa de alguma forma sensibilizar a opinião ora indicada.
12. A eventual entrada desta classificação preliminar em processo de revisão será notificada pela Austin Rating ao lado do anúncio da própria classificação no site www.austin.com.br, na seção específica “Ratings Preliminares”, com a inscrição “EM REVISÃO”.
13. As eventuais alterações decorrentes de processos de revisão ou de início de novos processos analíticos serão sempre relatadas em versões posteriores de relatórios de rating de crédito preliminares.

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS COMPLEMENTARES

1. O Comitê de Classificação de Risco que decidiu pela atribuição da classificação de risco de crédito das Cotas Subordinadas Júnior emitidas pelo Arsenal Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (Arsenal FIDC / Fundo) se reuniu na sede da Austin Rating, no dia 30 de janeiro de 2015. O comitê estava composto pelos seguintes membros: Jorge Alves (Analista Sênior), Pablo Mantovani (Analista Sênior) e Ricardo Lins (Analista Pleno). Esta reunião de Comitê está registrada na Ata Nº 20150203-1.
2. A presente classificação atribuída está contemplada na "Escala Nacional de Ratings de Crédito de Cotas de FIDCs", disponível em: http://www.austin.com.br/escalas.
3. A classificação de risco de crédito das Cotas decorre da utilização da metodologia genérica comumente aplicada por essa agência em suas classificações de risco de crédito de Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), disponível em: http://www.austin.com.br/metodologias.
4. Não é a primeira vez que a Austin Rating classifica esta espécie de ativo e seus ativos subjacentes. Essa agência já atribuiu anteriormente classificações de risco de crédito para Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios lastreadas em recebíveis comerciais.
5. As classificações de risco de crédito atribuídas pela Austin Rating estão sujeitas a diversas limitações, conforme descrito no final deste documento (*Disclaimers*).
6. As fontes de informações foram consideradas confiáveis pela Austin Rating. Os analistas utilizaram informações provenientes da Gradual Corretora de Câmbio Títulos e Valores Mobiliários S/A, Administradora e da Arsenal Fomento Mercantil Ltda. Adicionalmente, os analistas fizeram uso de informações públicas, especialmente daquelas obtidas no website da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.
7. As informações obtidas pela Austin Rating foram consideradas suficientes para a presente ação de rating. Dentre as informações utilizadas para esta análise, destacam-se: i) Regulamento do Fundo Registrado na CVM (versão de 28 de outubro de 2014); e ii) informações diversas do Grupo Originador dos créditos, tais como, aberturas da carteira, perfil operacional, dentre outras.
8. As estimativas de inadimplência e níveis de perda do Fundo baseiam-se em metodologia própria, a qual considera as características da carteira da Consultora e desempenho de carteiras semelhantes disponíveis na base de dados da Austin Rating.
9. O nível de diligência da análise para o produto financeiro estruturado foi adequado ao padrão estabelecido pela Austin Rating. Foi realizada análise aprofundada sobre as informações recebidas acerca dos ativos subjacentes às Cotas Subordinadas Júnior classificadas do Arsenal FIDC.
10. A classificação das Cotas será revisada e atualizada trimestralmente, conforme previsto no item VIII do artigo 34 da instrução CVM nº356/2001. Até o 45º (quadragésimo quinto) dia após o encerramento do trimestre em análise, será divulgado Relatório de Monitoramento, contendo a opinião atualizada da Austin Rating sobre o risco de *default* do Fundo em relação às Cotas classificadas, por ele emitidas. A Austin Rating salienta que poderão ser realizadas ações de rating a qualquer tempo, inclusive no intervalo entre os monitoramentos trimestrais previstos.
11. A Austin Rating adota políticas e procedimentos que visam mitigar potencias situações de conflitos de interesse que possam afetar o desempenho da atividade de classificação de risco e seus resultados. O presente processo de classificação de risco está isento de situações de potencial conflito de interesses, incluindo aquelas previstas na Instrução CVM Nº 521/2012.
12. A Austin Rating e as partes a ela relacionadas, incluindo empresas de controle comum, sócios e funcionários, não prestaram serviços adicionais ao serviço de classificação de risco para o Fundo, nem sequer para qualquer outra parte relacionada a este Fundo nos últimos 12 meses.
13. O serviço de classificação de risco das Cotas foi solicitado em nome do Fundo por partes a ele relacionadas. Desse modo, houve compensação financeira pela prestação do serviço.
14. A classificação foi comunicada ao Contratante e a outras partes ligadas ao Fundo, via e-mail, em 03 de fevereiro de 2015. Não foram realizadas alterações relevantes no conteúdo deste e nem tampouco promovida alteração na classificação atribuída inicialmente em razão dos comentários e observações realizados pelo contratante.
15. Este documento é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao que dispõe o artigo 16 da Instrução CVM Nº 521/2012.

DISCLAIMERS/AVISOS LEGAIS

A AUSTIN RATING NÃO AUDITA AS INFORMAÇÕES UTILIZADAS PARA A ATRIBUIÇÃO DE UMA CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DE CRÉDITO, NÃO LHE SENDO POSSÍVEL ATESTAR A VERACIDADE DAS MESMAS. As classificações de atribuídas pela Austin Rating baseiam-se em informações consideradas suficientes para a emissão de uma classificação, sendo tais informações coletadas de fontes consideradas confiáveis e fidedignas. Essas informações, incluindo todo o tipo de informação confidencial, são analisadas na forma como são recebidas e, eventualmente, compiladas pelos analistas designados para a análise, tomando-se os devidos cuidados para que não haja alteração no sentido ou significado das mesmas. Não obstante os cuidados na obtenção, cruzamento e compilação da informação para efeitos da análise de rating, a Austin Rating não pode se responsabilizar pela veracidade de referidas informações. A Austin Rating utiliza todos os esforços para garantir o que considera como nível mínimo de qualidade da informação para que se proceda a atribuição dos seus ratings, fazendo, sempre que possível, a checagem dessas informações com outras fontes também confiáveis. Contudo, a Austin Rating não faz a auditoria de tais informações e nem sempre pode realizar a verificação ou confirmação das informações recebidas durante um processo de rating, não lhe sendo possível, desse modo, atestar a veracidade das mesmas.

AS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO DE CRÉDITO EMITIDAS PELA AUSTIN RATING, INCLUINDO AQUELA(S) EXPRESSA(S) NESTE DOCUMENTO, CONSISTEM EM OPINIÕES SOBRE A QUALIDADE DE CRÉDITO FUTURA DE UM EMISSOR E/OU EMISSÃO, E NÃO DEVEM SER ENTENDIDAS COMO SUGESTÕES, ACONSELHAMENTOS OU RECOMENDAÇÕES DE COMPRA, MANUTENÇÃO OU VENDA. As opiniões e as eventuais simulações realizadas pela Austin Rating, incluindo aquelas dispostas neste relatório, constituem-se meramente no julgamento da Austin Rating acerca da capacidade e da vontade futuras de um emissor em honrar suas obrigações totais e/ou específicas, sendo tal julgamento expresso por meio de símbolos (letras), que consistem graduações dentro de escalas absoluta (global) ou relativa (nacional). A Austin Rating não utiliza nessas escalas as definições de "grau de investimento" e de "grau especulativo". Essa agência entende não caber a ela, mas sim aos agentes de mercado, a definição de quais graduações podem ser considerados como "grau de investimento" e de "grau especulativo". A determinação de uma classificação de risco pela Austin Rating não consiste e não deve ser considerada como sugestão ou recomendação de investimento, manutenção ou desinvestimento. A Austin Rating não presta serviços de consultoria de investimento. **AS OPINIÕES EMITIDAS PELA AUSTIN RATING, INCLUSIVE AQUELAS CONTIDAS NESTE RELATÓRIO, NÃO DEVEM SUBSTITUIR A ANÁLISE E O JULGAMENTO PRÓPRIOS DOS USUÁRIOS DOS RATINGS, ESPECIALMENTE DOS INVESTIDORES.**

AS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO DE CRÉDITO DA AUSTIN RATING NÃO PRESSUPÕEM A CERTEZA DE FATOS. As opiniões externadas pela Austin Rating em seus relatórios de classificação de risco referem-se à qualidade creditícia futura, incorporando determinadas suposições e previsões sobre eventos futuros que podem não se concretizar (tornarem-se fatos). Desse modo, a despeito de estarem baseadas em informações e fatos presumidamente verdadeiros, as classificações podem ser afetadas por acontecimentos futuros ou condições não previstas no momento de uma ação de rating.

AS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO DE CRÉDITO ATRIBUÍDAS PELA AUSTIN RATING SÃO OPINIÕES VÁLIDAS EXCLUSIVAMENTE PARA A DATA EM QUE SÃO EMITIDAS. A Austin Rating possui mecanismos de vigilância apropriados e envida seus melhores esforços para que suas opiniões (ratings) estejam atualizadas, programando revisões com o menor intervalo de tempo possível entre elas e fazendo revisões não programadas sempre que de conhecimento de fato novo e relevante. Contudo, essa agência não pode assegurar que todas as informações, especialmente aquelas de caráter não público, estejam refletidas tempestivamente em suas classificações, ou que fatos supervenientes à emissão de uma determinada classificação de risco não afetem ou afetarão a classificação de risco. As classificações e demais opiniões que a sustentam refletem a percepção do Comitê de Classificação de Risco dessa agência exclusivamente na data em que as mesmas são emitidas (data de emissão de relatórios, informativos e outros documentos oficiais).

OS RATINGS DE CRÉDITO EMITIDOS PELA AUSTIN RATING ESTÃO SUJEITOS A ALTERAÇÕES E PODEM, INCLUSIVE, SER SUSPENSOS DENTRO DE UM PRAZO DE VIGÊNCIA DE UM CONTRATO. As classificações podem ser alteradas ou retiradas a qualquer momento e por diversas razões, de acordo com os critérios metodológicos da Austin Rating para o tipo de emissor / emissão classificado. Uma classificação pode ser suspensa e/ou a retirada nas hipóteses em que a Austin Rating identificar: (i) a ausência de informações fidedignas e/ou suficientes para a continuidade da análise, quando ainda há contrato comercial vigente; (ii) a existência de potencial conflito de interesses; e/ou (ii) a não existência e/ou não disponibilização de informações suficientes para realização de referida análise e emissão do rating.

AS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO DE CRÉDITO ATRIBUÍDAS PELA AUSTIN RATING NÃO DEVEM SER COMPARADAS A CLASSIFICAÇÕES ATRIBUÍDAS POR OUTRAS AGÊNCIAS CLASSIFICADORAS DE RISCO. Em que pese a simbologia adotada pela Austin Rating seguir intencionalmente o padrão adotado pela maioria das agências classificadoras de risco atuantes sob a jurisdição local, suas classificações não devem ser diretamente comparadas às classificações de outras agências de rating, uma vez que suas definições de default e de recuperação após default e suas abordagens e critérios analíticos são próprios e diferem daqueles definidos e aplicados por outras agências.

OS RATINGS DE CRÉDITO EMITIDOS PELA AUSTIN RATING NÃO CONSIDERAM O RISCO DE PERDA DERIVADO DE OUTROS RISCOS QUE NÃO O RISCO DE CRÉDITO, A NÃO SER QUE TAIS RISCOS SEJAM ESPECIFICAMENTE MENCIONADOS EM SEUS RELATÓRIOS E PARECERES FORMAIS. Não obstante a Austin Rating dedicar-se a analisar e ponderar todos os riscos inerentes a um emissor e/ou emissão, incluindo riscos de natureza jurídica e moral, a fim de identificar seu impacto sobre o risco de crédito, as opiniões quanto aos riscos de mercado e liquidez de ativos classificados, por exemplo, não fazem parte do escopo da análise e, por isso, não são consideradas na classificação de risco de crédito. Caso solicitado pelo contratante, a Austin Rating pode fazer análises específicas quanto a riscos de mercado e liquidez de determinados ativos, sendo nesses casos referida avaliação sempre será segregada da análise do risco de crédito e identificada como tal.

OS RATINGS E DEMAIS COMENTÁRIOS EMITIDOS PELA AUSTIN RATING, INCLUINDO AQUELES CONTIDOS NESTE DOCUMENTO, REFLETEM OPINIÕES DO COMITÊ DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DA AUSTIN RATING, E NÃO A OPINIÃO DE UM INDIVÍDUO OU DE UM GRUPO DE INDIVÍDUOS INDISTINTO. As decisões sobre classificações de risco de crédito são tomadas por um Comitê de Classificação de Risco, seguindo metodologias e critérios padronizados para cada tipo de emissor e/ou emissão. Em seus relatórios, informativos e outros documentos oficiais com opiniões de crédito, a Austin Rating divulga os nomes de analistas e membros do Comitê de Classificação de Risco com a finalidade de cumprimento ao disposto no Item I do Artigo 16 da Instrução CVM 521/2012, assim como com o objetivo de favorecer a comunição com os contratantes, investidores e demais usuários de seus ratings, exclusivamente no que diz respeito a dúvidas e comentários ligados a assuntos analíticos decorrentes da leitura e do entendimento de seus relatórios e pareceres formais por essas partes. Não obstante a existência de um canal aberto com os analistas, estes estão orientados a não comentarem sobre os ratings emitidos e a não emitirem opiniões pessoais acerca dos riscos, sendo que, caso o façam, tais comentários e opiniões jamais devem ser entendidos como a opinião da Austin Rating. Do mesmo modo, os analistas e demais colaboradores identificados neste relatório, embora estejam diretamente envolvidos no processo de análise, não são os únicos responsáveis pelas opiniões e, portanto, não devem ser responsabilizados individualmente por qualquer erro ou omissão eventualmente observados neste, nem tampouco pela classificação atribuída.

A AUSTIN RATING NÃO ASSESSORA E/OU PARTICIPA DE PROCESSOS DE COLOCAÇÃO E DE DISTRIBUIÇÃO E NEM PARTICIPA DE "ROAD SHOWS" PARA A VENDA DE ATIVOS POR ELA CLASSIFICADOS E, AINDA, SEUS RELATÓRIOS NÃO DEVEM, EM NENHUMA CIRCUNSTÂNCIA, SUBSTITUIR OS PROSPECTOS E OUTROS DOCUMENTOS, OBRIGATÓRIOS POR LEI OU NÃO, RELACIONADOS A UMA EMISSÃO.

EM NENHUMA HIPÓTESE E SOB NENHUMA CIRCUNSTÂNCIA, A AUSTIN RATING E/OU SEUS SÓCIOS, DIRETORES E DEMAIS COLABORADORES DEVEM SER RESPONSABILIZADOS DE QUALQUER FORMA, DIRETA OU INDIRETAMENTE, POR DANOS DE QUAISQUER ORDEM E NATUREZA, INCLUINDO, PORÉM NÃO LIMITANDO-SE À PERDA DE LUCROS E RENDIMENTOS E CUSTOS DE OPORTUNIDADE QUE SEJAM DECORRENTES DO INVESTIMENTO EM EMISSORES E OU TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS POR ESSES EMITIDOS QUE MANTENHAM OU TENHAM MANTIDO A QUALQUER TEMPO CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DE CRÉDITO DEFINITIVA OU PRELIMINAR PELA AUSTIN RATING, INCLUINDO A(S) CLASSIFICAÇÃO(ÕES) EXPLICITADA(S) NESTE DOCUMENTO. DO MESMO MODO, A AUSTIN RATING SE ISENTA DE TODO E QUALQUER TIPO DE DANO OCASIONADO A TERCEIROS POR QUALQUER OUTRO TIPO DE CONTEÚDO PUBLICADO EM SEUS RELATÓRIOS E INFORMATIVOS E EM SEU WEBSITE, BEM COMO POR AQUELES DECORRENTES DE ATRASO NA DIVULGAÇÃO DE OPINIÕES ATUALIZADAS.

© 2015 Austin Rating Serviços Financeiros Ltda. (Austin Rating). Todos os direitos reservados. **TODAS AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE DOCUMENTO SÃO PROTEGIDAS POR LEI. NENHUMA PARTE DESTE DOCUMENTO PODERÁ SER COPIADA, REPRODUZIDA, REEDITADA, TRANSMITIDA, DIVULGADA, REDISTRIBUÍDA, REVENDIDA OU ARMAZENADA PARA USO SUBSEQUENTE PARA QUALQUER FIM, NO TODO OU EM PARTE, EM QUALQUER FORMA OU POR QUALQUER MEIO QUE SEJA, ELETRÔNICO OU MECÂNICO, INCLUINDO FOTOCÓPIA, GRAVAÇÃO OU QUALQUER OUTRO TIPO DE SISTEMA DE ARMAZENAMENTO E TRANSMISSÃO DE INFORMAÇÃO, E POR QUALQUER PESSOA SEM PRÉVIO CONSENTIMENTO POR ESCRITO DA AUSTIN RATING.**