



R I O B R A V O



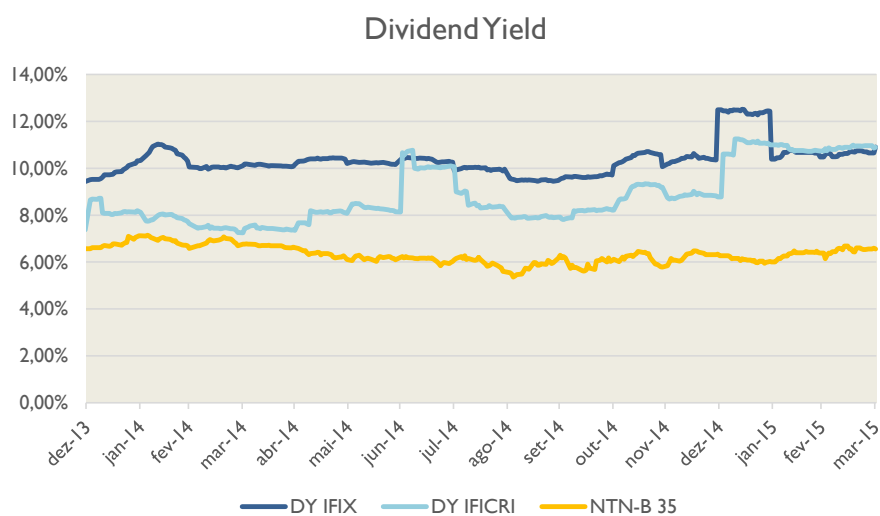
relatório trimestral

Rio Bravo
Crédito Imobiliário I
Fundo de Investimento
Imobiliário – FII

Março 2015

Comentários do Gestor

No primeiro trimestre de 2015, o mercado acionário apresentou variação positiva (IBOVESPA: 2,29%), assim como os títulos públicos atrelados ao índice de preços (IMA-B: + 3,38%). O IFIX¹ registrou alta de 0,82% no mesmo período, enquanto o IFICRI² apresentou rentabilidade de 2,80%. No mesmo período, a variação do CDI foi de 2,81%.



O Dividend Yield³ anualizado do IFICRI⁴ encerrou o trimestre em 10,90% a.a., acima do verificado ao final de 2014, de 8,77% a.a.. O Dividend Yield do IFIX⁵ encerrou o último trimestre em 10,91%, abaixo do verificado ao final de 2014, de 12,49%. Apesar da queda no Dividend Yield do IFIX no primeiro trimestre de 2015, o Dividend Yield dos fundos de CRI (IFICRI) se manteve estável em relação ao fim de 2014 devido, refletindo a elevação de dividendos pagos por um parte dos fundos que compõe este índice.

O Rio Bravo Crédito Imobiliário I – FII distribuiu rendimentos de R\$ 6,35/cota no mês de março/15. Nos últimos doze meses, foram distribuídos rendimentos no valor total de R\$ 94,75/cota que, corresponde a um *dividend yield* de 14,64% a.a., calculado sobre o valor da cota em bolsa ao final de março/145 (R\$ 647,00).

¹ Índice de Fundos Imobiliários, calculado pela BM&F Bovespa.

² Índice Rio Bravo de Fundos de CRI, calculado pela Rio Bravo Investimentos adotando regras semelhantes as utilizadas no cálculo do IFIX pela BM&F Bovespa.

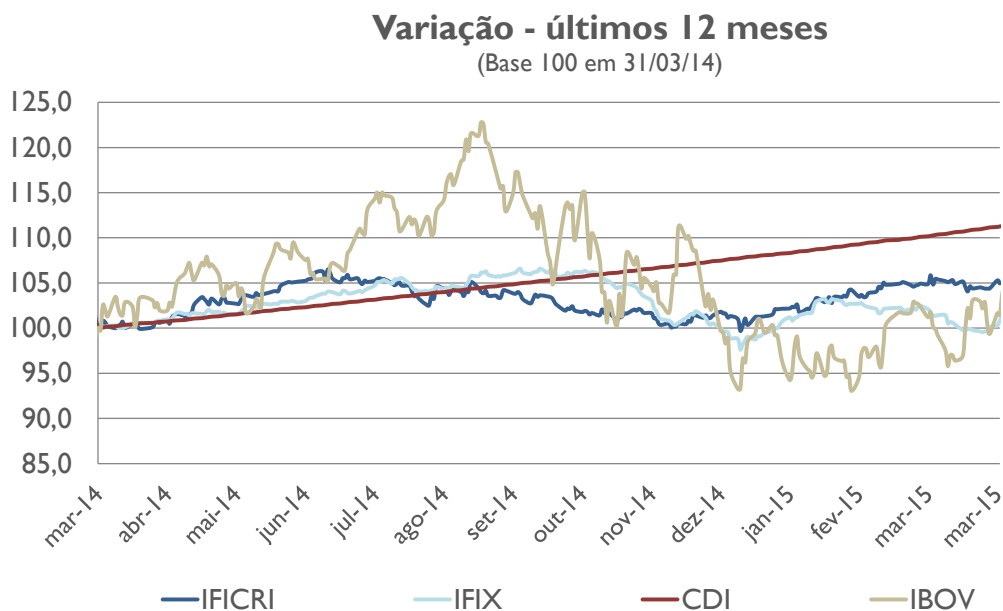
³ Gráfico de Dividend Yield calculado com base no ultimo rendimento pago anualizado sobre a cotação diária dos fundos.

⁴ Dividend Yield calculado com base nos rendimentos pagos nos últimos 12 meses e valor da cota em bolsa de cada fundo no fim do período, ponderado pelo peso médio de cada fundo no IFICRI no período.

⁵ Dividend Yield calculado com base no último rendimento pago anualizado e valor da cota em bolsa de cada fundo no final do período, ponderado pelo peso de cada fundo no IFIX.



Na bolsa, a cota do Rio Bravo Crédito Imobiliário I – FII registrou queda de 4,87% no primeiro trimestre. Vale ressaltar que, em se tratando de um fundo originalmente concebido para investidores qualificados⁶, suas cotas apresentam baixa liquidez, com negociações pontuais no mercado secundário.



Fonte: Economática/Rio Bravo

⁶ Investidores que detenham ao menos R\$ 300 mil investidos em ativos financeiros.



Rio Bravo Crédito Imobiliário I Fundo de Investimento Imobiliário – FII

O fundo Rio Bravo Crédito Imobiliário I – FII iniciou suas atividades em 4 de agosto de 2011 e objetiva gerar retorno acima da inflação por meio do investimento em ativos imobiliários de renda fixa, preponderantemente Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, podendo também adquirir Letras de Crédito Imobiliário – LCI, Letras Hipotecárias – LH além de outros ativos de renda fixa não imobiliários. O fundo foi constituído no formato de condomínio fechado (“Fundo Fechado”), com patrimônio inicial de R\$ 53,1 milhões e tem os investidores qualificados como público alvo.

O início de negociação do fundo na bolsa de valores e ocorreu no dia 23 de agosto de 2011, sob o código RBCB11. Seus rendimentos são isentos de imposto de renda para os investidores, desde que sejam pessoas físicas e não detenham mais de 10% do total de cotas emitidas pelo fundo⁷. O prazo de duração do fundo é de 8 anos, sendo que a amortização das suas cotas se dará em 85 parcelas mensais consecutivas, que se iniciaram em agosto de 2012. O pagamento de rendimentos é mensal, sem carência.

Características

Fundo	Rio Bravo Crédito Imobiliário I - FII	Cotas Emitidas	53.100
Tipo	Fundo de Investimento Imobiliário	Valor Inicial da Cota	R\$ 1.000,00
Público Alvo	Investidores Qualificados	PL na Emissão	R\$ 53,1 milhões
Início	04/08/2011	Liquidez	Negociação em Bolsa
Prazo de Duração	8 anos	Código de Negociação	RBCB11
Vencimento	04/08/2019	Código ISIN	BRRBCBCTF004
Taxa de Administração	1% a.a.	Administrador	Rio Bravo Investimentos DTVM Ltda
Amortização	85 parcelas mensais, iniciando-se 1 ano após a data de início do fundo	Gestor	Rio Bravo Investimentos Ltda. Av Chedid Jafet, 111 Bloco B 3º andar Vila Olímpia - SP CEP 04551-065 Tel: (11) 3509-6600
Rendimentos	Mensal, sem carência		
Taxa de Performance	Não há		

⁷ E na medida em que o fundo permaneça enquadrado nos termos da Lei 9.779/99, que confere tal isenção.



Carteira

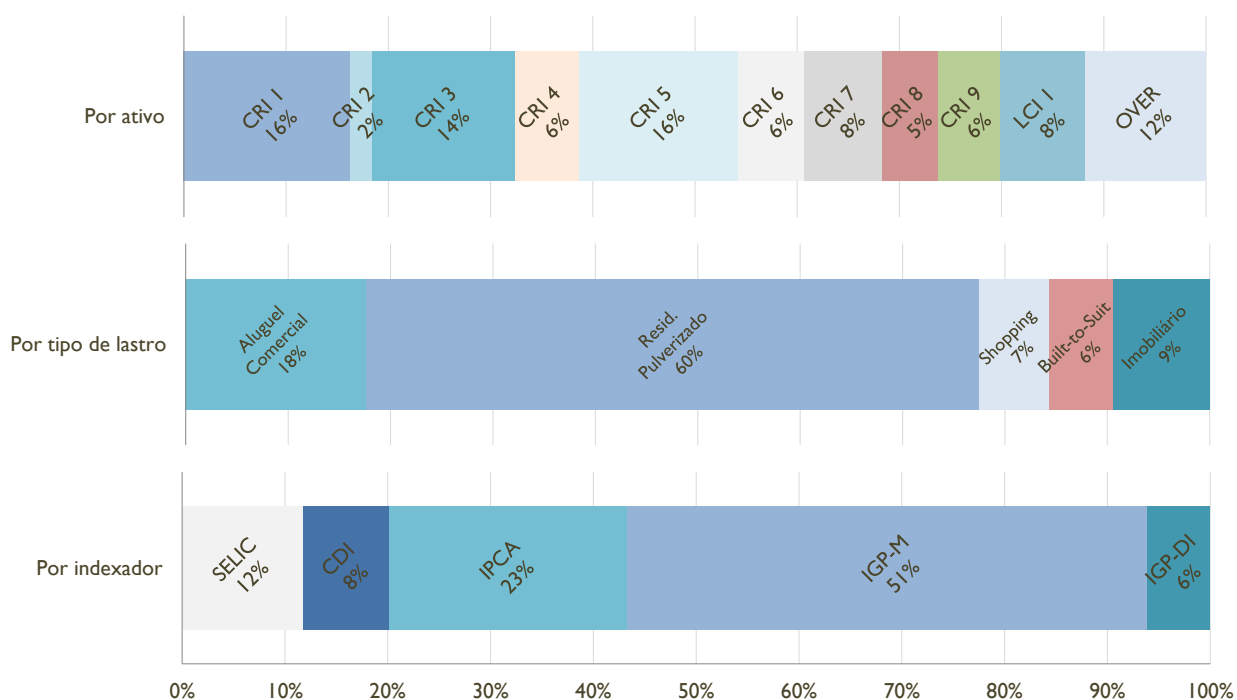
Ao final do primeiro trimestre de 2015, a carteira do fundo encontrava-se com a seguinte alocação:

CARTEIRA - MARÇO/15 RIO BRAVO CREDITO IMOBILIARIO I - FII

Ativo	Emissor	Emissão/Série	Lastro	Rating	Vencimento	Taxa	% Fundo
CRI 1	CIBRASEC	2º/169ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 9,30%	16,3%
CRI 2	CIBRASEC	2º/176ª	Resid. Pulverizado	-	mar-20	IGP-M + 9,30%	2,2%
CRI 3	BRAZILIAN SEC	1º/282ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 10,50%	14,0%
CRI 4	CIBRASEC	2º/188ª	Resid. Pulverizado	-	fev-20	IGP-M + 11,00%	6,3%
CRI 5	APICE	1º/6ª	Aluguel Comercial	"BBB-" Fitch	set-28	IPCA + 8,50%	15,5%
CRI 6	APICE	1º/19ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 12,00%	6,5%
CRI 7	CIBRASEC	2º/219ª	Resid. Pulverizado	-	jun-18	IPCA + 10,50%	7,6%
CRI 8	CIBRASEC	2º/238ª	Built-to-suit	"A-" SR Rating	fev-25	IGP-M + 11,50%	5,5%
CRI 9	APICE	1º/7ª	Shopping	"A" Liberum	jul-25	IGP-DI + 9,00%	6,1%
LCI 1	Banco ABC	-	Imobiliário	"AA+" Moody's	abr-15	93% CDI	8,3%
Over	TESOURO	-	-	"AAA"	Liquidez em D0	77,5% Selic*	11,8%
TOTAL						Inflação + 9,95% a.a.**	100%

*Considerando IR de 22,50%

**Taxa média dos CRI's



Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI

CRI I - 169ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI AGV I

Operação de securitização de créditos cujo lastro original são 144 contratos decorrentes da venda de loteamento performado da 13ª fase (Condomínio Basel) do empreendimento Swiss Park, localizado em Campinas – SP e construído pela AGV Participações Ltda.



A estrutura de garantias da operação é composta por regime fiduciário e patrimônio separado, 10% de *overcollateral*, coobrigação da cedente durante todo o período da operação e alienação fiduciária de 100% dos lotes. A emissão tinha prazo total de 98 meses (*duration* de 39 meses), taxa de remuneração de IGP-M + 9,30% a.a. e foi realizada em novembro de 2011 pela Cibrasec, no volume total aproximado de R\$ 16 milhões de série sênior.

Dado que o empreendimento está entregue, o principal risco de crédito da operação é a capacidade de pagamento dos mutuários compradores dos lotes. Ao final de março de 2015, segundo o relatório elaborado pelo agente de cobrança da carteira, o volume de parcelas vencidas e não pagas montava a R\$

34,7 mil (R\$ 51,4 mil ao final de dezembro/14), sendo que havia três contratos inadimplentes há mais de 30 dias (contra três contratos ao final de

Inadimplência Março/2015	Nº de Parcelas em Aberto	Valor em Aberto	Nº de contratos em Aberto	Saldo Devedor Total dos Contratos em Aberto	S. Devedor em Aberto/ Saldo Devedor Total do CRI
Total	11	R\$ 34.708,25	8	R\$ 737.446,50	12,3%
Até 30 dias	5	R\$ 14.028,17	5	R\$ 507.263,06	8,5%
De 31- 60 dias	6	R\$ 20.680,08	3	R\$ 230.183,44	3,8%
De 61 - 90 dias	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
Acima de 90 dias	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
Cobrança extra-judicial	-	-	-	-	-

dezembro/14). Esses três contratos apresentam inadimplência entre 30 e 60 dias (3,8% do saldo devedor total de créditos), contra dois contratos ao final de dezembro/14 (representativo de 3,4% do saldo devedor total dos créditos na época). Ao final de março/15, não havia nenhum contrato com inadimplência superior a 60 dias (contra um contrato ao final de dezembro/14). De acordo com os termos da operação, os créditos vencidos há mais de 90 dias devem ser recomprados pela cedente (AGV). Ao longo do primeiro trimestre de 2015, não houve recompra de nenhum contrato.

Dos 144 contratos que originalmente lastreavam a operação, ao final de março de 2015, 1 havia sido quitado antecipadamente por um cliente, 69 haviam vencido e 9 foram recomprados pela Cedente, restando àquela data, 65 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos, em termos de saldo devedor, concentram 21,3% do saldo devedor total da operação.



CRI 2 - 176ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI AGV II

Operação de características similares ao CRI AGV I, apresentado anteriormente. Esta operação tem como lastro original 63 contratos de compra e venda do mesmo Condomínio Basel, localizado no empreendimento Swiss Park, em Campinas – SP. A operação conta com as mesmas garantias do CRI AGV I, prazo total de 99 meses (duration de 42 meses) e taxa de remuneração de IGP-M + 9,30% a.a.. A emissão foi realizada em nov/12 no montante total de R\$ 7,7 milhões.

Ao final de março de 2015, segundo o relatório elaborado pelo agente de cobrança da carteira, o volume de parcelas vencidas e não pagas montava a R\$ 11,4 mil, sendo que havia quatro contratos inadimplentes em até 30 dias (contra três contratos ao final de

Inadimplência Março/2015	Nº de Parcelas em Aberto	Valor em Aberto	Nº de contratos em Aberto	Saldo Devedor Total dos Contratos em Aberto	S. Devedor em Aberto/ Saldo Devedor Total do CRI
Total	4	R\$ 11.425,37	4	R\$ 469.610,43	17,9%
Até 30 dias	4	R\$ 11.425,37	4	R\$ 469.610,43	17,9%
De 31 - 60 dias	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
De 61 - 90 dias	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
Acima de 90 dias	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
Cobrança extra-judicial	-	-	-	-	-

dezembro/14). O saldo devedor total desses contratos é equivalente a 17,9% do saldo devedor total da carteira (contra 12,1% do saldo devedor total dos créditos em dezembro/14). Ao final de março/15, não havia nenhum contrato inadimplente por mais de 30 dias (contra nenhum contrato ao final de dezembro/14).

Dos 63 contratos que originalmente lastreavam essa operação, ao final de março de 2015, 1 foi quitado antecipadamente, 35 venceram e 1 foi recomprado pela Cedente, restando naquela data, 26 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos, em termos de saldo devedor, concentram 49,56% do saldo devedor total da operação.

CRI 3 - 282ª série/1ª Emissão da Brazilian Securities – CRI Loteamento Estrela

A operação tem como lastro original 1.004 promessas de compra e venda provenientes da comercialização do Loteamento Estrela, localizado na cidade de Catalão – GO e incorporado pela Salviano Empreendimentos Imobiliários. Lançado em 2007, o empreendimento é um loteamento de baixa/média renda e encontra-se 100% performado. A estrutura de garantias da operação conta com regime fiduciário e patrimônio separado, subordinação de 51%, fundo de reserva no valor mínimo de 15% do saldo devedor da série sênior, coobrigação da cedente por todo o prazo da operação, fiança da cedente e seus acionistas, alienação fiduciária das cotas da cedente, bem como mecanismo de dação dos lotes em pagamento em caso de falha da coobrigação.



A operação foi emitida pela Brazilian Securities em junho de 2012 com prazo total de 114 meses (duration de 34 meses) e taxa de remuneração de IGP-M + 10,5%. O loteamento conta com grande quantidade de casas construídas.

O risco primário da operação é o inadimplemento por parte dos mutuários compradores dos lotes. Ao final de março de 2015, do total de 741 contratos vigentes, 314 apresentavam parcelas em aberto (357 ao final de dezembro de 2014). Entretanto, 133 destes contratos apresentavam apenas uma parcela em aberto (166 ao final de dezembro). Se considerarmos que os 181 contratos com inadimplência acima de 30 dias (191 ao final de dezembro) não sejam honrados, a soma do saldo devedor destes contratos montava a cerca 39,6% do saldo devedor da carteira em 31 de março de 2015 (35,4% ao final de dezembro), valor inferior aos 51% de subordinação. Adicionalmente, a operação conta com a coobrigação da cedente, que será acionada caso a subordinação caia para valor inferior a 20%. Se fosse provisionada a perda integral dos devedores acima de 90 dias, o índice de subordinação da operação montaria a 46,1%, considerando o valor atual do fundo de reserva.

Ao final de março/15, o saldo do Fundo de Reserva montava a R\$ 1,2 milhão, cerca de 24% do saldo devedor da

Inadimplência Março/2015	Nº de Parcelas em Aberto	Valor em Aberto	Nº de contratos em Aberto	Saldo Devedor Total dos Contratos em Aberto	S. Devedor em Aberto/ Saldo Devedor Total do CRI
Total	1501	R\$ 934.796,23	314	R\$ 6.031.965,23	55,4%
Até 30 dias	133	R\$ 49.203,90	133	R\$ 1.721.013,57	15,8%
De 31 - 60 dias	142	R\$ 65.058,97	71	R\$ 1.334.330,66	12,3%
De 61 - 90 dias	69	R\$ 31.883,07	23	R\$ 398.157,66	3,7%
Acima de 90 dias	1157	R\$ 788.650,29	87	R\$ 2.578.463,34	23,7%
Cobrança extra-judicial	-	-	-	-	-

série sênior na mesma data. Dos 1004 contratos que originalmente lastreavam essa operação, ao final de março de 2015, 256 foram quitados pelos clientes, 7 foram recomprados pela Cedente, restando àquela data, 741 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 7,34% do saldo devedor total da operação.

CRI 4 - 188ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI Cameron

Operação de securitização cujo lastro original são promessas de compra e venda de quatro empreendimentos residenciais localizados em Fortaleza – CE e incorporados e construídos pela Cameron Construtora. Além das promessas, forma o lastro do CRI uma CCB Imobiliária emitida contra a Cameron e que tem como garantia ao seu pagamento a cessão fiduciária de outros recebíveis da empresa (na emissão, 120% do saldo da CCB coberto por cessão fiduciária de créditos/estoque) dos mesmos empreendimentos.

Originalmente a operação contava com as seguintes garantias: a) hipoteca do terreno do empreendimento Felicitá (originalmente avaliado em R\$ 11 milhões); b) cessão fiduciária de recebíveis e estoque de unidades do Felicitá em garantia ao pagamento da CCB; c) fundo de reserva com retenção de 110% do valor da obra do Felicitá e liberação

destes recursos de acordo com a evolução do cronograma físico-financeiro; d) coobrigação da cedente por todo o prazo da operação; f)



subordinação de 17%; e g) excesso de spread. Além disso, tão logo os empreendimentos sejam entregues e tenham a individualização das unidades averbada, deverá ser constituída pela Cedente a alienação fiduciária de todos os imóveis a que se referem os créditos.

O CRI tem prazo original total de 83 meses, vencendo em fevereiro de 2020, e foi emitido no volume total de R\$ 33,8 milhões de série sênior. A taxa de original de emissão dos CRI sênior era de IGP-M + 9%. Por conta de atrasos no cronograma de obras do empreendimento, após assembleia de detentores do CRI em abril/14, foi aprovada, entre outras matérias, a inclusão de novos recebíveis em cessão fiduciária em garantia ao pagamento da CCB, de forma a reforçar a estrutura da operação, além de a taxa do papel ter sido elevada para IGP-M + 11% a.a.. Em dezembro/14 foi convocada uma nova assembleia de detentores do CRI para reavaliação do cronograma da obra, que continuava a acumular atrasos. Foi aprovada a contratação da Dexter Engenharia não mais para medição da evolução da obra mas sim para o gerenciando financeiro e *in loco da* mesma, com estrito controle dos desembolsos a fornecedores. Além dessas medidas, foram concedidas pela cedente novas garantias reais à operação e mais recebíveis em cessão fiduciária. Tais medidas continuam em fase de contratação/implementação. Também o serviço de cobrança da carteira passou a ser executado não mais pela cedente, mas por companhia contratada diretamente pela securitizadora. Em contrapartida, foi aprovado o waiver da coobrigação da Cedente até o final de 2015 ou até 60 dias após a averbação da conclusão de obras do Felicitá na matrícula do imóvel, o que ocorrer antes.

A nova servicer já assumiu a gestão da carteira e identificou casos de pagamentos realizados pelos mutuários diretamente para a cedente dos créditos, sem que essa repassasse os recursos para a securitizadora dentro dos prazos estabelecidos no contrato de cessão. Nova AGE foi realizada em abril/15, na qual foi concedido prazo até junho/15 para que a cedente regularize essa situação, bem como implemente definitivamente as garantias adicionais concedidas em dezembro/14.

Nova assembleia de detentores do CRI será realizada em junho/15 para acompanhamento da evolução dessas questões. Dos quatro empreendimentos (Felicita, Iluminato, Reale e Vintage Meirelles), três já tiveram suas obras concluídas, dois dos quais (Meireles e Iluminato) tiveram o processo de Habite-se e averbação de obras concluídos no 3º trimestre de 2014. O edifício Reale já teve Habite-se expedido e encontra-se em processo de averbação das obras na matrícula do terreno no Registro Geral de Imóveis. Já a obra do Felicita continua em atraso, com a mais recente previsão de entrega para agosto/15.



Obras Felicita – Nov/14

Felicita					
Inadimplência Maço/2015	Nº de Parcelas em Aberto	Valor em Aberto	Nº de contratos em Aberto	Saldo Devedor Total dos Contratos em Aberto	S. Devedor em Aberto/ Saldo Devedor Total do CRI
Total	378	R\$ 3.518.636,68	30	R\$ 6.262.497,83	24,1%
Até 1 parcela	3	R\$ 75.450,54	3	R\$ 577.659,25	2,2%
Até 2 parcelas	2	R\$ 29.769,25	1	R\$ 127.527,72	0,5%
Até 3 parcelas	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
+4 parcelas	373	R\$ 3.413.416,89	26	R\$ 5.557.310,86	21,3%
Cobrança extra-judic	-	-	-	-	-

Iluminato					
Inadimplência Maço/2015	Nº de Parcelas em Aberto	Valor em Aberto	Nº de contratos em Aberto	Saldo Devedor Total dos Contratos em Aberto	S. Devedor em Aberto/ Saldo Devedor Total do CRI
Total	141	R\$ 1.027.543,37	18	R\$ 1.168.989,45	4,5%
Até 1 parcela	4	R\$ 17.335,04	4	R\$ 237.513,76	0,9%
Até 2 parcelas	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
Até 3 parcelas	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
+4 parcelas	137	R\$ 1.010.208,33	14	R\$ 931.475,69	3,6%
Cobrança extra-judic	-	-	-	-	-

Reale					
Inadimplência Maço/2015	Nº de Parcelas em Aberto	Valor em Aberto	Nº de contratos em Aberto	Saldo Devedor Total dos Contratos em Aberto	S. Devedor em Aberto/ Saldo Devedor Total do CRI
Total	67	R\$ 402.338,42	6	R\$ 1.159.424,73	4,5%
Até 1 parcela	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
Até 2 parcelas	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
Até 3 parcelas	3	R\$ 15.385,02	1	R\$ 187.129,84	0,7%
+4 parcelas	64	R\$ 386.953,40	5	R\$ 972.294,89	3,7%
Cobrança extra-judic	-	-	-	-	-



Vintage Meireles					
Inadimplência Maço/2015	Nº de Parcelas em Aberto	Valor em Aberto	Nº de contratos em Aberto	Saldo Devedor Total dos Contratos em Aberto	S. Devedor em Aberto/ Saldo Devedor Total do CRI
Total	123	R\$ 940.049,31	8	R\$ 692.018,54	2,7%
Até 1 parcela	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
Até 2 parcelas	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
Até 3 parcelas	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
+4 parcelas	123	R\$ 940.049,31	8	R\$ 692.018,54	2,7%
Cobrança extra-judic	-	-	-	-	-

Por conta dos atrasos nas entregas das obras, a análise da inadimplência efetivamente decorrente de problemas de crédito dos mutuários fica prejudicada, pois muitos contratos acabaram tendo suas parcelas pós-chaves descasadas da previsão original utilizada para a modelagem do CRI⁸. Portanto, a inadimplência formal (medida contra o fluxo original de cada contrato) apresentou elevação em relação aos trimestres anteriores. Entretanto, o número de contratos com parcelas em aberto registrou queda de 12,7% em relação ao trimestre anterior. Ao final de março de 2015, dos 83 contratos vigentes da cessão direta, 62 apresentavam parcelas em aberto, sendo que deste total, 53 referiam-se a contratos com inadimplência formal acima de 90 dias. Até o terceiro trimestre de 2014, esse descasamento vinha sendo coberto essencialmente pela coobrigação da Cedente. Com a suspensão da coobrigação até dezembro/15 ou a averbação do Felicitá, o descasamento passou a ser coberto pela cessão fiduciária de recebíveis e pelo Fundo de Reserva.

Com a resolução da questão de averbação e individualização das matrículas das unidades residenciais, espera-se que a regularização dos pagamentos represados.

Empreendimentos	Nº de Contratos		
	Ativos	Liquidação Antecipada	Término do Prazo
Total	83	10	5
Vintage Meireles	11	3	1
Iluminato	23	6	1
Reale	13	1	1
Felicitá	36	0	2

Estamos atuando diretamente junto à cedente e à securitizadora de modo a acompanhar o desempenho da operação, em especial no tocante aos processo de averbação do Reale, trâmites burocráticos para registro das garantias reais adicionadas à operação e evolução do cronograma de obras do Felicitá, de forma a possibilitar a pronta conclusão da obra do último imóvel que compõe a operação.

Dos 102 contratos que originalmente lastreavam essa operação (lastro direto), ao final de março de 2015, dez haviam sido quitados antecipadamente pelos clientes, cinco haviam vencido e quatro foram recomprados pela Cedente, restando àquela data, 83 contratos vigentes. Dentre os contratos

⁸ O atraso das obras leva muitos mutuários a não pagarem as parcelas de entrega e pós-chaves (com incidência dos juros + 12% a.a., enquanto as parcelas pré-chaves tinham incidência apenas do INCC) até o efetivo recebimento do registro cartorial de seus imóveis. Além disso, clientes que pretendem se financiar junto a bancos também dependem da formalização dessas obras para liberação de seus financiamentos e quitação de seus contratos.

remanescentes, os dez maiores contratos, em termos de saldo devedor, concentram 8,40% do saldo devedor total da operação.

CRI 5 - 6ª série/Iª Emissão da Ápice Securitizadora – Mikar/Walmart

Operação de securitização cujo lastro é contrato típico de locação firmado entre Mikar Locações e Walmart Brasil, de imóvel localizado no bairro da



Imóvel Barra Funda



Imóvel Higienópolis

Barra Funda, na cidade de São Paulo. O CRI foi emitido pela Ápice Securitizadora em outubro de 2013 sob o volume total de R\$ 22 milhões, prazo de 15 anos (duration de 7,5 anos) e remuneração de IPCA+8,50% ao ano. A estrutura de garantias é composta por: (i) fundo de reserva mínimo de 6 PMTs, (ii) fiança solidária da cedente, sua controladora e sócios, (iii) alienação fiduciária do imóvel lastro da operação e (iv) alienação fiduciária de imóvel comercial localizado no bairro de Higienópolis, também em São Paulo. Os dois imóveis são conjuntamente avaliados em R\$ 68 milhões, o que confere à operação um LTV inicial de 32%. Ademais, no caso de rescisão do contrato por parte do locatário, a Mikar estará obrigada a pagar o CRI por até 12 meses até que apresente um novo locatário. Caso não apresente o novo locatário, a operação deverá ser pré-paga pela Mikar.

Apesar da operação ser lastreada em um contrato típico de locação, que pode ser facilmente rescindido mediante o pagamento de multa em valor equivalente a três alugueis, o imóvel é utilizado para a operação de uma das lojas mais rentáveis do grupo Walmart no Brasil, que inclusive fez investimentos no mesmo e paga atualmente aluguel abaixo do valor de mercado por conta destes investimentos realizados. Ao final de março de 2015, o saldo do fundo de reserva era de R\$ 831 mil, valor suficiente para cobrir com os próximos seis pagamentos do CRI. A Walmart vem depositando o aluguel na conta centralizadora da operação mantida na securitizadora normalmente e as demais obrigações decorrentes do CRI vem sendo cumpridas a contento desde sua emissão.

CRI 6 - 19ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – Loteamento Reserva Aquarela

Operação de CRI lastreada em 136 contratos de compra e venda com alienação fiduciária decorrentes da comercialização dos lotes de loteamento fechado denominado Reserva Aquarela, localizado na cidade de São Carlos – SP, incorporado pela Viver Incorporadora e Construtora e construído pela Menin Engenharia. O CRI foi emitido em outubro de 2013 no montante total de R\$ 15 milhões.

A estrutura de garantias da operação é composta por subordinação de 20%, alienação fiduciária da totalidade dos lotes cujos contratos foram cedidos à operação, obrigação de recompra dos contratos inadimplentes, em mais de 3 parcelas, pela Viver até 6 meses após a entrega das obras do empreendimento, retenção de 115% do custo de obra, liberação destes recursos de acordo com o cronograma físico-financeiro das obras e diretamente à construtora e fundo de reserva inicial de R\$ 400 mil chegando a aproximadamente R\$ 1,7 milhões em maio de 2015. Ao final de março, o saldo de reserva era de R\$ 1,64 milhões.



Fotos do empreendimento pronto – junho/2014

A obra do loteamento foi concluída pela construtora Menin em junho/14 – onze meses antes do previsto em contrato – e o empreendimento teve o Habite-se emitido pela prefeitura da cidade de São Carlos em fevereiro/15. Desta forma, o principal risco atual da operação é a capacidade de pagamento dos 136 mutuários compradores dos imóveis.

Ao final de março de 2015, havia um total de R\$ 23,2 mil de parcelas em aberto (R\$ 10,7 mil em dezembro/14) de seis diferentes contratos dos quais em apresentava atraso em até 30

Inadimplência Março/2015	Nº de Parcelas em Aberto	Valor em Aberto (R\$)	Nº de Contratos em Aberto	Saldo Devedor Total dos Contratos em Aberto (R\$)	S. Devedor em Aberto/Saldo Devedor Total do CRI
Total	13	R\$ 23.150,37	6	R\$ 820.658,30	8,9%
Até 30 dias	1	R\$ 1.678,14	1	R\$ 135.711,04	1,5%
de 31 - 60 dias	9	R\$ 16.427,15	4	R\$ 549.564,00	5,9%
de 61 - 90 dias	3	R\$ 5.045,08	1	R\$ 135.383,26	1,5%
Acima de 90 dias	-	-	-	-	-
Cobrança extra-judicial	-	-	-	-	-

dias (nenhum em dezembro de 2014), quatro apresentavam atraso entre 30 e 60 dias (nenhum em dezembro de 2014) e um apresentava atraso entre 60 e 90 dias (dois em dezembro de 2014). O saldo devedor total dos contratos com parcela em aberto somava, em dezembro, a 8,9% do saldo devedor total da carteira, enquanto a operação possui subordinação de 20%.

Dos 136 contratos que originalmente lastreavam essa operação, ao final de setembro de 2014, 25 haviam sido quitados antecipadamente pelos clientes, 1 havia vencido e 1 recomprado pela Viver, restando àquela data, 109 contratos vigentes.

A Viver tem enfrentado dificuldades financeiras e subsequentes rebaixamentos de ratings de seu crédito. O risco Viver no CRI em causa persiste tão somente na obrigação de recompra dos créditos vencidos por mais de noventa dias, obrigação essa que perdurará até o mês de agosto/15. A partir de então, a operação torna-se efetivamente *true sale*, não havendo mais coobrigação da Viver. Também reforçam a estrutura um fundo de reserva que montava a R\$ 1,64 milhão em 31 de março de 2015 e que será reduzido para R\$ 400 mil ao final do prazo de coobrigação da Viver. Esse fundo poderá ser utilizado em caso de falha na coobrigação da Viver. Desta forma, em especial, diante do comportamento da carteira até o momento, consideramos o CRI bem protegido de qualquer risco que possa decorrer do risco de crédito da cedente.

CRI 7 - 219^a série/2^a Emissão da Cibrasec – CRI Colmeia

A operação tem como lastro original debênture imobiliária emitida pela Construtora Colmeia que, por sua vez, é lastreada pela cessão fiduciária do fluxo de dividendos de cinco SPEs do grupo, desenvolvedoras, cada uma, de um empreendimento imobiliário. Os empreendimentos envolvidos na operação estão localizados em Natal/RN (1 comercial e 2 residenciais), Fortaleza/CE (1 residencial), Campinas/SP (1 residencial).



The Village –
Fortaleza/CE



CTC – Natal /RN



Sports Garden – Natal/RN



Palladio – Natal/RN



Palazzi – Campinas/SP

A emissão foi concluída em julho/14, em volume de R\$ 25 milhões. O CRI tem prazo de 48 meses e conta com taxa de remuneração de IPCA + 10,50%. A remuneração e amortização são pagas trimestralmente, sem carência, à medida em que os dividendos das SPEs desenvolvedoras dos cinco empreendimentos são pagos. A cessão fiduciária dos dividendos das SPEs representava na emissão, a valor presente, razão de sobrecolateralização de 260% do saldo devedor da operação na emissão. Atualmente, esta razão está em cerca de 315%. Além disso, a estrutura do CRI conta com as seguintes garantias: alienação fiduciária das cotas das cinco SPEs desenvolvedoras dos empreendimentos; fundo de reserva de R\$ 2,25 milhões; fiança dos sócios da construtora e alienação fiduciária das ações da companhia; garantia real imobiliária em valor de R\$ 5 milhões; fiança bancária do Bic Banco no valor de R\$ 8,6 milhões (renovável a cada 12 meses em montante suficiente para garantir a necessidade de aporte da construtora nos empreendimentos).

Pela estrutura da operação, o fluxo de dividendos das SPEs estará efetivamente disponível para distribuição tão logo as respectivas obras sejam finalizadas, momento em que há o repasse de recebíveis aos bancos financiadores das obras (Plano Empresário) e quitação desses financiamentos.

A operação incorre, principalmente, no risco de evolução de obras bem como no risco de comercialização das unidades remanescentes e de pagamento por parte dos mutuários. A amortização da operação, embora prevista com periodicidade trimestral, poderá se dar extraordinariamente, na medida do fluxo de dividendos gerados pelas SPEs. Desta forma, havendo caixa disponível para a distribuição de dividendos pelas SPEs, tais recursos serão utilizados para a amortização do CRI. Em outras palavras, caso o desempenho de vendas supere as expectativas, a operação será amortizada antecipadamente. Caso o desempenho de vendas se dê em velocidade inferior ao previsto - considerada ainda a sobrecolateralização supracitada -, a amortização se dará trimestralmente conforme previsto nos documentos da operação. Nesse caso, a operação ficará mais dependente do risco de crédito da Construtora Colméia.

No que diz respeito à evolução das obras, além do CTC Natal que já estava entregue quando da emissão da operação, o The Village foi entregue em junho/14, conforme previsto, tendo concluído o trâmite de



expedição de Habite-se e averbação das obras na matrícula do imóvel em outubro/14. Também conforme o cronograma de obras, o Palazzi teve sua obra concluída e foi entregue em dezembro/14, e já concluiu o processo de averbação da obra. Os demais empreendimentos continuam com a previsão de entrega de obras na mesma data inicial, exceto o Palladio que teve seu cronograma de obras alterado para maio/15 (contra dezembro/14 originalmente). O quadro abaixo resume o desempenho dos demais empreendimentos até o final de março/15:

Empreendimento	Data do Lançamento	Data Prevista de Entrega Atual	Número Total de Unidades	% Vendido (dez/14) ²	% Vendido (mar/15) ²	% Andamento da Obra (dez/14)	% Andamento da Obra (mar/15)
CTC	ago/09	Entregue	457	93%	93%	100%	100%
The Village	jul/10	jun/14	42	97%	95%	100%	100%
Palladio	mar/11	mai/15	100	72%	76%	85%	95%
Palazzi	mar/12	dez/14	58	88%	92%	100%	100%
Sports Garden ¹	jun/13	dez/16 mar/17 jun/17	150	54%	53%	19,49% ³	23%

1- Empreendimento com três torres

2- Cálculo do percentual vendido exclui as unidades em permuta do total de unidades (nº un vendidas/(un totais – un em permuta)

3- Estágio de obra do Sports Garden, em dez/14, sofreu uma correção após análise do relatório de medição de obras

Desde a emissão do CRI, o empreendimento Village (Fortaleza) não registrou nenhuma venda no mesmo período (apenas 1 distrato), sendo esse o empreendimento com menor estoque remanescente (1 unidade).

No mesmo período, o empreendimento Sports Garden também apresentou venda líquida negativa (2 unidades distratadas). No consolidado, o número de unidades vendidas representou 75% do previsto desde o início da operação.

	CTC	Village	Palladio	Palazzi	Sports	Total
	Comercial	Natal Res. Fortaleza	Res. Natal	Res. Campinas	Res. Natal	
Unidades Totais	457	42	100	58	150	807
(-)Permuta	82	5	24	8	12	131
(-)Vendas Acumuladas	321	36	54	44	64	519
(=)Estoque Inicial	54	1	22	6	74	157
(-)Vendas Acumuladas desde o início	26	-1	4	2	9	40
Vendas estimadas para o período	27	1	8	6	11	53
% de vendas em relação ao estimado	96%	-100%	50%	33%	82%	75%
(=)Estoque ao final do período	28	2	18	4	65	117

Conforme mencionado acima, ao longo do trimestre em análise, somente CTC, The Village e Palazzi encontravam-se efetivamente concluídos (Palazzi tendo sido averbado no final do trimestre). Portanto, as SPEs desses empreendimentos foram as únicas a gerar dividendos para a amortização do CRI no período.



As demais garantias desta operação encontram-se regularizadas e suas obrigações vem sendo cumpridas normalmente desde a emissão.

CRI 8 - 238ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI Incefra

Operação lastreada em contrato de arrendamento (atípico) de imóveis localizados em Cordeirópolis-SP, firmado entre a Indústria Cerâmica Fragnani Ltda (arrendatária e devedora da operação) e a Agropecuária Fragnani Ltda (arrendadora, cedente da operação). Ambas empresas pertencem ao Grupo Incefra. O volume da operação é de R\$ 60 milhões e foi integralmente destinado à quitação de dívidas de curto prazo da empresa. Com prazo de 120 meses (aproximadamente 4,25 anos de *duration*), o CRI possui uma remuneração equivalente a IGP-M + 11,50% a.a., sendo o pagamento de juros e amortização mensal e sem carência. A operação conta com as seguintes garantias: fiança da holding Fragnani Empreendimentos e Participações S/A e da Agropecuária Fragnani Ltda, arrendadora dos imóveis; alienação fiduciária dos imóveis objeto da locação, avaliados originalmente em R\$ 92 milhões.

Dado a forma como a operação está estruturada, o principal risco da operação é crédito do Grupo Incefra, fiador tanto da devedora dos créditos imobiliários (Indústria Cerâmica Fragnani Ltda) quanto da cedente (Agropecuária Fragnani Ltda). O grupo, fundado em 1970 na cidade de Cordeirópolis-SP, atua nos segmentos de revestimentos em cerâmica para construção civil, com foco nas classes C e D.

Com 3 plantas fabris (duas em Cordeirópolis-SP e uma em Dias D'Ávila-BA) e capacidade produtiva superior a 60 milhões de m² por ano, o grupo é considerado o maior produtor de cerâmica do país (em termos de capacidade). Entre os produtos oferecidos pela empresa encontram-se, principalmente, pisos e azulejos destinados ao acabamento de empreendimentos imobiliários.

Ao longo de 2014, o grupo finalizou um importante ciclo de investimentos, que elevou o seu endividamento e ocasionou uma concentração de amortização de dívida nos próximos dois anos. A captação de recursos via o CRI ora em análise teve como finalidade melhorar o perfil de endividamento da companhia com o alongamento de seu prazo. Com esse objetivo, a companhia utilizou uma estrutura de *Sale-and-lease back* para captação de recursos no mercado de capitais a partir de um de seus complexos industriais em Cordeirópolis-SP.

No que tange ao desempenho operacional da companhia, a Incefra tem conseguido expandir suas margens operacionais e reduzir o seu nível de alavancagem anterior (Dívida Líquida/EBITDA = 1,10x ao final do primeiro trimestre de 2015 contra 1,85x ao final de 2013), reflexo da reestruturação da dívida da companhia. Ao final de março de 2015, a Incefra apresentava um nível adequado de liquidez e cobertura de juros ([Ativo Circulante – Estoque]/Passivo Circulante = 1,20x e EBITDA/Despesas Financeiras = 8,5x), respectivamente.

CRI 9 - 7ª série/Iª Emissão da Ápice Securitizadora – Shopping Gravataí

Operação de CRI cujo lastro são duas Cédulas de Crédito Bancário – CCB emitidas pela Gravataí Shopping SPE, detentora de 100% do Shopping Gravataí, localizado na cidade de mesmo nome, no Estado do Rio Grande do Sul. A operação teve como função quitar um empréstimo devido pelo M. Grupo, detentor do



Shopping Gravataí

shopping, junto a bancos e finalizar as obras do empreendimento, que se caracteriza como um novo empreendimento com previsão de ser inaugurado em outubro de 2013. A operação conta com prazo de 144 meses (duration de 69 meses) taxa de remuneração de IGP-DI + 9,00% a.a.. O CRI foi emitido em agosto/13 pela Ápice Securitizadora no montante total de R\$ 135 milhões.

A estrutura de garantias da operação contava originalmente com cessão de 100% dos recebíveis futuros do Gravataí Shopping, cessão fiduciária de 30% dos recebíveis do Shopping Lajeado, shopping já performado e localizado na cidade de mesmo nome, alienação fiduciária de todo o Shopping Gravataí e da fração ideal de 30% do Shopping Lajeado (LTV inicial total de 60%), alienação fiduciária de 100% das cotas da SPE do Shopping Gravataí e da SPE detentora de 30% do Shopping Lajeado, fundo de obras no valor de R\$ 33 milhões, fundo de performance no valor de R\$ 20 milhões, fundo de reserva em valor equivalente a 3 PMTs do CRI, aval dos sócios da SPE e liberação dos recursos retidos de acordo com a evolução do cronograma físico-financeiro.

O alvará de funcionamento do shopping foi expedido em novembro de 2013 - com um mês de atraso em relação ao inicialmente previsto - e sua inauguração aconteceu naquele mesmo mês. Portanto, não há mais risco de obras na operação, tendo o fundo de performance sido liberado ao cedente dos créditos do CRI. O maior risco atual da operação é a capacidade de geração de receita do Shopping Gravataí, e em segundo plano, a capacidade de geração de receita do Shopping Lajeado, cuja receita foi parcialmente (30%) cedida fiduciariamente a esta operação - lembrando que esta cessão é ainda subordinada a outro CRI, de emissão da RB Capital.



Desde sua inauguração, o Shopping Gravataí vinha apresentado níveis de inadimplência dentro do esperado e que aumentaram no primeiro trimestre de 2015

Fluxo - CRI Shop. Gravataí (R\$)	Janeiro	Fevereiro	Março
Receita Líq. Shop. Gravataí	1.344.186	1.041.959	994.747
Receita Líq. Shop. Lajeado	555.190	408.300	432.650
Receita Líquida Total (i)	1.899.376	1.450.259	1.427.397
Pagamento do CRI (ii)	- 1.854.012	- 1.368.950	- 1.376.227
(i) + (ii)			
Se > 0 : liberação ao M. Grupo	45.364	81.308	51.169
Se < 0: coobrigação do M. Grupo			

(inadimplência de 13,6% em março/2015, contra 4,3% em dezembro/14). No Shopping Lajeado a inadimplência foi de 7,7% em março/15 (4,1% em dezembro/14). No último mês, o fluxo dos dois empreendimentos somados foi suficiente para cumprir com as obrigações do CRI no período normalmente. De acordo com esclarecimentos prestados pela cedente à securitizadora, o aumento da inadimplência é esperado neste período do ano, dado que muitos locatários aproveitam para renegociar seus contratos nesta época. O saldo do fundo de reserva ao final de março era de R\$ 4,1 MM, suficiente para cobrir três vezes o valor médio dos próximos dose pagamentos do CRI, conforme previsto na documentação da operação (não tendo havido necessidade de recomposição do fundo de reserva pela cedente).

Distribuições

Nos últimos doze meses, foi distribuído um total de R\$ 94,75 por cota emitida, o que resulta em um *Dividend Yield* de 14,03% ao ano, considerando-se o valor patrimonial da cota ao fim de março de 2015, de R\$ 675,12 /cota. Considerando-se o valor da cota em bolsa ao fim de março de 2015, R\$ 647,00, o *Dividend Yield*, pelo mesmo racional, montaria a 14,64% a.a..

Mês	out/14	nov/14	dez/14	jan/15	fev/15	mar/15
Rendimentos (R\$/cota)	15,00	9,00	6,00	6,00	5,00	6,35
<i>Dividend Yield</i> Anual* (valor da cota na emissão)	18,0%	10,8%	7,2%	7,2%	6,0%	7,6%
<i>Dividend Yield</i> Anual* (valor patrimonial da cota ao fim do mês)	24,8%	15,2%	10,3%	10,4%	8,8%	11,3%
<i>Dividend Yield</i> Anual* (saldo a amortizar ao fim do mês)	26,4%	16,1%	10,9%	11,1%	9,4%	12,2%

*anualizando-se o *Dividend Yield* do mês

Evolução da Cota	out/14	nov/14	dez/14	jan/15	fev/15	mar/15
Cota no início do período	746,25	726,53	711,09	701,20	691,90	682,15
Rendimentos Incorridos no mês	7,04	5,32	7,87	8,46	7,00	11,08
Ajustes de marcação a Mercado (MtM)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendimentos Distribuídos	-15,00	-9,00	-6,00	-6,00	-5,00	-6,35
Amortizações	-11,76	-11,76	-11,76	-11,76	-11,76	-11,76
Cota no fim do período	726,53	711,09	701,20	691,90	682,15	675,12



Fluxo de Caixa (não auditado)

FLUXO DE CAIXA(R\$)

RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I - FII

Mês	out/14	nov/14	dez/14	jan/15	fev/15	mar/15
Ativo						
CRI	618.621	545.651	848.748	486.875	624.498	3.254.752
LCI/LCA	-	6.001.017	1.025	100.453	-	3.053.358
Over	95.908	64.967	43.791	40.733	33.865	20.521
Variação do Caixa Gerada pelo Ativo	714.529	5.390.399	893.564	628.061	658.363	180.873
Passivo						
Txa. Administração	- 16.153	- 11.007	- 10.363	- 19.680	- 12.694	0
Txa. Custódia	- 9.032	- 9.032	- 9.032	- 9.032	- 9.503	9.503
CVM	- 2.400	-	-	2.400	-	-
Txa. Escrituração	- 2.327	- 2.395	- 2.410	- 2.371	- 1.411	-
Custos Iniciais da Emissão						
Outros	- 1.175	- 1.119	- 1.087	- 1.098	- 1.168	5.070
Integralização/Cancelamento de Cotas	-	-	-	-	-	-
Pagamento de Rendimentos	- 727.470	- 796.500	- 477.900	- 318.600	- 318.600	- 265.500
Pagamento de Amortização	- 624.456	- 624.456	- 624.456	- 624.456	- 624.456	- 624.456
Variação do Caixa Gerada pelo Passivo	- 1.383.013	- 1.444.509	- 1.125.248	- 977.638	- 967.832	- 904.529
Variação de Caixa no Período	- 668.485	- 6.834.908	- 231.683	- 349.576	- 309.469	- 1.085.402
Caixa no Início do Período	13.826.472	13.157.987	6.323.079	6.091.396	5.741.821	5.432.352
Caixa ao Final do Período	13.157.987	6.323.079	6.091.396	5.741.821	5.432.352	4.346.950

Resumo Operacional

Mês	out/14	nov/14	dez/14	jan/15	fev/15	mar/15
RBCB I I*	-1,32%	-5,33%	-4,21%	-8,10%	4,95%	-1,37%
IFIX	-1,34%	-2,92%	-1,84%	2,69%	-0,22%	-1,61%
CDI	0,94%	0,84%	0,96%	0,93%	0,82%	1,04%
Patrimônio (R\$ MM)	38,6	37,8	37,2	36,7	36,2	35,8
Cota Patrimonial (R\$/cota)	726,53	711,09	701,20	691,90	682,15	675,12
Rendimentos Retidos	44,08	40,40	42,27	44,73	46,73	51,46
Saldo a Amortizar	682,45	670,69	658,93	647,17	635,41	623,65
Valor de Mercado (R\$ MM)	39,8	37,7	36,1	33,2	34,8	34,4
Cotação Bolsa (R\$/cota)	750,00	710,01	680,11	625,04	656,00	647,00
Cota Patrimonial/Cotação em Bolsa	97%	100%	103%	111%	104%	104%
Amortização (R\$/ cota)	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76
Rendimentos (R\$/cota)	15,00	9,00	6,00	6,00	5,00	6,35
Pagamento Total ao Cotista	26,76	20,76	17,76	17,76	16,76	18,11

*Fundo é ilíquido, pois é constituído por 51 cotistas e possui ticket mínimo de R\$ 1 MM

** número de cotas negociadas no mês/número total de cotas emitidas