



R I O B R A V O

RF *Renda Fixa*

# RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I - FII

RELATÓRIO TRIMESTRAL | DEZEMBRO 2016

## Comentários do Gestor

De acordo com a base de dados da CETIP, o volume de novas emissões de CRI's no quarto trimestre de 2016 foi de R\$ 9,26 bilhões, contra R\$ 2,28 bilhões no trimestre anterior (alta de 305%). Excluindo uma única emissão da CEF, de R\$ 6,1 bilhões, ocorrida em dezembro, observa-se um aumento de 39,5% vis-à-vis o trimestre anterior. O número de operações, entretanto, foi maior no terceiro trimestre, com 31 emissões vs. 28 no quarto trimestre. Além do CRI da CEF (Cibrasec), houve mais uma emissão indexada à TR nesse trimestre (nenhuma no 3º trimestre de 2016), totalizando R\$ 6,97 bilhões de emissões atreladas à taxa referencial no período. Excluído da comparação esse tipo de emissão, observa-se aumento de 98,9% no volume emitido no quarto trimestre de 2016 quando comparado ao mesmo período de 2015.

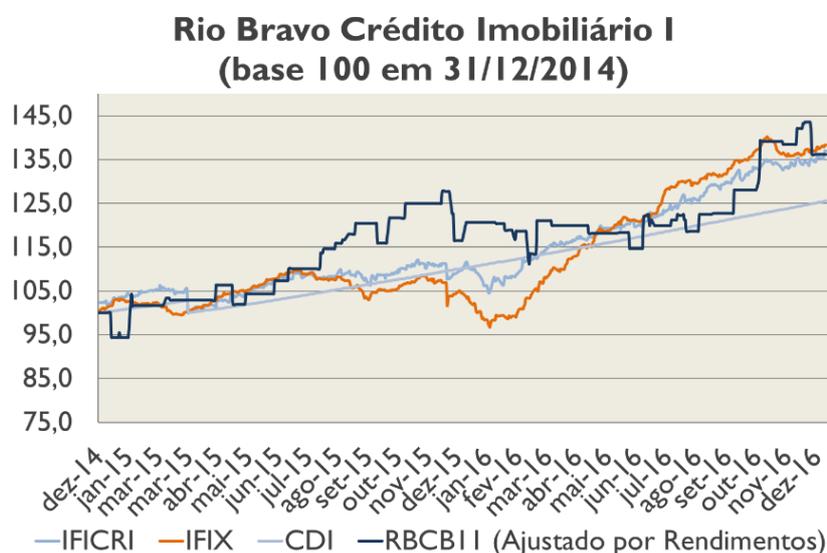
Ainda de acordo com a base de dados da CETIP, o volume total de emissões de CRI's em 2016 registrou aumento de 80,6% quando comparado ao do ano anterior, totalizando R\$ 17,8 bilhões em 2016, e aumento de 75,1% quando desconsideradas as operações indexadas à TR. Ao todo, foram 97 emissões em 2016 (91 não indexadas à TR) e 116 emissões em 2015 (80 não indexadas à TR).

As emissões de renda fixa no mercado de capitais doméstico encerraram o ano em R\$ 98,7 bilhões, registrando aumento de 0,95% em relação ao ano anterior, segundo a ANBIMA. O volume de emissões no quarto trimestre do ano foi determinante para superar o desempenho de 2015, visto que, nos nove primeiros meses de 2016, as captações de renda fixa no mercado de capitais apresentaram retração de 29% em comparação ao mesmo período de 2015.

As debêntures foram o principal instrumento ofertado, com R\$ 57 bilhões ao término do ano, porém com queda de 11,6% em relação ao ano anterior. Os CRIs foram o segundo principal instrumento ofertado, seguidos pelos CRAs, com crescimento de 193% sobre o volume emitido em 2015, sendo que foi essa classe de ativos a única a ter mais ofertas públicas para público em geral do que de esforços restritos. Os demais instrumentos de crédito, notas promissórias e FIDC, tiveram volume 40% e 75% inferiores, respectivamente, quando comparados ao ano anterior.

## Mercado

Na bolsa, a cota do Rio Bravo Crédito Imobiliário I – FII, ajustada por rendimentos, registrou variação acumulada de +6,33% no quarto trimestre. Em se tratando de um fundo originalmente concebido para investidores qualificados<sup>1</sup>, suas cotas apresentam baixa liquidez, com poucas negociações no mercado secundário (67 negócios no 4º trimestre de 2016). O IFIX<sup>2</sup> valorizou-se em 2,64% e o IFICRI<sup>3</sup> apresentou rentabilidade positiva de 4,39% no mesmo período, enquanto a variação do CDI foi de 3,24%. Já o IBOVESPA apresentou alta de 3,19%, enquanto os títulos públicos atrelados ao IPCA, representados pelo IMA-B, apresentaram valorização, de +2,30% no período (refletindo redução de taxas de juros reais).



O Dividend Yield<sup>4</sup> anualizado do IFICRI<sup>5</sup> encerrou o trimestre em 11,18% a.a., abaixo do verificado ao final de setembro de 2016, de 12,61% a.a. O Dividend Yield do IFIX<sup>6</sup> encerrou o trimestre em questão em 9,32%, levemente acima do observado ao final do terceiro trimestre, de 9,28%.

<sup>1</sup> Investidores que detinham, na época da emissão do fundo, ao menos R\$ 300 mil investidos em ativos financeiros.

<sup>2</sup> Índice de Fundos Imobiliários, calculado pela BM&F Bovespa.

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> Gráfico de Dividend Yield calculado com base no último rendimento pago anualizado sobre a cotação diária dos fundos.

<sup>5</sup> 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 médio de cada fundo no IFICRI no período.

<sup>6</sup> 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 fundo<sup>7</sup>. 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

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

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

## Carteira

Ao final de dezembro de 2016, a carteira do fundo encontrava-se com a seguinte alocação:

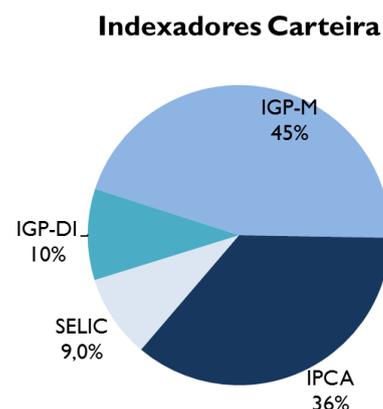
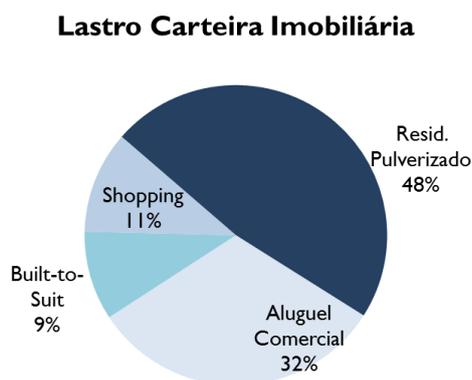
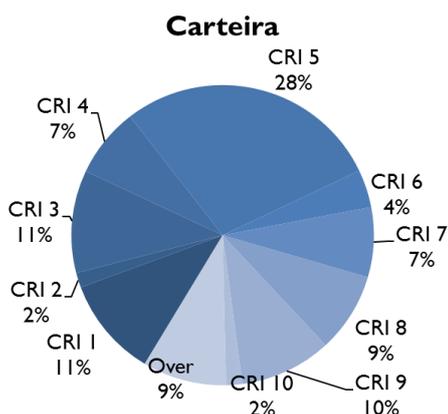
### RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I FII - DEZEMBRO/16

Ativo	Emissor	Emissão/Série	Lastro	Rating	Vencimento	Taxa	% Fundo
CRI 1	CIBRASEC	2ª/169ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 9,30%	10,7%
CRI 2	CIBRASEC	2ª/176ª	Resid. Pulverizado	-	mar-20	IGP-M + 9,30%	1,6%
CRI 3	BRAZILIAN SEC	1ª/282ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 10,50%	11,1%
CRI 4	CIBRASEC	2ª/188ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 11,00%	7,5%
CRI 5	APICE	1ª/6ª	Aluguel Comercial	"BBB-" Fitch	set-28	IPCA + 8,50%	28,4%
CRI 6	APICE	1ª/19ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 12,00%	4,1%
CRI 7	CIBRASEC	2ª/219ª	Resid. Pulverizado	-	dez-18	IPCA + 12%	7,5%
CRI 8	CIBRASEC	2ª/238ª	Built-to-Suit	"A-" SR Rating	fev-25	IGP-M + 11,50%	8,6%
CRI 9	APICE	1ª/7ª	Shopping	"A" Liberum	jul-25	IGP-DI + 9,00%	9,8%
CRI 10	CIBRASEC	2ª/269ª	Resid. Pulverizado	-	dez-17	IGP-M + 16,00%	1,7%
<b>TOTAL CRIs</b>						Inflação + 10,01% a.a.*	91,0%
TESOURO		-	-	"AAA"	Liquidez em D0	77,5% Selic**	0,0%
Over							9,0%
<b>TOTAL</b>						Inflação + 9,46% a.a.***	100,0%

\*Taxa média dos CRI's

\*\*Considerando IR de 22,50%

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



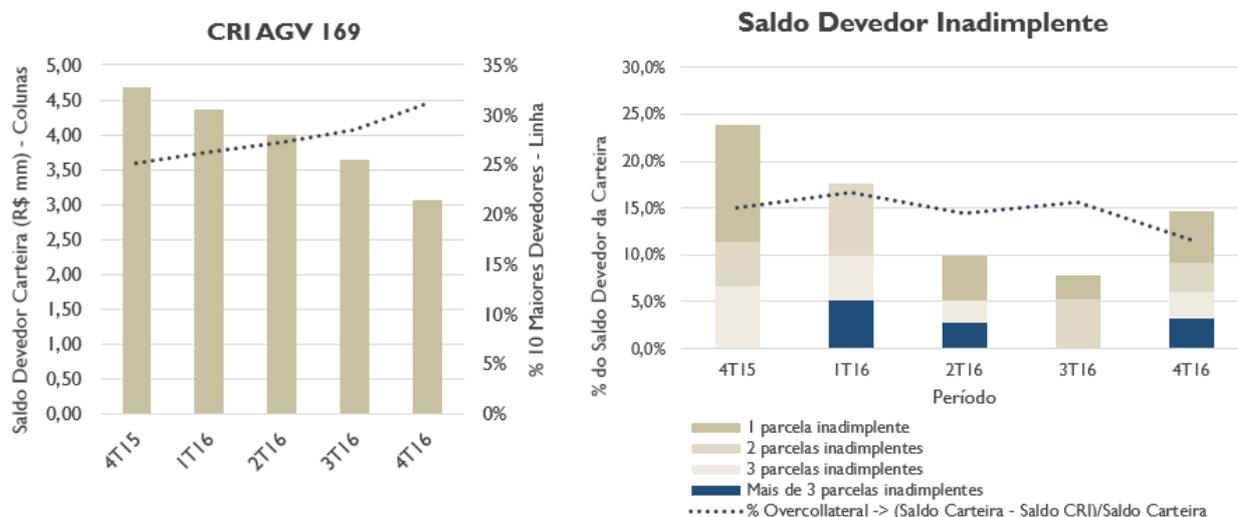
## Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI

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

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 original 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 a mesma foi emitida em novembro de 2011 pela Cibrasec, no volume total aproximado de R\$ 16 milhões de série sênior.

### Acompanhamento

Ao final do 4T16 a inadimplência da carteira de recebíveis que lastreia a operação atingiu 14,6% do saldo devedor total com aumento em relação ao final do trimestre anterior (7,8% do saldo devedor total). A inadimplência além de 30 dias (duas ou mais parcelas inadimplentes) na mesma data representou 9,1% do saldo devedor (3 contratos) contra 5,3% ao final do 3T16 (2 contratos). O quarto trimestre encerrou-se com dois contratos com 3 ou mais parcelas inadimplentes (0 contratos ao final de 3T16), sendo que ambos se encontram em processo de regularização junto aos clientes. Caso as parcelas em aberto não sejam quitadas pelos clientes, a AGV será acionada para recomprar os respectivos créditos. Ao final do trimestre em análise, os 10 maiores devedores representavam 30% da carteira total de créditos e o saldo devedor total da carteira representava 113% do saldo devedor do CRI (103% se desconsiderados os contratos inadimplentes em 2 ou mais parcelas).



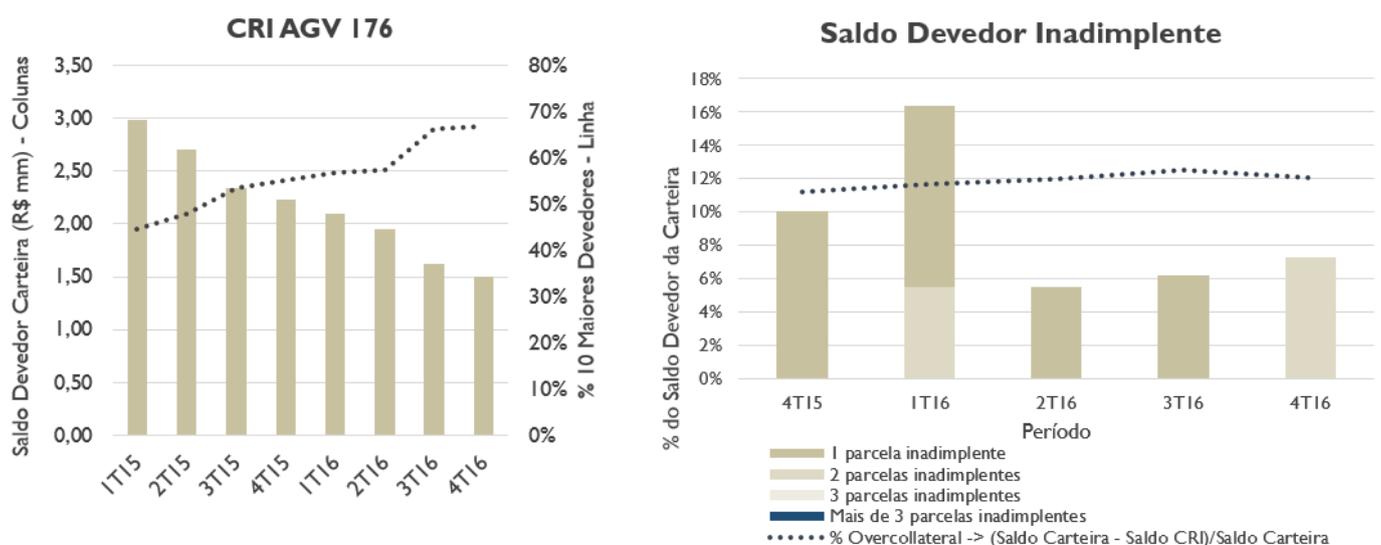
	Desde Emissão	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
Contratos Ativos - Início Período	144	55	52	48	48	46
Antecipados no período	-1	0	0	0	0	0
Recomprados no período	-9	0	0	0	0	0
Vencidos do período	-89	-3	-4	0	-2	-1
Contratos Ativos - Final do Período	45	52	48	48	46	45

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

Operação de características similares ao CRI AGV 169, 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 169, 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.

### Acompanhamento

Ao final do 4T16, a carteira do CRI AGV 176 apresentava apenas 1 contrato inadimplente, com 2 parcelas em aberto (ao final do 3T16 eram 0 contratos), e cujo saldo devedor representava cerca de 7,3% do saldo devedor da carteira toda. Apesar da baixa inadimplência, a alta concentração da carteira, composta ao final do período em análise por 16 créditos, é um ponto de atenção. Ao final do 4T16, os dez maiores contratos representavam 68% da carteira total de créditos e o saldo devedor total da carteira de recebíveis representava 114% do saldo devedor do CRI (105% se desconsiderados os contratos com 2 ou mais parcelas inadimplentes).



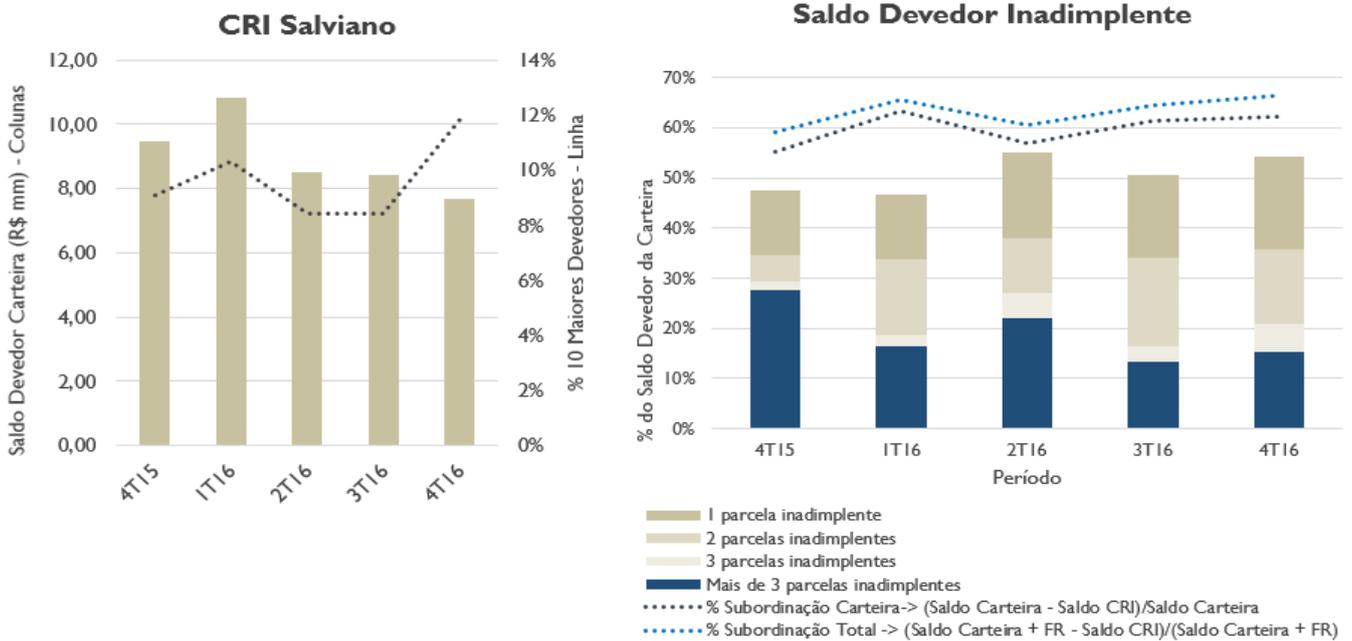
	<i>Desde Emissão</i>	<i>4T15</i>	<i>1T16</i>	<i>2T16</i>	<i>3T16</i>	<i>4T16</i>
Contratos Ativos - Início Período	63	22	21	20	19	16
Antecipados no período	-1	0	0	0	0	0
Recomprados no período	-1	0	0	0	0	0
Vencidos do período	-45	-1	-1	-1	-3	0
Contratos Ativos - Final do Período	16	21	20	19	16	16

### **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 original 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 risco primário da operação é o inadimplemento por parte dos mutuários compradores dos lotes.

### **Acompanhamento**

Ao final do 4T16, havia 448 contratos ativos, sendo que os 10 maiores devedores representavam 12% do saldo devedor total da carteira. Do total dos contratos, 60 apresentavam duas parcelas em aberto (67 ao final de 3T16) e 60 contratos apresentavam três ou mais parcelas em aberto (55 ao final de 3T16). Apesar do elevado número absoluto de contratos inadimplentes, cerca de 43% do total, o CRI conta com elevado volume de fluxo em garantia, de forma que, ao final do trimestre em análise, o saldo da carteira adimplente, somado ao fundo de reserva, representava 203% do saldo devedor do CRI (298% se considerada toda a carteira).



	Desde Emissão	Até 4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
Contratos Ativos - Início Período	994	994	659	618	587	534
Antecipados no período	-308	-224	-19	-9	-44	-12
Recomprados no período	-19	-10	-2	-2	0	-5
Vencidos do período	-219	-101	-20	-20	-9	-69
Contratos Ativos - Final do Período	448	659	618	587	534	448

### 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%.

### **Acompanhamento**

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 mantém-se em recorrente atraso.

Por conta do continuado atraso no cronograma de obras do Felicitá, ao final de junho/15 foi realizada assembleia na qual foi aprovada a reestruturação da operação, com a 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.

Em abril/16, em assembleia dos titulares do CRI, com o objetivo de arrecadar recursos necessários à conclusão da obra (com orçamento de R\$ 1,5 milhão), aprovou-se o compartilhamento de garantias com uma nova emissão de CRI “Supersênior”.

A emissão do CRI “Supersênior” ocorreu em julho/2016. Essa emissão será paga prioritariamente com os recursos arrecadados dos mutuários de modo que, espera-se que a mesma tenha prazo inferior a um ano. O CRI Supersênior permitiria também a agregação subsidiária de uma nova garantia hipotecária (valor estimado de R\$1,5 milhão) ao CRI Cameron original, bem como permitiria que outra garantia, ora existente em segundo grau, passasse ao primeiro grau, tão logo quitado o novo CRI Supersênior, reforçando a estrutura de garantias do CRI em análise.

Entretanto, a Cameron apresentou novas revisões ao orçamento de obras do Felicitá, superando o valor aportado pelo CRI Supersenior para sua conclusão. Ao final de dezembro/16 estimava-se um déficit adicional próximo a R\$ 1,0 milhão para sua efetiva conclusão.

Até a data de conclusão desse relatório, nem todas as garantias reais que deveriam ser agregadas aos CRIs encontravam-se perfeitamente constituídas, por conta do não cumprimento tempestivo de exigências cartoriais por parte da devedora. No momento de conclusão desse relatório, a Cameron havia sido notificada pela assembleia de detentores do CRI a cumprir com tais exigências, sob pena de vencimento antecipado da operação e início do processo de execução das garantias.

Por conta dos atrasos nas entregas das obras, a análise da inadimplência efetivamente decorrente de problemas de crédito dos mutuários fica prejudicada, pois a maioria dos contratos tem hoje suas parcelas pós-chaves descasadas da previsão utilizada para a modelagem original do CRI<sup>8</sup>, 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 devedora e à Emissora de modo a acompanhar as medidas extrajudiciais e judiciais cabíveis.

Em função da reestruturação, ao final de outubro, o lastro da operação é composto por duas CCBs que, por sua vez, contam com a garantia de cessão fiduciária de 150 contratos ativos de 9 empreendimentos representando uma sobrecolateralização de 106,1% sobre o saldo devedor do CRI Sênior, já subtraído do saldo devedor da carteira o saldo do CRI “Supersenior”, que será quitado prioritariamente. Todos os recebíveis arrecadados tão logo a obra do Felicitá seja concluída serão utilizados para amortização antecipada da operação (após a quitação do CRI Supersenior).

### 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 – SP



Imóvel Higienópolis - SP

Barra Funda, na cidade de São Paulo. O CRI foi emitido pela Ápice Securitizadora em outubro de 2013

<sup>8</sup> 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.

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.

### **Acompanhamento**

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 do quarto trimestre 2016, o saldo do fundo de reserva era de R\$ 1.05 milhão. 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**

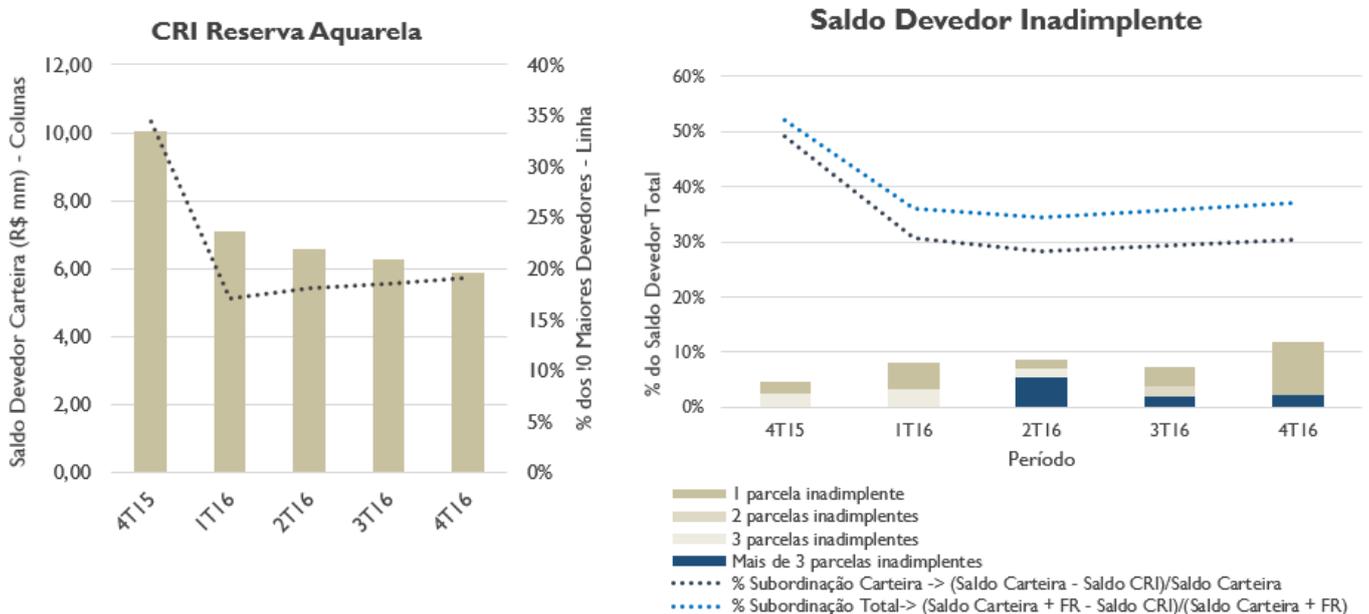
Operação de CRI lastreada em 136 contratos de compra e venda com alienação fiduciária decorrentes da comercialização dos lotes de loteamento fechado denominado Reserva Aquarela, localizado na cidade de São Carlos – SP, incorporado por SPE do grupo Viver Incorporadora e Construtora e construído pela Menin 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.

O CRI tornou-se *true-sale* (sem qualquer co-obrigação da Cedente) em agosto de 2015 e desde então, com o empreendimento entregue, o maior risco do CRI passou a ser a capacidade de pagamento dos mutuários compradores dos lotes.

## Acompanhamento

Ao final do 4T16, havia 65 contratos ativos, sendo que os 10 maiores contratos representavam 19% do saldo devedor da carteira. Ao final do trimestre em análise, havia 4 contratos inadimplentes, sendo 2 contratos com apenas uma parcela em aberto, 1 contrato com 2 parcelas em aberto e 1 contrato com mais de 3 parcelas em aberto, já em processo de regularização. O saldo devedor dos contratos inadimplentes em 2 ou mais parcelas representava cerca de 2,1% do saldo devedor da carteira. Ao final do 4T16, o saldo da carteira de créditos, somada ao fundo de reserva, representava 159% do saldo devedor do CRI Sênior (156% se desconsiderados os contratos inadimplentes em 2 ou mais parcelas).



	até 4T15	1T16	2T16	3T16	4T16
Contratos Ativos - Início Período	136	77	74	65	65
Antecipados no período	-1	0	-1	0	0
Recomprados no período	-16	0	0	0	0
Vencidos do período	-42	-3	-8	0	0
Contratos Ativos - Final do Período	77	74	65	65	65

Em relação à recuperação judicial solicitada pela Viver no terceiro trimestre de 2016, a SPE cedente dos créditos da operação em causa foi excluída do processo original de recuperação judicial, sendo que tal decisão foi revertida e em janeiro de 2017 a Viver apresentou um plano de recuperação judicial da SPE cedente. Ainda há recursos pendentes de julgamento para continuidade do plano de recuperação da SPE cedente. Entretanto, os créditos que formam o lastro do CRI não integram, por definição legal, os créditos sujeitos à recuperação judicial. O CRI aqui analisado também não conta com coobrigação da Viver. Considerando ainda que se trata de empreendimento entregue, não é esperado qualquer prejuízo à

operação decorrente do processo de recuperação judicial e, por conta disso, em assembleia de investidores realizada durante o mês de fevereiro/17, foi deliberada, entre outras matérias, a continuidade normal da operação.

### **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 seis 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



L'Essence – Fortaleza/CE

Os empreendimentos envolvidos na operação estão localizados em Natal/RN (1 comercial e 2 residenciais), Fortaleza/CE (2 residenciais) e Campinas/SP (1 residencial). A emissão foi concluída em julho/14, em volume de R\$ 25 milhões. O CRI tem prazo original de 48 meses e contava inicialmente com taxa de remuneração de IPCA + 10,50%. Em fevereiro de 2016, o CRI foi repactuado, com consequente inclusão da SPE L'Essence como garantia, alongamento do prazo em 6 meses e aumento da taxa de remuneração para IPCA + 12% a.a.

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 garantia 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 (L'Essence foi incluída em fev/16); 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.

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 Colmeia, que deverá fazer os aportes necessário para o pagamento do CRI.

### **Acompanhamento**

Durante o quarto trimestre de 2016, o volume de vendas dos seis empreendimentos cujos dividendos foram cedidos à operação foi 7% superior ao projetado<sup>9</sup>. A velocidade de vendas encerrou o ano de 2016 34% acima do projetado. Dos 2 empreendimentos ainda em obras ao final do terceiro trimestre de 2016, o L'Essence foi entregue em dezembro (habite-se previsto para fevereiro de 2017) e o Sports Garden encerrou o ano com 54% das obras executadas, com previsão de entrega até o final de 2017.

Em dezembro de 2016, a projeção futura de dividendos esperados a serem gerados pelas 6 SPEs montava volume de R\$ 41,5 milhões, equivalente a 248% do saldo devedor do CRI na mesma data, de R\$ 16,7 milhões. Apesar da razão de garantia acima mencionada, o fluxo de caixa das SPEs ainda não tem se materializado de forma suficiente para gerar antecipação da amortização do CRI, de forma que os

---

<sup>9</sup> Já considerando o fluxo revisado, após AGE de fev/16.

pagamentos do mesmo vêm sendo realizados nas datas previstas diretamente pela Construtora Colmeia, holding que controla as SPes.

### **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 + 11,5% 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 m<sup>2</sup> 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.

### **Acompanhamento**

No encerramento do segundo trimestre de 2016, a relação Dívida Líquida/EBITDA da Incefra ficou em 3,06x, superior ao covenant máximo estabelecido na documentação do CRI, de 3,00x. Sendo assim, foi convocada assembleia de investidores para discutir o ocorrido. Nessa assembleia os investidores deliberaram que a apuração do covenant ficará suspensa até o fechamento do ano de 2019 e, em contrapartida, os principais sócios da devedora passariam a figurar como fiadores do CRI, por todo o prazo restante da operação.

Ao final do terceiro trimestre, o índice de alavancagem ficou em 2,95x, tendo retornado ao limite definido no *covenant*. Entretanto, nossa visão é de que, o covenant volte a ser rompido. Até a finalização deste

relatório não havíamos recebido as informações financeiras da Incefra referentes ao fechamento de 2016, que serão comentadas no próximo relatório trimestral.

### **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 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.



Shopping Gravataí

### **Acompanhamento**

Conforme descrito em relatórios anteriores, esse CRI encontra-se vencido desde set/15 e em processo judicial de execução. Desde a declaração do vencimento antecipado, a securitizadora e seus assessores legais vêm tomando as medidas judiciais cabíveis para a excussão das garantias do CRI. Na ação revisional proposta pela devedora do CRI, o TJRS proveu agravo de instrumento suspendendo a execução extrajudicial das garantias. A securitizadora entrou com agravo de instrumento no STJ pela admissibilidade de Recurso Especial contra a decisão. Paralelamente, em fevereiro/16, em outra ação pelo afastamento do MGrupo da gestão do Shopping Gravataí, o juiz decidiu pelo afastamento preliminar do MGrupo e nomeação de um administrador judicial até o julgamento do mérito da questão. Continuamos

acompanhando o andamento do processo de execução e tomando as medidas cabíveis em relação ao tema.

### **CRI 10 - 269ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI Cameron Supersenior**

Conforme mencionado anteriormente, tal operação foi emitida com a finalidade de levantar os recursos necessários para a finalização das obras de um dos empreendimentos lastro do CRI 4 (CRI Cameron, empreendimento Felicitá). O CRI 10 compartilha os recebíveis e algumas garantias do CRI 4 em caráter prioritário (sênior). Todos os recursos arrecadados de recebíveis será, portanto, destinado prioritariamente à quitação do CRI 10 de modo que, espera-se que o mesmo tenha prazo inferior a um ano. Após a integral quitação desse CRI, o CRI 4 passará a ser amortizado com a arrecadação dos recebíveis. O fluxo projetado de recebíveis cedidos em prioridade para o CRI 10 representava cerca de 13x o seu saldo devedor na emissão (mesma relação ao final de 4T16). A operação tem prazo de 18 meses e taxa de remuneração de IGP-M+16% a.a. A emissão do CRI “Supersenior” ocorreu em julho/2016. A operação deveria contar também com garantias reais cujo valor de avaliação somados monta ao mesmo saldo do CRI. Entretanto, essas garantias ainda não se encontram perfeitamente constituídas por conta de exigências cartoriais cujo cumprimento foi ultimado à devedora até meados de março/16. O não cumprimento tempestivo dessas exigências poderá ensejar o vencimento antecipado do CRI.

## Distribuições

Nos últimos doze meses, foram distribuídos rendimentos de R\$ 58,75 por cota emitida, o que resulta em um *Dividend Yield* de 11,10% ao ano, considerando-se o valor médio da cota patrimonial dos últimos 12 meses, de R\$ 529,46/cota. Considerando o valor médio da cota em bolsa, de R\$ 509,68, o *Dividend Yield*, pelo mesmo racional, montaria a 11,53% a.a..

<b>Evolução da Cota</b>	<b>jul/16</b>	<b>ago/16</b>	<b>set/16</b>	<b>out/16</b>	<b>nov/16</b>	<b>dez/16</b>
Cota no início do período	\$532,17	\$524,28	\$517,97	\$507,18	\$492,91	\$476,59
Rendimentos Incorridos - Competência	\$8,11	\$9,70	\$5,22	\$2,49	\$0,94	\$7,52
Rendimentos Distribuídos	(\$4,25)	(\$4,25)	(\$4,25)	(\$5,00)	(\$5,50)	(\$5,50)
Amortizações	(\$11,76)	(\$11,76)	(\$11,76)	(\$11,76)	(\$11,76)	(\$11,76)
Cota no fim do período	\$524,28	\$517,97	\$507,18	\$492,91	\$476,59	\$466,85

<b>Mês</b>	<b>jul/16</b>	<b>ago/16</b>	<b>set/16</b>	<b>out/16</b>	<b>nov/16</b>	<b>dez/16</b>
<b>Rendimentos (R\$/cota)</b>	4,25	4,25	4,25	5,00	5,50	5,50
<i>Dividend Yield</i> Anual* (sobre cota patrimonial)	9,7%	9,8%	10,1%	12,2%	13,8%	14,1%
<i>Dividend Yield</i> Anual* (sobre cota em bolsa)	10,0%	10,7%	10,6%	11,9%	13,6%	14,3%

\*anualizando-se o *Dividend Yield* do mês

## Resumo Operacional

<b>Mês</b>	<b>jul/16</b>	<b>ago/16</b>	<b>set/16</b>	<b>out/16</b>	<b>nov/16</b>	<b>dez/16</b>
<b>RBCBI I</b>	2,00%	-6,86%	1,05%	5,03%	-3,80%	-5,15%
<b>IFIX</b>	5,92%	1,84%	2,77%	3,80%	-2,55%	1,47%
<b>IFICRI - Rio Bravo</b>	2,83%	3,15%	2,97%	2,85%	-0,03%	1,53%
<b>CDI</b>	1,11%	1,21%	1,11%	1,05%	1,04%	1,12%
<b>Patrimônio (R\$ MM)</b>	27,84	27,50	26,93	26,17	25,31	24,79
<b>Cota Patrimonial (R\$/cota)</b>	524,28	517,97	507,18	492,91	476,59	466,85
<b>Valor de Mercado (R\$ MM)</b>	27,08	25,22	25,49	26,77	25,75	24,43
<b>Cotação Bolsa (R\$/cota)</b>	510,00	475,00	480,00	504,15	485,00	460,00
<b>Cotação em Bolsa/Cota Patrimonial</b>	97%	92%	95%	102%	102%	99%
<b>Amortização (R\$/cota)</b>	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76
<b>Rendimentos (R\$/cota)</b>	4,25	4,25	4,25	5,00	5,50	5,50
<b>Pagamento Total ao Cotista</b>	16,01	16,01	16,01	16,76	17,26	17,26