



R I O B R A V O



relatório trimestral

Rio Bravo
Crédito Imobiliário I
Fundo de Investimento
Imobiliário – FII

Junho 2015

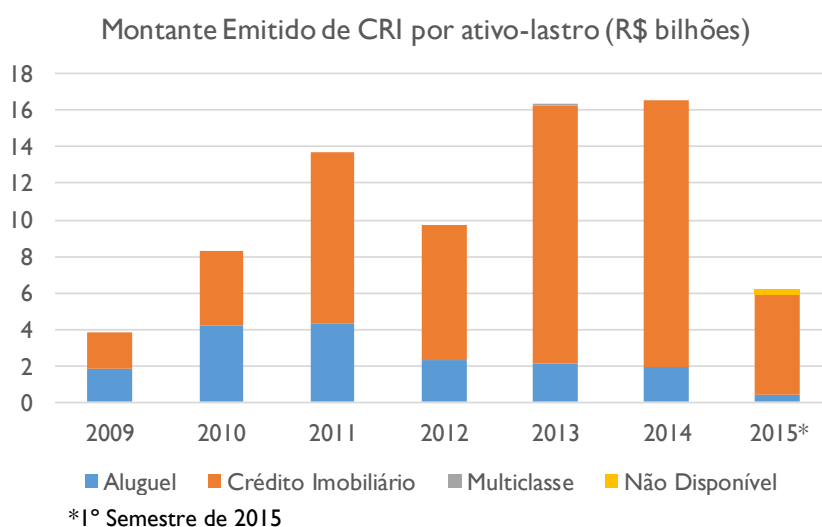
Comentários do Gestor

No último trimestre, o volume de emissões de CRI foi impactado por uma resolução do BACEN que restringiu o direcionamento para CRIs de recursos captados pelos bancos em depósitos de poupança. Após essa resolução, apenas CRIs com lastro em financiamentos habitacionais dentro do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) podem ser enquadrados com recursos de poupança. Antes desta resolução, CRIs com lastro em financiamentos imobiliários de uma forma geral eram também elegíveis para enquadramento com recursos de poupança.

Por conta disso, no período imediatamente anterior à publicação da resolução (em 29 de maio de 2015), registrou-se uma corrida para a emissão de CRIs com lastro em financiamentos imobiliários, antes que a proibição entrasse em vigor. No ano, até o final de maio, havia 66 novas emissões de CRI registradas na CETIP, montando a R\$ 5,8 bilhões. Somente no mês de maio, foram 29 emissões, totalizando R\$ 2,5 bilhões, ou 43% do volume emitido no ano. Das emissões de maio, 24 eram indexadas à TR, um indicador de que se tratam de operações financiadas com recursos de poupança.

Com a alteração dessa regulamentação e menor competição dos recursos subsidiados da poupança, um maior número de operações de CRI deve efetivamente chegar ao mercado de capitais.

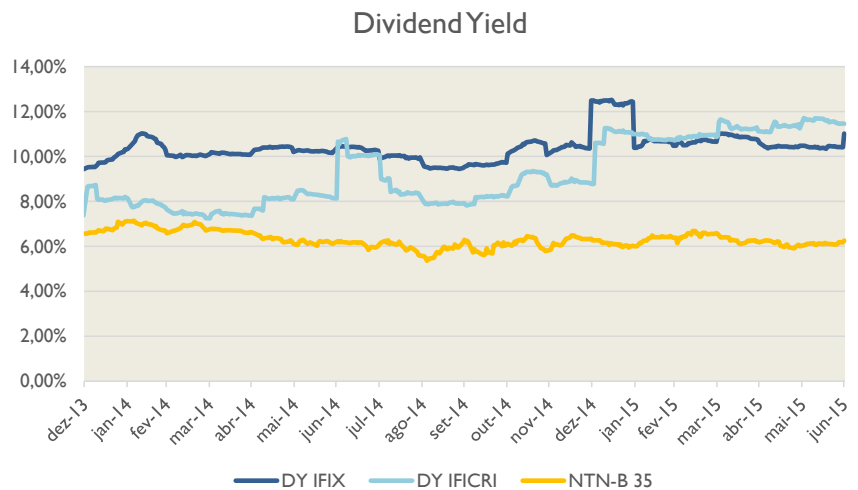
Ao final do primeiro semestre, foram realizadas 77 emissões de CRI, totalizando R\$ 6,3 bilhões emitidos¹. No mês de junho (após a referida resolução), nenhuma das operações registradas na CETIP foi indexada à TR. O volume de emissões no semestre encontra-se 20% abaixo do volume no mesmo período do ano anterior.



Fonte: Uqbar

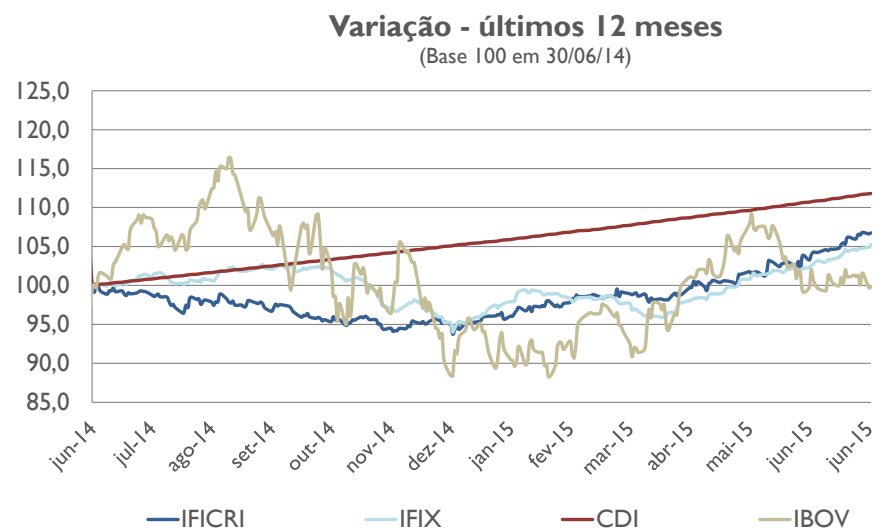
¹ Fonte: Base de dados CETIP.

No mercado secundário de CRI, o volume de negociações registradas na Cetip no primeiro semestre de 2015 (R\$ 10,5 bilhões) está 11,3% inferior ao volume no mesmo semestre de 2014 (R\$ 11,83 bilhões). Por outro lado, o número de negociações aumentou na comparação entre os semestres, subindo de 2.234 para 2.879 negócios em cada semestre.



No segundo trimestre de 2015, o mercado acionário apresentou variação positiva (IBOVESPA: + 3,77%) assim como os títulos públicos atrelados ao IPCA (IMA-B: + 4,79%). O IFIX² registrou alta de 8,39% no mesmo período, enquanto o IFICRI³ apresentou rentabilidade positiva de 8,17%. No mesmo período, a variação do CDI foi de 3,03%.

O Dividend Yield⁴ anualizado do IFICRI⁵ encerrou o trimestre em 11,45% a.a., acima do verificado ao final de 2014, de 8,77% a.a.. O Dividend Yield do IFIX⁶ encerrou o último trimestre em 11,01%, abaixo do verificado ao final de 2014, de 12,49%.



Fonte: Economatica/Rio Bravo

² Índice de Fundos Imobiliários, calculado pela BM&F Bovespa.

³ 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.

⁴ Gráfico de Dividend Yield calculado com base no ultimo rendimento pago anualizado sobre a cotação diária dos fundos.

⁵ 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.

⁶ 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



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		

O Rio Bravo Crédito Imobiliário I – FII distribuiu rendimentos de R\$ 6,60/cota no mês de junho/15. Nos últimos doze meses, foram distribuídos rendimentos no valor total de R\$ 92,80/cota que, corresponde a um *dividend yield* de 14,97% a.a., calculado sobre o valor da cota em bolsa ao final de junho/145 (R\$ 619,99).

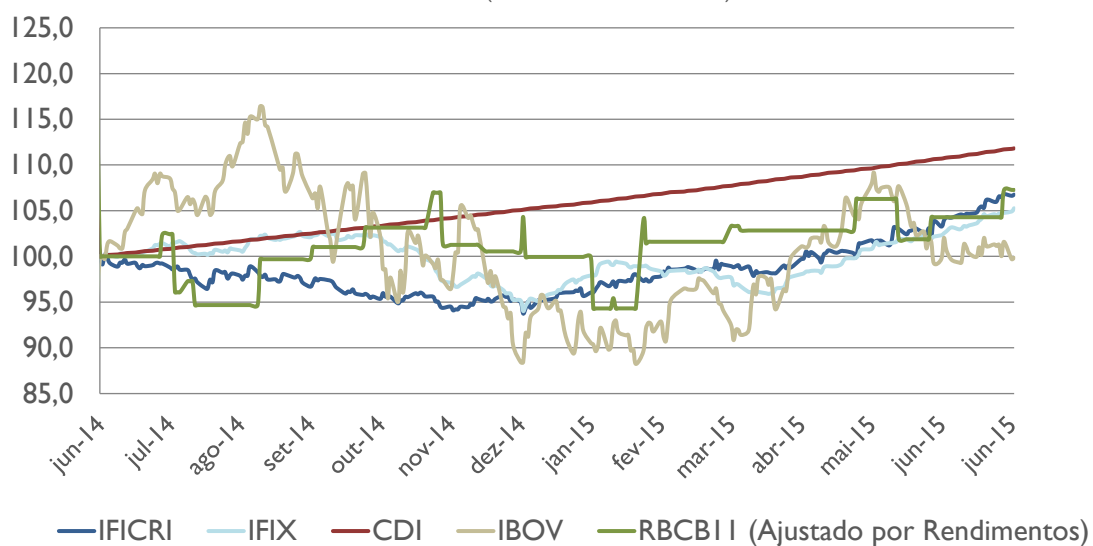
⁷ E na medida em que o fundo permaneça enquadrado nos termos da Lei 9.779/99, que confere tal isenção.



Na bolsa, a cota do Rio Bravo Crédito Imobiliário I – FII registrou alta de 4,31% no segundo trimestre. Vale ressaltar que, em se tratando de um fundo originalmente concebido para investidores qualificados⁸, suas cotas apresentam baixa liquidez, com negociações pontuais no mercado secundário.

Variação - últimos 12 meses

(Base 100 em 30/06/14)



Fonte: Economatica/Rio Bravo

⁸ Investidores que detenham ao menos R\$ 300 mil investidos em ativos financeiros.

Carteira

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

CARTEIRA - JUNHO/15 RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I - FII

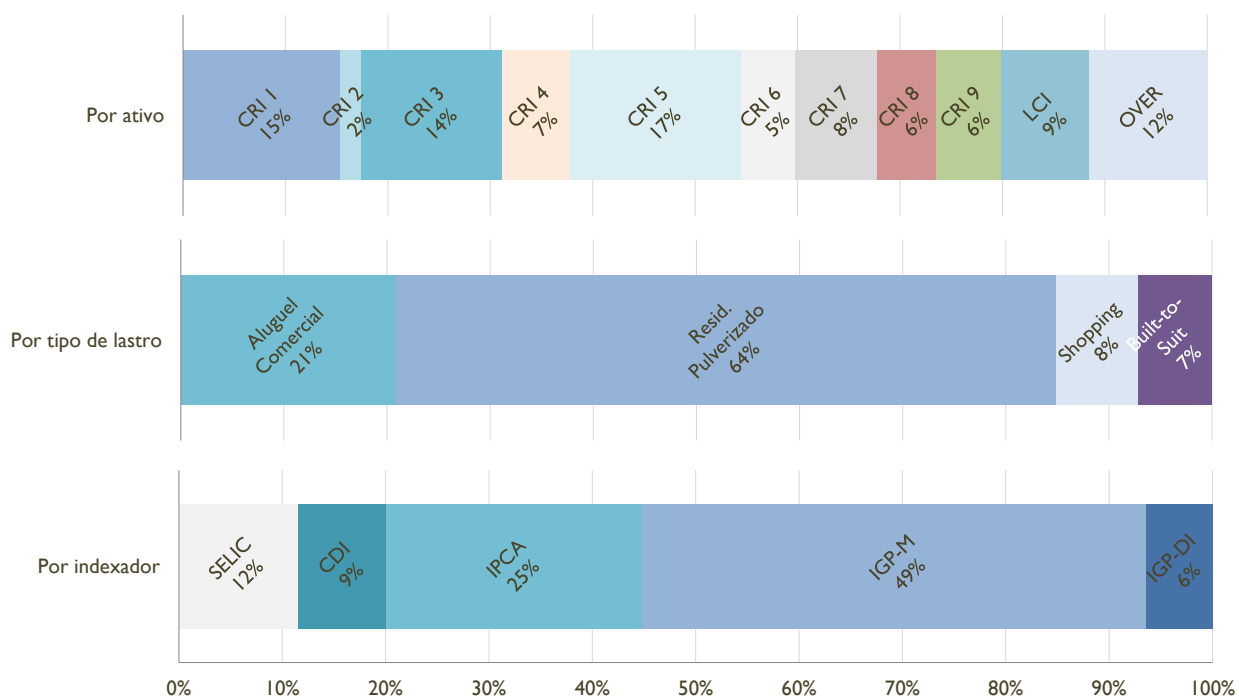
Ativo	Emissor	Emissão/Série	Lastro	Rating	Vencimento	Taxa	% Fundo
CRI 1	CIBRASEC	2ª/169ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 9,30%	15,3%
CRI 2	CIBRASEC	2ª/176ª	Resid. Pulverizado	-	mar-20	IGP-M + 9,30%	2,1%
CRI 3	BRAZILIAN SEC	1ª/282ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 10,50%	13,8%
CRI 4	CIBRASEC	2ª/188ª	Resid. Pulverizado	-	fev-20	IGP-M + 11,00%	6,6%
CRI 5	APICE	1ª/6ª	Aluguel Comercial	"BBB-" Fitch	set-28	IPCA + 8,50%	16,7%
CRI 6	APICE	1ª/19ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 12,00%	5,3%
CRI 7	CIBRASEC	2ª/219ª	Resid. Pulverizado	-	jun-18	IPCA + 10,50%	8,0%
CRI 8	CIBRASEC	2ª/238ª	Built-to-Suit	"A-" SR Rating	fev-25	IGP-M + 11,50%	5,7%
CRI 9	APICE	1ª/7ª	Shopping	"A" Liberum	jul-25	IGP-DI + 9,00%	6,4%
TOTAL CRIs						Inflação + 9,91% a.a.***	79,9%
LCI	CEF	-	Crédito Imobiliário	"AAA" Moody's	abr/15*	90,0% CDI	8,6%
Over	TESOURO	-	-	"AAA"	Liquidez em D0	77,5% Selic**	11,5%
TOTAL						Inflação + 9,08% a.a.****	100%

*LCI com Liquidez a partir de 28/06/2015

**Considerando IR de 22,50%

***Taxa média dos CRI's

****Taxa média da carteira total considera SELIC/ CDI atual



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 performedo 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

Inadimplência Junho/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	12	R\$ 38.097,48	10	R\$ 956.767,47	17,7%
Até 30 dias	8	R\$ 22.559,20	8	R\$ 841.697,45	15,6%
De 31 - 60 dias	4	R\$ 15.538,28	2	R\$ 115.070,02	2,1%
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	-	-	-	-	-

compradores dos lotes. Ao final de junho de 2015, segundo o relatório elaborado pelo agente de cobrança da carteira, o volume de parcelas vencidas e não pagas montava a R\$ 38,1 mil (R\$ 34,7 mil ao final de março/15), sendo que havia dois contratos inadimplentes há mais de 30 dias (contra três contratos ao final de março/15). Esses três contratos apresentam inadimplência entre 30 e 60 dias (2,1% do saldo devedor total de créditos), contra três contratos ao final de março/15 (representativo de 3,8% do saldo devedor total dos créditos na época). Ao final de junho/15, não havia nenhum contrato com inadimplência superior a 60 dias. De acordo com os termos da operação, os créditos vencidos há mais de 90 dias devem ser recomprados pela cedente (AGV). Ao longo do segundo trimestre de 2015, não houve recompra de nenhum contrato.

Dos 144 contratos que originalmente lastreavam a operação, ao final de junho de 2015, 1 havia sido quitado antecipadamente por um cliente, 73 haviam vencido e 9 foram recomprados pela Cedente, restando àquela data 61 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 22,9% 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 junho de 2015, segundo o relatório elaborado pelo agente de cobrança da carteira, o volume de parcelas vencidas e não pagas

Inadimplência Junho/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	2	R\$ 5.704,58	2	R\$ 230.321,71	9,6%
Até 30 dias	2	R\$ 5.704,58	2	R\$ 230.321,71	9,6%
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	-	-	-	-	-

montava a R\$ 5,7 mil, sendo que havia dois contratos inadimplentes em até 30 dias (contra quatro contratos ao final de março/15). O saldo devedor total desses contratos é equivalente a 9,6% do saldo devedor total da carteira (contra 17,9% do saldo devedor total dos créditos em março/15). Ao final de junho/15, não havia nenhum contrato inadimplente por mais de 30 dias.

Dos 63 contratos que originalmente lastreavam essa operação, ao final de junho de 2015, 1 foi quitado antecipadamente, 37 venceram e 1 foi recomprado pela Cedente, restando naquela data, 24 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 53,27% 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 inadimplimento por parte dos mutuários compradores dos lotes. Ao final de junho de 2015, do total de 713 contratos vigentes, 281 apresentavam parcelas em aberto (314 ao final de março de 2015). Entretanto, 106 destes contratos apresentavam apenas uma parcela em aberto (133 ao final de março). Se considerarmos que os 175 contratos com inadimplência acima de 30 dias (181 ao final de março) não sejam honrados, a soma do saldo devedor destes contratos montava a cerca 37,1% do saldo devedor da carteira em 30 de junho de 2015 (39,7% ao final de março), 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 46,4%, considerando o valor atual do fundo de reserva.

Ao final de junho/15, o saldo do Fundo de Reserva montava a R\$ 1,16 milhão, cerca de 24% do saldo devedor da série sênior na mesma data. Dos 1004

Inadimplência Junho/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	1544	R\$ 993.594,19	281	R\$ 5.491.423,16	52,1%
Até 30 dias	106	R\$ 46.713,24	106	R\$ 1.583.514,40	15,0%
De 31 - 60 dias	115	R\$ 55.718,20	58	R\$ 987.448,77	9,4%
De 61 - 90 dias	53	R\$ 25.935,51	19	R\$ 300.660,85	2,9%
Acima de 90 dias	1270	R\$ 865.227,24	98	R\$ 2.619.799,14	24,9%
Cobrança extra-judicial	-	-	-	-	-

contratos que originalmente lastreavam essa operação, ao final de junho de 2015, 284 foram quitados pelos clientes, 7 foram recomprados pela Cedente, restando àquela data, 741 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 7,67% 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.



Felicitá

Iluminato

Reale

Vintage Meirelles

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 fossem entregues e tivessem a individualização das unidades averbada, seria 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%.

Dos quatro empreendimentos (Felicitá, 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 a obra averbada. Já a obra do Felicitá continua em atraso, com a mais recente previsão de entrega para outubro/15.

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. 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 Felicité 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. Uma terceira 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.

E junho/15 foi realizada nova assembleia para acompanhamento da evolução dessas questões. Entre as deliberações, foi aprovada a reestruturação da CCB atualmente em vigor, centralização na emissora (Cibrasec) das renegociações com os devedores para adequação dos contratos ao efetivo cronograma de entrega da obra (previsão atual último trimestre de 2015), alteração da cascata de pagamentos e suspensão temporária dos pagamentos do CRI até a arrecadação total de R\$ 1,5 milhão destinado à recomposição do fundo de obras.



Obras Felicité

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 CRI⁹, sendo certo que na última assembleia de investidores a Emissora foi autorizada a renegociar esses contratos de modo a adequar o fluxo ao cronograma efetivo de entrega do empreendimento. 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 ficou estável em relação ao trimestre anterior. Ao final de junho de 2015, dos 80 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 Felicité, o descasamento passou a ser coberto pela cessão fiduciária de recebíveis e pelo Fundo de Reserva. Em junho de 2015, a alteração na cascata de pagamentos suspendeu esta dinâmica até que a obra seja finalizada. Com a conclusão dessa obra e a resolução da questão de averbação e individualização das matrículas das unidades residenciais, espera-se que a regularização dos pagamentos represados.

⁹ 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.

Estamos atuando diretamente junto à cedente e à securitizadora de modo a acompanhar o desempenho da operação, em especial no tocante aos trâmites burocráticos para registro das

Empreendimentos	Nº de Contratos		
	Ativos	Liquidação Antecipada	Término do Prazo
Total	80	13	5
Vintage Meireles	11	3	1
Iluminato	22	7	1
Reale	11	3	1
Felicitá	36	0	2

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 junho de 2015, quatorze haviam sido quitados antecipadamente pelos clientes, cinco haviam vencido e quatro foram recomprados pela Cedente, restando àquela data, 80 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os dez maiores contratos, em termos de saldo devedor, concentram 8,39% do saldo devedor total da operação.

CRI 5 - 6ª série/1ª 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.

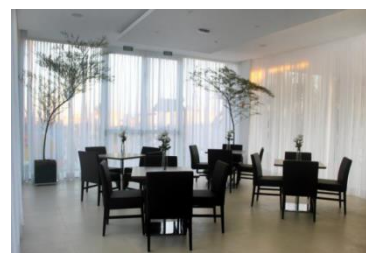
Apesar da operação ser lastreada em um contrato típico de locação, que pode ser facilmente rescindido mediante o pagamento de multa em valor equivalente a três alugueis, o imóvel é utilizado para a operação de uma das lojas mais rentáveis do grupo Walmart no Brasil, que inclusive fez investimentos no mesmo e

paga atualmente aluguel abaixo do valor de mercado por conta destes investimentos realizados. Ao final de junho de 2015, o saldo do fundo de reserva era de R\$ 906,4 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 junho, o saldo de reserva era de R\$ 1,73 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

Inadimplência Junho/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	28	R\$ 206.904,09	14	R\$ 1.488.446,00	16,2%
Até 30 dias	7	R\$ 15.740,84	7	R\$ 722.220,78	7,9%
De 31 - 60 dias	9	R\$ 124.124,08	5	R\$ 521.618,26	5,7%
De 61 - 90 dias	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
Acima de 90 dias	12	R\$ 67.039,17	2	R\$ 244.606,96	2,7%
Cobrança extra-judicial	-	-	-	-	-

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 junho de 2015, havia um total de R\$ 206,9 mil de parcelas em aberto (R\$ 23,2 mil em março/15) de quatorze diferentes contratos dos quais sete apresentavam atraso em até 30 dias (um em março de 2015), cinco apresentavam atraso entre 30 e 60 dias (quatro em março de 2015) e dois apresentava atraso acima de 90 dias (nenhum em março de 2015). O saldo devedor total dos contratos com parcela em aberto somava, em junho, a 16,2% do saldo devedor total da carteira, enquanto a operação possui subordinação de 20%.

Dos 136 contratos que originalmente lastreavam essa operação, ao final de junho de 2015, 32 haviam sido quitados antecipadamente pelos clientes, 1 havia vencido e 2 recomprado pela Viver, restando àquela data, 101 contratos vigentes.

A Viver tem enfrentado dificuldades financeiras e subsequentes rebaixamentos de ratings de seu crédito. O risco Viver no CRI em causa persistiu tão somente na obrigação de recompra dos créditos vencidos por mais de noventa dias, obrigação que perdurou até 10 de agosto de 2015. A partir de então, a operação tornou-se efetivamente *true sale*, não havendo mais coobrigação da Viver. Também reforçam a estrutura um fundo de reserva que montava a R\$ 1,73 milhão em 30 de junho de 2015 e que foi reduzido para R\$ 400 mil ao final do prazo de coobrigação da Viver. Conforme previsto na documentação da operação, o saldo do fundo de reserva foi utilizado para recomprar todos os créditos inadimplentes há mais de 30 dias no fim do período de coobrigação da Viver. Como o saldo dos contratos inadimplentes superou o saldo do fundo de reserva, houve uma insuficiência de R\$ 75 mil. A Apice já notificou a Viver da necessidade de aporte e o mesmo deve ocorrer nos próximos dias. A companhia permanecerá integralmente coobrigada até que a recompra dos créditos imobiliários seja concluída. 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 - 219ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI Colmeia

A operação tem como lastro original uma 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) e

Campinas/SP (I residencial). 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



The Village –
Fortaleza/CE



CTC – Natal /RN



Sports Garden – Natal/RN



Palladio – Natal/RN



Palazzi – Campinas/SP

desenvolvedoras dos cinco empreendimentos são pagos. A cessão fiduciária dos dividendos das SPEs representava na emissão, a valor presente, razão de sobregarantia de 260% do saldo devedor da operação na emissão. Atualmente, esta razão está em 266%, isso considerando premissas de projeção de vendas futuras ajustadas para um cenário mais conservador. 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; alienação fiduciária das ações da companhia; garantia real imobiliária em valor de R\$ 5 milhões e, se aplicável, fiança bancária em valor suficiente para garantir a necessidade de aporte da construtora nos empreendimentos (ao final do trimestre em análise, essa necessidade de aporte não existia, de forma que a fiança não foi renovada para o período).

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) ou quitação desses financiamentos.

A operação incorre no risco de evolução de obras, 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 sobregarantia 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. O Palladio teve sua obra concluída em julho/15, e encontra-se em processo de expedição de Habite-se e averbação da obra (o atestado de vistoria do corpo de bombeiros e a certidão negativa de débitos já foram emitidos). O quadro abaixo resume o desempenho dos demais empreendimentos até o final de junho/15:

Empreendimento	Data do Lançamento	Data Prevista de Entrega Atual	Número Total de Unidades	% Vendido (mar/15) ²	% Vendido (jun/15) ²	% Andamento da Obra (mar/15)	% Andamento da Obra (jun/15)
CTC	ago/09	Entregue	457	93%	95%	100%	100%
The Village	jul/10	jun/14	42	95%	100%	100%	100%
Palladio	mar/11	jul/15	100	76%	76%	95%	98%
Palazzi	mar/12	dez/14	58	92%	90%	100%	100%
Sports Garden ¹	jun/13	dez/16 mar/17 jun/17	150	53%	54%	23%	29%

1- Empreendimento com três torres

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

O empreendimento Village (Fortaleza) registrou duas vendas no trimestre em análise e fechou o trimestre sem unidades remanescentes em estoque.

No mesmo período, o empreendimento Sports Garden também apresentou venda líquida positiva (2 unidades vendidas no trimestre). O empreendimento CTC registrou venda líquida de 10 unidades neste mesmo período. No consolidado das cinco SPEs, o número de unidades vendidas representou 77% do previsto desde o início da operação. Não ocorreram vendas no Palladio no trimestre e, no Palazzi, foi registrado um distrato no período.



	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	36	1	4	1	11	53
Vendas estimadas para o período	36	1	11	6	15	69
% de vendas em relação ao estimado	100%	100%	36%	17%	73%	77%
(=)Estoque ao final do período	18	0	18	5	63	104

As demais garantias desta operação encontram-se regularizadas e as obrigações do CRI 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 + 10,0% 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.

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 três 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 esta operação de CRI 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 primeiro semestre de 2015, a receita líquida da companhia somou R\$ 229 milhões, alta de 8,74% em relação ao mesmo período do ano anterior e o EBITDA foi de R\$ 29,6 milhões, queda de 1,67% na comparação com o primeiro semestre de 2014. No período, o lucro líquido apresentou uma queda de 18,40% em relação ao primeiro semestre de 2014, atingindo R\$ 18,2 milhões.

No que tange ao endividamento da companhia, a Incefra tem conseguido reduzir o seu nível de alavancagem ($D\acute{e}vida\ L\acute{iqu}ida/EBITDA = 1,44x$ ao final do segundo trimestre de 2015 contra $1,85x$ ao final de 2013), reflexo do alongamento promovido em 2014. Ao final de junho de 2015, a Incefra apresentava um nível adequado de liquidez e cobertura de juros ($[Ativo\ Circulante - Estoque]/Passivo\ Circulante = 1,57x$ e $EBITDA/Despesas\ Financeiras\ L\acute{iqu}idas = 16x$), respectivamente.

CRI 9 - 7ª série/1ª 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 tem 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 em garantia desta operação - destacamos que esta cessão fiduciária em garantia 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 (inadimplência de 13,6% em março/2015). No

Fluxo - CRI Shop. Gravataí (R\$)	Abril	Maio	Junho
Receita Líq. Shop. Gravataí	1,160,525	1,101,907	1,401,560
Receita Líq. Shop. Lajeado	307,700	307,500	202,800
Receita Líquida Total (i)	1,468,225	1,409,407	1,604,360
Pagamento do CRI (ii)	1,468,225	1,405,625	1,740,306
(i) + (ii)			
Se > 0 : liberação ao M. Grupo	-	3,783	135,946
Se < 0: coobrigação do M. Grupo			

Shopping Lajeado a inadimplência foi de 7,7% em março/15. Até o fechamento desse relatório, as demais informações sobre o desempenho operacional do shopping não foram disponibilizadas à securitizadora. No último mês do trimestre em análise (junho/15), o fluxo dos dois empreendimentos somados não foi suficiente para cumprir com as obrigações do CRI, tendo sido utilizado o fundo de reserva para tanto. Subsequentemente (julho/15) o fundo e reserva foi recomposto pelos devedores, atingindo R\$ 4,6 milhões, em linha com o saldo mínimo previsto.

O M Grupo, controlador da devedora dessa operação é também controladora de outras empresas devedoras de créditos que lastreiam o CRI da 86ª série da 1ª emissão da RB Capital (do qual advém o sobejo de recebíveis do Shopping Lajeado) e os CRIs da 35ª e 36ª séries da 1ª emissão da Ápice Securitizadora. Estas últimas séries de CRI tem como lastro os recebíveis de outros três shoppings de menor porte (Shopping Bento Gonçalves, Max Shopping e Aldeia Praia Shopping) além de um hotel (Bagé City Hotel). No trimestre em análise, a queda de receita nesses empreendimentos que lastreiam os CRIs da 35ª e 36ª série da Ápice e a demora por parte dos devedores na recomposição do fundo de reserva, deram causa a uma série de assembleias de investidores daqueles CRIs, nas quais discutiu-se a declaração de vencimento antecipado dos mesmos. A decretação do vencimento antecipado chegou a ser realizada na série 35 e 36, mas tal decisão foi posteriormente revertida após a recomposição do fundo de reserva



e outras providências por parte dos devedores. Por conta disso, foi realizada, em 16 de junho, uma AGE do CRI da 7ª emissão da Ápice para cientificação desses eventos. Seguimos monitorando os eventos em outras operações do grupo e avaliando o potencial impactos para a operação no portfólio.

Distribuições

Nos últimos doze meses, foi distribuído um total de R\$ 92,80 por cota emitida, o que resulta em um *Dividend Yield* de 14,31% ao ano, considerando-se o valor patrimonial da cota ao fim de junho de 2015, de R\$ 648,57/cota. Considerando-se o valor da cota em bolsa ao fim de junho de 2015, R\$ 619,99, o *Dividend Yield*, pelo mesmo racional, montaria a 14,97% a.a..

Mês	jan/15	fev/15	mar/15	abr/15	mai/15	jun/15
Rendimentos (R\$/cota)	6,00	5,00	6,35	6,35	5,50	6,60
<i>Dividend Yield</i> Anual* (valor da cota na emissão)	7,2%	6,0%	7,6%	7,6%	6,6%	7,9%
<i>Dividend Yield</i> Anual* (valor patrimonial da cota ao fim do mês)	10,4%	8,8%	11,3%	11,4%	10,0%	12,2%
<i>Dividend Yield</i> Anual* (saldo a amortizar ao fim do mês)	11,1%	9,4%	12,2%	12,5%	11,0%	13,5%

*anualizando-se o *Dividend Yield* do mês

Evolução da Cota	jun/15
Cota no início do período	659,28
Rendimentos Incorridos no mês	7,65
Rendimentos Distribuídos	-6,60
Amortizações	-11,76
Cota no fim do período	648,57



Fluxo de Caixa (não auditado)

FLUXO DE CAIXA(R\$)

RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I - FII

Mês	jan/15	fev/15	mar/15	abr/15	mai/15	jun/15
Ativo						
CRI	486.875	624.498	- 3.254.752	641.692	448.005	1.426.887
LCI/LCA	100.453	-	3.053.358	84.866	-	-
Over	40.733	33.865	20.521	31.015	27.585	28.453
Variação do Caixa Gerada pelo Ativo	628.061	658.363	- 180.873	757.574	475.591	1.455.340
Passivo						
Txa. Administração	- 19.680	- 12.694	0	- 8.692	- 12.404	- 28.972
Txa. Custódia	- 9.032	- 9.503	- 9.503	- 9.503	- 9.503	- 9.503
CVM	- 2.400	-	-	- 2.400	-	-
Txa. Escrituração	- 2.371	- 1.411	-	- 2.102	-	- 3.897
Custos Iniciais da Emissão						
Outros	- 1.098	- 1.168	- 5.070	- 24.152	- 1.034	- 3.188
Integralização/Cancelamento de Cotas	-	-	-	-	-	-
Pagamento de Rendimentos	- 318.600	- 318.600	- 265.500	- 337.185	- 337.185	- 292.050
Pagamento de Amortização	- 624.456	- 624.456	- 624.456	- 624.456	- 624.456	- 624.456
Variação do Caixa Gerada pelo Passivo	- 977.638	- 967.832	- 904.529	- 1.008.490	- 984.582	- 962.066
Variação de Caixa no Período	- 349.576	- 309.469	- 1.085.402	- 250.916	- 508.991	493.274
Caixa no Início do Período	6.091.396	5.741.821	5.432.352	4.346.950	4.096.036	3.586.967
Caixa ao Final do Período	5.741.821	5.432.352	4.346.950	4.096.036	3.586.967	4.080.273

Resumo Operacional

Mês	jan/15	fev/15	mar/15	abr/15	mai/15	jun/15
RBCB I I *	-8,10%	4,95%	-1,37%	0,46%	-4,62%	0,00%
IFIX	2,69%	-0,22%	-1,61%	3,71%	1,43%	3,03%
CDI	0,93%	0,82%	1,04%	0,95%	0,98%	1,07%
Patrimônio (R\$ MM)	36,7	36,2	35,8	35,4	35,0	34,4
Cota Patrimonial (R\$/cota)	691,90	682,15	675,12	666,98	659,28	648,57
Rendimentos Retidos	44,73	46,73	51,46	55,09	59,15	60,20
Saldo a Amortizar	647,17	635,41	623,65	611,89	600,13	588,37
Valor de Mercado (R\$ MM)	33,2	34,8	34,4	34,5	32,9	32,9
Cotação Bolsa (R\$/cota)	625,04	656,00	647,00	650,00	620,00	619,99
Cota Patrimonial/Cotação em Bolsa	111%	104%	104%	103%	106%	105%
Amortização (R\$/cota)	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76
Rendimentos (R\$/cota)	6,00	5,00	6,35	6,35	5,50	6,60
Pagamento Total ao Cotista	17,76	16,76	18,11	18,11	17,26	18,36

*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