



R I O B R A V O

Relatório Trimestral

**Rio Bravo Crédito
Imobiliário I - FII**

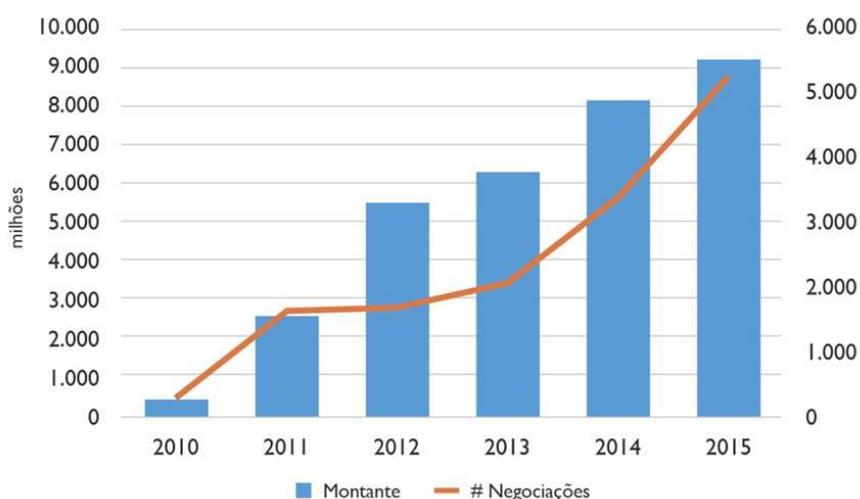
Dezembro 2015

Comentários do Gestor

De acordo com a ANBIMA, O volume de emissões de CRIs em 2015 atingiu R\$ 8,5 bilhões em 116 ofertas, uma redução de 47% vis-a-vis o volume captado em CRIs no ano anterior. Do número de emissões no ano, apenas três foram ofertas públicas ao mercado em geral (6 em 2014) e 113 foram ofertas com esforços restritos de distribuição (contra 147 em 2014).

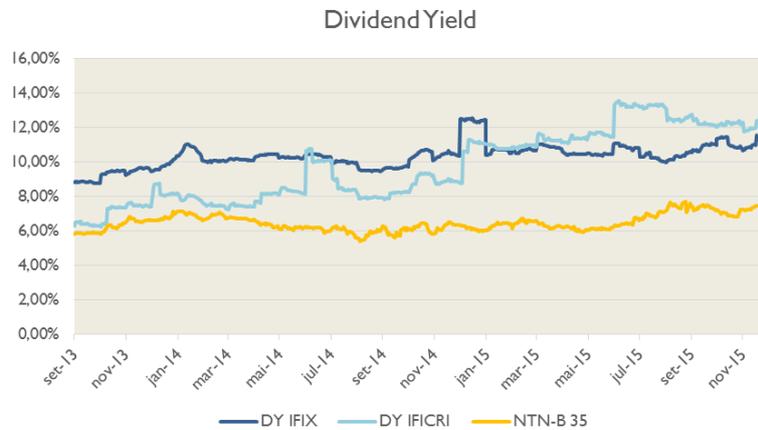
Analisando a base de dados da CETIP encontramos 49 emissões de CRI indexadas à TR no ano, operações que tipicamente são estruturadas para bancos e não chegam a de fato vir a mercado. Nota-se também que 22 dessas operações são emitidas no mês maio/15, às vésperas da alteração, pelo Bacen, de determinadas regras de enquadramento pelos bancos de aplicações em CRIs com recursos de poupança. Após a mudança dessa regra, só percebe-se 10 novas operações indexadas à TR registradas na base da CETIP.

Se por um lado o volume de novas emissões no ano reflete o arrefecimento do mercado de crédito à luz do cenário econômico, o volume negociado no mercado secundário atingiu R\$ 9,13 bilhões, um crescimento de 13% em relação ao ano anterior, como mostra o gráfico abaixo. Em termos de número de negócios o crescimento foi de 55%, sugerindo uma maior capilaridade desse mercado, com negócios de ticket médio menor.



Fonte: Uqbar

Mercado



No quarto trimestre de 2015, o mercado acionário apresentou variação negativa (IBOVESPA: - 7,02%) enquanto os títulos públicos atrelados ao IPCA apresentaram valorização, refletindo uma redução de taxas na curva de juros (IMA-B: +5,21%). Já o IFIX¹ permaneceu estável com valorização de 0,06% no mesmo período, enquanto o IFICRI² apresentou rentabilidade positiva de 3,27% no período. No mesmo período, a variação do CDI foi de 4,50%.

O Dividend Yield³ anualizado do IFICRI⁴ encerrou o trimestre em 12,12% a.a., acima do verificado ao final de 2014, de 8,77% a.a.. O Dividend Yield do IFIX⁵ encerrou o último trimestre em 10,53%, abaixo do verificado ao final de 2014, de 12,49%.



Fonte: Economatica/Rio Bravo

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

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 fundo⁶. 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\$ 4,00/cota referentes ao mês de dezembro/15. Nos últimos doze meses, foram distribuídos rendimentos no valor total de R\$ 65,55/cota que, corresponde a um *dividend yield* de 11,50% a.a., calculado sobre o valor da cota em bolsa ao final de setembro/15 (R\$ 570,00).

Na bolsa, a cota do Rio Bravo Crédito Imobiliário I – FII registrou queda de 3,22% no quarto trimestre, contra valorização de 0,64% do IFIX e +3,27% do IFICRI no período. Vale ressaltar que, em se tratando de um fundo originalmente concebido para investidores qualificados⁷, suas cotas apresentam baixa liquidez, com negociações pontuais no mercado secundário (21 negócios no 4º trimestre de 2015).

⁶ E na medida em que o fundo permaneça enquadrado nos termos da Lei 9.779/99, que confere tal isenção.

⁷ Investidores que detenham ao menos R\$ 300 mil investidos em ativos financeiros.

Carteira

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

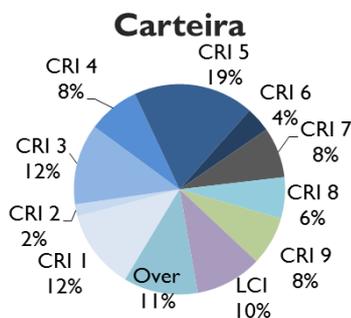
RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I FII - DEZEMBRO/15

Ativo	Emissor	Emissão/Série	Lastro	Rating	Vencimento	Taxa	% Fundo
CRI 1	CIBRASEC	2º/169ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 9,30%	12,3%
CRI 2	CIBRASEC	2º/176ª	Resid. Pulverizado	-	mar-20	IGP-M + 9,30%	1,9%
CRI 3	BRAZILIAN SEC	1º/282ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 10,50%	12,4%
CRI 4	CIBRASEC	2º/188ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 11,00%	7,9%
CRI 5	APICE	1º/6ª	Aluguel Comercial	"BBB-" Fitch	set-28	IPCA + 8,50%	18,5%
CRI 6	APICE	1º/19ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 12,00%	3,9%
CRI 7	CIBRASEC	2º/219ª	Resid. Pulverizado	-	jun-18	IPCA + 12%	7,8%
CRI 8	CIBRASEC	2º/238ª	Built-to-Suit	"A-" SR Rating	fev-25	IGP-M + 11,50%	6,3%
CRI 9	APICE	1º/7ª	Shopping	"A" Liberum	jul-25	IGP-DI + 9,00%	7,5%
TOTAL CRIs						Inflação + 9,87% a.a.*	78,4%
LCI	CEF	-	Crédito Imobiliário	"AAA" Moody's	abr-16	90,0% CDI	10,2%
Over	TESOURO	-	-	"AAA"	Liquidez em D0	77,5% Selic**	11,4%
TOTAL						Inflação + 8,58% a.a.***	100,0%

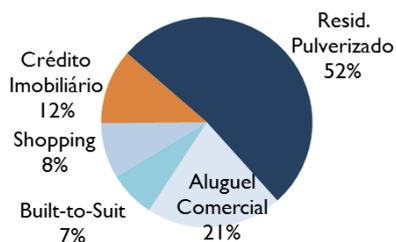
*Taxa média dos CRIs

**Considerando IR de 22,50%

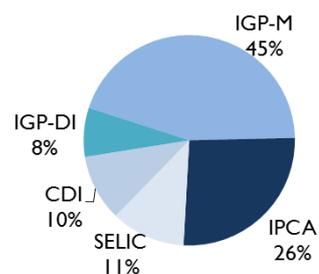
***Taxa média da carteira total considera SELIC/ CDI atual



Lastro Carteira Imobiliária



Indexadores Carteira



Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI

CRI 1 - 169ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI AGV I

Operação de securitização de créditos cujo lastro original eram 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 original de 98 meses (*duration* de 39 meses), taxa de remuneração de IGP-M + 9,30% a.a. e foi emitida em novembro de 2011 pela Cibrasec, no volume total aproximado de R\$ 16 milhões de série sênior.

Inadimplência Dezembro/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	21	R\$ 71.339,58	13	R\$ 1.119.208,21	28,0%
Até 30 dias	12	R\$ 18.956,82	6	R\$ 586.082,19	14,7%
De 31 - 60 dias	6	R\$ 24.193,06	3	R\$ 223.415,32	5,6%
De 61 - 90 dias	3	R\$ 28.189,70	3	R\$ 309.710,70	7,7%
Acima de 90 dias	0	R\$ 0,00	1	R\$ 0,00	0,0%
Cobrança extra-judicial	-	-	-	-	-

Dos 144 contratos que originalmente lastreavam a operação, ao final de 2015, 1 foi quitado antecipadamente, 82 venceram e 9 foram recomprados pela Cedente, restando àquela data 52 contratos vigentes. Até a data de fechamento deste relatório, havia 3 contratos com parcelas vencidas entre 31 e 60 dias (2 contratos ao final de setembro/15) e 3 contratos com uma parcela vencida entre 61 e 90 dias (1 contrato ao final de setembro/15). Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 25,19% do saldo devedor total da carteira (23,69% em setembro/15).

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 original 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.

Inadimplência Dezembro/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\$ 6.126,06	2	R\$ 224.885,61	11,3%
Até 30 dias	2	R\$ 6.126,06	2	R\$ 224.885,61	11,3%
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	-	-	-	-	-

Ao final de 2015, segundo o relatório elaborado pelo agente de cobrança da carteira, o volume de parcelas vencidas e não pagas montava a R\$ 6,1 mil, sendo que não havia nenhum contrato inadimplente em mais de 30 dias (nenhum também ao final de setembro/15).

Dos 63 contratos que originalmente lastreavam a operação, ao final de dezembro de 2015, 1 foi quitado antecipadamente, 40 venceram e 1 foi recomprado pela Cedente, restando naquela data, 21 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 61,15% do saldo devedor total da operação (59,38% ao final de setembro/15).

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

A operação tem como lastro original 994 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% construído. 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.

Inadimplência Dezembro/2015	Nº de Parcelas em Aberto	Valor em Aberto	Nº de contratos em Aberto	Saldo Devedor Total dos Contratos em Aberto (VP + Atraso)	S. Devedor em Aberto/ Saldo Devedor Carteira
Total	1571	R\$ 1.141.118,34	218	R\$ 4.489.193,86	47,45%
Até 30 dias	79	R\$ 38.338,67	79	R\$ 1.221.406,88	12,91%
De 31 - 60 dias	52	R\$ 27.839,82	28	R\$ 499.173,56	5,28%
De 61 - 90 dias	32	R\$ 14.586,89	13	R\$ 156.511,24	1,65%
Acima de 90 dias	1408	R\$ 1.060.352,96	98	R\$ 2.612.102,18	27,61%
Cobrança extra-judicial	-	-	-	-	-

Ao final de dezembro de 2015, do total de 687 contratos vigentes, 218 apresentavam parcelas em aberto (337 ao final de setembro de 2015). Entretanto, 79 destes contratos apresentavam apenas uma parcela em aberto (109 ao final de setembro). Se considerarmos que os 98 contratos com inadimplência acima de 90 dias (91 ao final de setembro) não sejam honrados, a soma do saldo devedor destes contratos montava a cerca 27,6% do saldo devedor da carteira em 31 de dezembro de 2015 (28,9% ao final de setembro), 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%, sendo iniciada apenas após a provisão dos créditos inadimplentes há mais de 90 dias. Ao fim de dezembro, com a melhora marginal da carteira, este valor estava acima em 37,7%. Ao final de dezembro/15, o saldo do Fundo de Reserva montava a R\$ 951,2 mil, cerca de 22,3% do saldo devedor da série sênior na mesma data. Dos 994 contratos que originalmente lastreavam essa operação, ao final de dezembro de 2015, 325 foram quitados pelos clientes, 10 foram recomprados pela Cedente, restando àquela data, 659 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 9,1% do saldo devedor total da operação (8,51 % ao final de setembro/15).

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

Operação de securitização cujo lastro original eram promessas de compra e venda de quatro empreendimentos residenciais localizados em Fortaleza – CE e incorporados e construídos pela Cameron Construtora. Além das promessas, formava 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 tinha 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, bem como já tiveram o processo de Habite-se e averbação de obras concluídos. Já a obra do Felicitá continua em recorrente atraso.

Por conta do continuado atraso no cronograma de obras do Felicitá, ao final de junho/15 foi realizada nova assembleia na qual foi aprovada a reestruturação da operação, centralização na emissora (Cibrasec) das renegociações com os devedores para adequação dos contratos ao efetivo cronograma de entrega da obra, alteração da cascata de pagamentos e suspensão temporária dos pagamentos do CRI até a recomposição do fundo de obras e conclusão da mesma. Foram também incorporadas novas garantias à operação, notadamente, a cessão fiduciária de recebíveis de dois novos empreendimentos, bem como a hipoteca de um deles. Em virtude de sua complexidade, a implementação dessa reestruturação só surtiu efeito na arrecadação ao final de 2015, o que acarretou em nova revisão do prazo de entrega e do orçamento de obras. A previsão nesse momento é de entrega em maio/16.

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 original do CRI⁸, sendo certo que a Emissora foi autorizada a renegociar esses contratos de modo a adequar o fluxo ao cronograma efetivo de entrega do empreendimento. 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 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.

Em função da reestruturação, atualmente o lastro da operação é composto por duas CCBs que, por sua vez, contavam com a cessão fiduciária de 151 contratos de 10 empreendimentos representando uma sobrecolateralização de 133,30% sobre o saldo devedor do CRI Senior. Todos os recebíveis arrecadados tão logo a obra do Felicitá seja concluída serão utilizados para amortização antecipada da operação. Dentre os contratos remanescentes, os dez maiores contratos, em termos de saldo devedor, concentram 5,47% do saldo devedor total cedido à 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 foram originalmente avaliados em R\$ 68 milhões (conjuntamente), o que conferiu 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.

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.

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 como contrapartida a esses investimentos realizados. Ao final de dezembro de 2015, o saldo do fundo de reserva era de R\$ 886,1 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 original 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 dezembro, o saldo de reserva era de R\$ 587 mil.



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. Em agosto/15, seis meses após o Habite-se, venceu o período de coobrigação da Viver, tendo sido recomprados sete contratos pela mesma, que não se enquadravam nos critérios de corte naquele momento. Com isso a operação passou a ser *true-sale* (sem coobrigação da cedente) e, a partir de então, o principal risco da operação passa a ser a capacidade de pagamento dos mutuários compradores dos imóveis.

Ao final de 2015, havia apenas um contrato com uma parcela em aberto entre 31 e 60 dias (um em setembro de 2015) e nenhum apresentava atraso acima de 90 dias (nenhum em setembro de 2015). O saldo devedor total do contrato com parcela em aberto acima de 31 dias somava a 3,8% (1,5% em setembro de 2015) do saldo devedor total da carteira, enquanto a operação possui subordinação de 20%.

Inadimplência Dezembro/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 Carteira
Total	6	R\$ 13.524,92	4	R\$ 460.034,20	4,6%
Até 30 dias	3	R\$ 6.757,48	2	R\$ 215.688,82	2,1%
De 31 - 60 dias	1	R\$ 2.210,70	0	R\$ 0,00	0,0%
De 61 - 90 dias	2	R\$ 4.556,74	2	R\$ 244.345,38	2,4%
Acima de 90 dias	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
Cobrança extra-judicial	-	-	-	-	-

Dos 136 contratos que originalmente lastreavam essa operação, ao final de 2015, 42 haviam sido quitados antecipadamente pelos clientes, 1 havia vencido e 16 recomprados pela Viver, restando àquela data, 77 contratos vigentes. A concentração dos 10 maiores devedores da carteira é de 34,45%.

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.



The Village –
Fortaleza/CE



CTC – Natal /RN



Sports Garden – Natal/RN



Palladio – Natal/RN



Palazzi – Campinas/SP

Os empreendimentos envolvidos na operação estão localizados em Natal/RN (1 comercial e 2 residenciais), Fortaleza/CE (1 residencial) e Campinas/SP (1 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 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. Além disso, a estrutura do CRI contava originalmente 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, e ocorra o repasse de recebíveis aos bancos financiadores das obras (Plano Empresário) ou quitação desses financiamentos.

A operação incorre principalmente 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, assim como obteve Habite-se e foi concluída a averbação da obra. Já a obra do Sports Garden segue em ritmo normal. O quadro abaixo resume o desempenho dos demais empreendimentos até o final 2015:

Empreendimento	Data do Lançamento	Data Prevista de Entrega Atual	Número Total de Unidades	% Vendido (set/15)	% Vendido (dez/15)	% Andamento da Obra (set/15)	% Andamento da Obra (dez/15)
CTC	ago/09	Entregue	457	95%	96%	100%	100%
The Village	jul/10	Entregue	42	100%	100%	100%	100%
Palladio	mar/11	Entregue	100	81%	88%	100%	100%
Palazzi	mar/12	Entregue	58	84%	94%	100%	100%
Sports Garden ¹	jun/13	dez/16 mar/17 jun/17	150	69%	59%	25%	35%

1- Empreendimento com três torres

No trimestre em análise, o empreendimento Sports Garden apresentou distrato líquido de 12 unidades (venda de 3 unidades e distrato de 15 unidades que tinham sido vendidas no trimestre anterior para um único comprador). O empreendimento CTC registrou venda líquida de 2 unidades no mesmo período (contra 1 no trimestre anterior), enquanto o Palladio obteve venda líquida de 5 unidades (contra 4 no trimestre anterior). O Palazzi apresentou vendas líquidas de 5 unidades, contra 2 distratos que ocorreram no trimestre findo em setembro/15. No consolidado das cinco SPEs, o número de unidades vendidas representou 89% do previsto desde o início da operação. Não ocorreram vendas no Village no trimestre.

Empreendimento	CTC	Village	Palladio	Palazzi	Sports	Total
Finalidade/Localização	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 Inicial - Colmeia	80%	88%	69%	85%	84%	80%
(-) Vendas Acumuladas do estoque inicial	39	1	13	3	17	73
(=)Estoque ao final do período	15	0	9	3	57	84
% Vendas - Colmeia	96%	100%	88%	94%	59%	88%
% de vendas em relação ao estimado	73%	100%	80%	50%	77%	74%

O fluxo de amortização trimestral desse CRI foi originalmente desenhado em função de projeções de entrega das obras bem como de velocidade de vendas do estoque e de repasse dos mutuários. Até o momento, as obras têm sido entregues dentro dos prazos esperados. Entretanto, a velocidade de vendas e, especialmente, de repasse de mutuários está aquém do projetado. Isto teve reflexo na amortização de dezembro/15, que foi paga parcialmente na data do vencimento, com complementação da diferença (e recomposição do fundo de reservas) alguns dias depois.

Em virtude desse evento, a cedente apresentou proposta de reescalonamento da curva de amortização do CRI. A proposta envolvia a suavização do cronograma de amortização (calculado com base em premissas mais conservadoras de velocidade de vendas e de repasse de mutuários) e consequente alongamento do prazo final do CRI de junho/18 para dezembro/18 (alteração do duration da operação dos atuais 0,35 ano para 1,54 ano). Em contrapartida, foi oferecido elevação de 150 bps à taxa do CRI e agregar às garantias da operação o fluxo de uma nova SPE de um novo empreendimento denominado L'Essence.

O L'Essence é um empreendimento residencial em Fortaleza que encontra-se 81% vendido e com previsão de entrega em abril/16. Esse empreendimento deverá agregar cerca de R\$ 6 milhões de fluxo de dividendos à operação (valor presente). Com isso, a razão de sobrecolateralização (valor presente dos dividendos projetados/saldo devedor do CRI), já utilizando premissas mais conservadoras do que as adotadas na emissão do CRI, fica em 200%. Essa proposta foi submetida e aprovada pela assembleia dos detentores do CRI em fevereiro/16.

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'Avila-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 terceiro trimestre de 2015, a receita líquida da companhia somou R\$ 103 milhões, e o EBITDA foi de R\$ 6,6 milhões.

No que tange ao endividamento da companhia, a Incefra manteve seu nível de alavancagem (Dívida Líquida/EBITDA = 1,54x ao final do terceiro trimestre de 2015 contra 1,85x ao final de 2013), após alongamento promovido em 2014. Ao final de setembro de 2015, a Incefra apresentava um nível adequado de liquidez e cobertura de juros ($[\text{Ativo Circulante} - \text{Estoque}]/\text{Passivo Circulante} = 1,20x$ e $\text{EBITDA}/\text{Despesas Financeiras Líquidas} = 13x$), 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 tinha prazo original 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 (nesse caso, cessão subordinada a outro CRI, de emissão da RB Capital), 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 Gravataí foi expedido em novembro de 2013 - com um mês de atraso em relação ao inicialmente previsto - e sua inauguração aconteceu naquele mesmo mês.

Desde sua inauguração, o Shopping Gravataí vinha apresentado níveis de inadimplência dentro do esperado. Entretanto, a inadimplência começou a registrar elevação a partir do primeiro trimestre de 2015 (inadimplência de 13,6% em março/2015). No Shopping Lajeado a inadimplência fora de 7,7% em março/15. A partir do segundo trimestre, as informações de vacância e adimplência deixaram de ser disponibilizadas pela securitizadora, que informou não tê-las recebido da devedora.

O M Grupo, controlador da devedora dessa operação é também controlador de outras empresas devedoras de créditos que lastreiam o CRI da 86ª série da Iª 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 segundo trimestre de 2015, a queda de receita nos 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, que culminaram na declaração de vencimento antecipado dos mesmos. Paralelamente, no terceiro trimestre, o fluxo de recebíveis dos Shopping Gravataí também sofreu abrupta queda, levando à utilização do fundo de reserva para pagamento do CRI em agosto/15.

Em setembro/15, em assembleia dos investidores do CRI, foi concedido à devedora prazo para recomposição do fundo de reserva, o que não foi cumprido, levando à decretação do vencimento antecipado da operação, conforme comunicado ao mercado publicado no dia 18 de setembro. Foi deliberada também em assembleia a suspensão dos pagamentos do CRI e retenção dos recursos arrecadados e do remanescente no fundo de reserva para fazer face às custas de assessores legais e execução das garantias, processo atualmente em curso.

Diante desses eventos, a administradora do fundo optou por contabilizar uma provisão de 1,67% do saldo devedor do CRI (impacto de -0,37% na cota do fundo em 2015), durante 6 meses, até que a provisão corresponda a 10% do saldo devedor. Após atingir o limite mencionado, a administradora reavaliará a provisão para perdas do CRI 9 e realizará os devidos ajustes, se necessário. Nos últimos 6 meses, encerrados em setembro, os rendimentos do CRI 9 representaram, em média, cerca de 6% do total de rendimentos pagos pelo fundo no período.

Desde a declaração do vencimento antecipado, a securitizadora e seus assessores legais vem tomando as medidas judiciais e extrajudiciais cabíveis para a excussão das garantias do CRI. Os investidores do mesmo foram chamados pela securitizadora (em janeiro/16) a aportar recursos no patrimônio separado para fazer face ao pagamento de despesas relativas à consolidação da propriedade dos imóveis alienados fiduciariamente (sendo a principal delas o pagamento de ITBI). Tais recursos já foram integralmente aportados (sendo a parcela do Fundo equivalente a R\$ 23,4 mil).

Especificamente no processo de excussão da garantia do shopping Gravataí, o M Grupo entrou com pedido liminar na tentativa de paralisar o processo extrajudicial. Tal liminar foi concedida em dezembro/15 pelo juiz de primeira instância e, subsequentemente, cassada pelo desembargador em janeiro/16. A securitizadora aguarda a conclusão dos trâmites jurídicos e cartoriais para conclusão do processo de

excussão da(s) garantia(s) e subsequente leilão do(s) imóvel(s). Na expectativa da gestão do Fundo, o cenário mais provável é de consolidação da propriedade do(s) imóveis(s) em prol dos detentores do CRI, sem prejuízo de outras alternativas que poderão ser analisadas pela gestão do Fundo em conjunto com a securitizadora, os assessores legais e demais investidores da operação.

Distribuições

Nos últimos doze meses, foi distribuído um total de R\$ 65,55 por cota emitida, o que resulta em um *Dividend Yield* de 11,26% ao ano, considerando-se o valor patrimonial da cota ao fim de dezembro de 2015, de R\$ 582,30/cota. Considerando-se o valor da cota em bolsa ao fim de dezembro de 2015, R\$ 570,00, o *Dividend Yield*, pelo mesmo racional, montaria a 11,50% a.a..

Evolução da Cota	dez/15
Cota no início do período	589,23
Rendimentos Incorridos no mês	8,33
Rendimentos Distribuídos	-4,00
Amortizações	-11,76
Cota no fim do período	583,09

Mês	jul/15	ago/15	set/15	out/15	nov/15	dez/15
Rendimentos (R\$/cota)	5,00	4,50	4,75	5,75	5,75	4,00
<i>Dividend Yield</i> Anual* (valor da cota na emissão)	6,0%	5,4%	5,7%	6,9%	6,9%	4,8%
<i>Dividend Yield</i> Anual* (valor patrimonial da cota ao fim do mês)	9,3%	8,55%	9,13%	11,3%	11,7%	8,24%
<i>Dividend Yield</i> Anual* (saldo a amortizar ao fim do mês)	10,4%	9,6%	10,3%	12,7%	13,0%	9,3%

*anualizando-se o *Dividend Yield* do mês

Fluxo de Caixa (não auditado)

FLUXO DE CAIXA(R\$)

RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I - FII

Mês	jul/15	ago/15	set/15	out/15	nov/15	dez/15
Ativo						
CRI	664.095	725.857	1.102.500	1.165.147	505.915	861.047
LCI/LCA	-	-	-	-	-	-
Over	32.559	29.361	28.496	32.624	29.873	29.865
Variação do Caixa Gerada pelo Ativo	696.653	755.217	1.130.997	1.197.771	535.788	890.912
Passivo						
Txa. Administração	- 16.607	- 20.500	- 15.719	- 15.731	- 24.458	- 17.158
Txa. Custódia	- 9.503	- 9.503	- 9.503	- 9.503	- 9.503	- 9.505
CVM	- 2.400	-	-	3.234	-	-
Txa. Escrituração	- 2.100	- 1.924	-	- 1.935	- 2.098	- 2.114
Custos Iniciais da Emissão						
Outros	- 1.132	- 1.125	- 3.094	- 1.127	- 1.119	- 10.916
Integralização/Cancelamento de Cotas	-	-	-	-	-	-
Pagamento de Rendimentos	- 350.460	- 265.500	- 238.950	- 252.225	- 305.325	- 305.325
Pagamento de Amortização	- 624.456	- 624.456	- 624.456	- 624.456	- 624.456	- 624.456
Variação do Caixa Gerada pelo Passivo	- 1.006.657	- 923.008	- 891.721	- 908.211	- 966.959	- 969.474
Variação de Caixa no Período	- 310.004	- 167.790	239.275	289.560	- 431.171	- 78.562
Caixa no Início do Período	4.080.273	3.770.253	3.602.463	3.841.737	4.131.295	3.700.124
Caixa ao Final do Período	3.770.253	3.602.463	3.841.737	4.131.295	3.700.124	3.621.569

Resumo Operacional

Mês	jul/15	ago/15	set/15	out/15	nov/15	dez/15
RBCB I I*	-0,48%	2,43%	1,27%	-1,56%	-0,16%	-9,38%
IFIX	0,68%	-0,82%	-3,98%	2,14%	1,54%	-2,96%
CDI	1,18%	1,11%	1,11%	1,11%	1,06%	1,16%
Patrimônio (R\$ MM)	34,2	33,5	33,1	32,4	31,3	31,0
Cota Patrimonial (R\$/cota)	643,13	631,30	624,17	609,62	589,23	583,09
Rendimentos Retidos	66,52	66,44	71,08	68,29	59,66	65,28
Saldo a Amortizar	576,61	564,85	553,09	541,33	529,57	517,81
Valor de Mercado (R\$ MM)	32,8	33,6	34,0	33,5	33,4	30,3
Cotação Bolsa (R\$/cota)	617,00	632,00	640,00	630,00	629,00	570,00
Cota Patrimonial/Cotação em Bolsa	104%	100%	98%	97%	94%	102%
Amortização (R\$/ cota)	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76
Rendimentos (R\$/cota)	5,00	4,50	4,75	5,75	5,75	4,00
Pagamento Total ao Cotista	16,76	16,26	16,51	17,51	17,51	15,76

*Fundo é líquido, 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