



R I O B R A V O

Relatório Trimestral

**Rio Bravo Crédito
Imobiliário I - FII**

Março 2016

Comentários do Gestor

De acordo com as estatísticas divulgadas na base de dados da CETIP, o volume de novas emissões de CRI no primeiro trimestre de 2016 (IT16) registrou redução de 75% vis-à-vis o primeiro trimestre do ano anterior (IT15), atingindo R\$ 692 milhões (contra R\$ 2,8 bilhões em IT15). Foram registradas treze operações no IT16, contra vinte e cinco em IT15.

A redução do volume não é incompatível com o comportamento do segmento de renda fixa em geral no qual, segundo a ANBIMA, o volume de emissões de debêntures, notas promissórias e cotas de FIDCs, no agregado, apresentou queda de 54% no IT16 em relação ao IT15. Entretanto, fatores específicos ao segmento de CRIs contribuem para explicar o comportamento no trimestre. Há cerca de um ano, o Bacen limitou a aplicação, por parte dos bancos, de recursos de poupança em CRIs com determinados lastros. Em alguma medida, essas emissões com recursos de poupança podem ser mapeadas observando-se os CRIs emitidos e indexados à TR (mesmo indexador da poupança). No IT15, das 25 operações listadas na base de dado CETIP, 14 eram indexadas à TR, montando a R\$ 2,4 bilhões e representando, portanto, 87% do volume de emissões do período. No IT16, há apenas uma emissão indexada à TR, no valor de R\$ 110 milhões (representando 16% do volume de emissões do período).

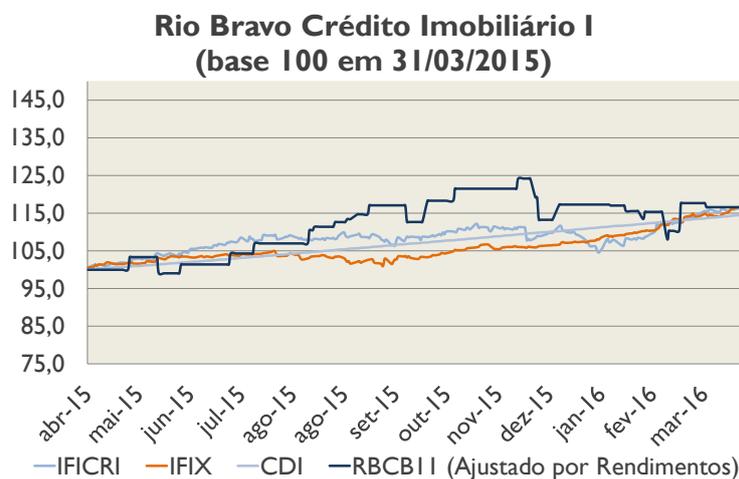
Excluídas portanto aquelas indexadas à TR, o volume de emissões registradas na CETIP no IT16 com outros indexadores – uma melhor *proxy* das que possivelmente chegaram a mercado – montou a R\$ 581 milhões em 12 emissões, contra R\$ 343 milhões em 7 emissões no IT15. Uma alta de 68% em volume e 71% em número de operações. Apesar da melhora sob esse prisma, o fato é que a base de comparação (IT15) já vinha um tanto deprimida, de forma que ainda não se pode considerar que há uma efetiva retomada do mercado de CRIs. De fato, essa retomada só deve acontecer com uma melhor definição do cenário político e macroeconômico, em especial que possibilite uma redução das taxas de juros de longo prazo e redução dos spreads de crédito.

Mercado

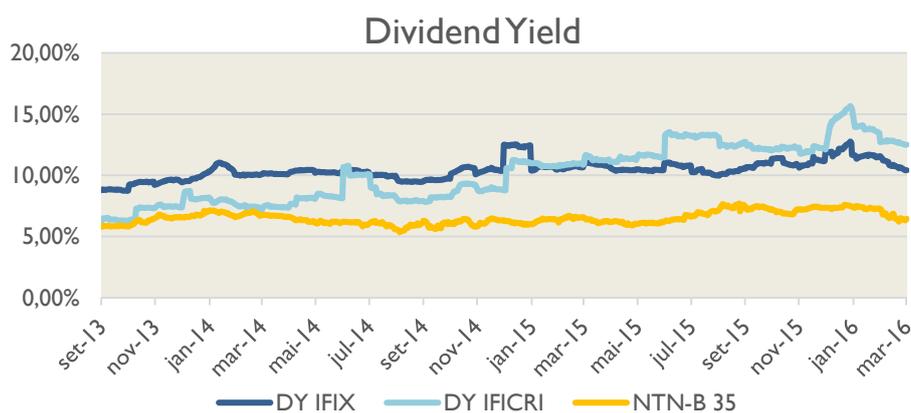
Na bolsa, a cota do Rio Bravo Crédito Imobiliário I – FII registrou alta de 2,95% no primeiro trimestre. Vale ressaltar que, em se tratando de um fundo originalmente concebido para investidores qualificados¹, suas cotas apresentam baixa liquidez, com negociações pontuais no mercado secundário (22 negócios no 1º trimestre de 2016).

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

O IFIX² se valorizou em 5,39% no mesmo período, enquanto o IFICRI³ apresentou rentabilidade positiva de 5,23% no período. No mesmo período, a variação do CDI foi de 3,31%.



No primeiro trimestre de 2016, o mercado acionário apresentou variação positiva (IBOVESPA: 15,47%) enquanto os títulos públicos atrelados ao IPCA apresentaram valorização, refletindo uma redução de taxas na curva de juros (IMA-B: 9,83%). O Dividend Yield⁴ anualizado do IFICRI⁵ encerrou o trimestre em 12,5% a.a., acima do verificado ao final de 2015, de 12,12% a.a.. O Dividend Yield do IFIX⁶ encerrou o último trimestre em 10,42%, abaixo do verificado ao final de 2015, de 10,53%.



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 último 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	BRRBCTF004
Taxa de Administração	1% a.a.	Administrador	Rio Bravo Investimentos DTVM Ltda
Amortização	85 parcelas mensais, iniciando-se 1 ano após a data de início do fundo	Gestor	Rio Bravo Investimentos Ltda. Av Chedid Jafet, 111 Bloco B 3º andar Vila Olímpia - SP CEP 04551-065 Tel: (11) 3509-6600
Rendimentos	Mensal, sem carência		
Taxa de Performance	Não há		

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

Carteira

Ao final do primeiro trimestre de 2016, a carteira do fundo encontrava-se com a seguinte alocação⁸:

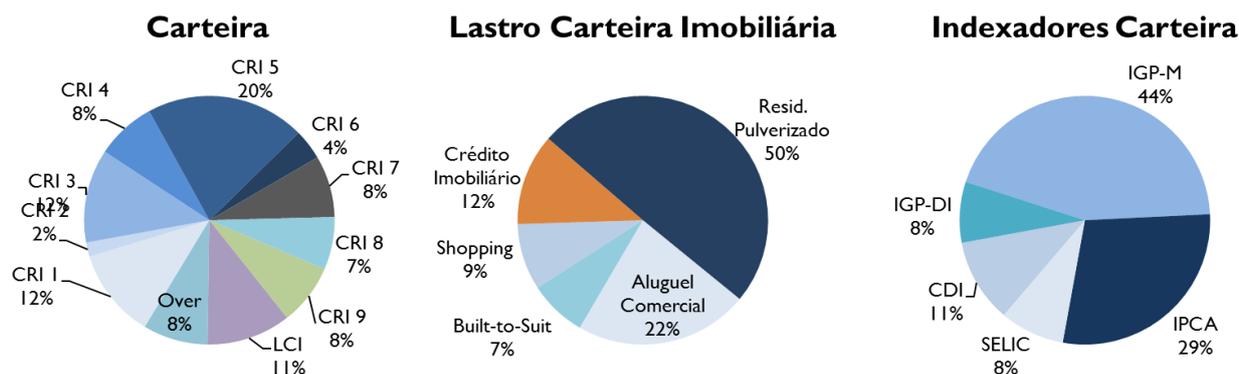
RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I FII - MARÇO/16

Ativo	Emissor	Emissão/Série	Lastro	Rating	Vencimento	Taxa	% Fundo	
CRI 1	CIBRASEC	2ª/169ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 9,30%	11,9%	
CRI 2	CIBRASEC	2ª/176ª	Resid. Pulverizado	-	mar-20	IGP-M + 9,30%	1,9%	
CRI 3	BRAZILIAN SEC	1ª/282ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 10,50%	12,4%	
CRI 4	CIBRASEC	2ª/188ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 11,00%	7,9%	
CRI 5	APICE	1ª/6ª	Aluguel Comercial	"BBB-" Fitch	set-28	IPCA + 8,50%	20,9%	
CRI 6	APICE	1ª/19ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 12,00%	4,0%	
CRI 7	CIBRASEC	2ª/219ª	Resid. Pulverizado	-	jun-18	IPCA + 12%	8,2%	
CRI 8	CIBRASEC	2ª/238ª	Built-to-Suit	"A-" SR Rating	fev-25	IGP-M + 11,50%	7,0%	
CRI 9	APICE	1ª/7ª	Shopping	"A" Liberum	jul-25	IGP-DI + 9,00%	8,0%	
TOTAL CRIs						Inflação + 10,00% a.a.*	82,1%	
LCI	CEF	-	Crédito Imobiliário	"AAA" Moody's	abr-16	90,0% CDI	11,1%	
Over	TESOURO	-	-	"AAA"	Liquidez em D0	77,5% Selic**	8,5%	
	Contas a pagar/receber							-1,7%
TOTAL						Inflação + 8,86% a.a.***	100,0%	

*Taxa média dos CRIs

**Considerando IR de 22,50%

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



⁸ Sem os proventos do CRI 9, em execução de garantias, a rentabilidade média ponderada dos CRIs é de inflação + 9,12%, enquanto a do ativo do fundo como um todo é de inflação + 8,14%.

Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI

CRI I - 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 performedo 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.

Inadimplência Março/2016	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 da Carteira
Total	20	R\$ 64,778.26	7	R\$ 765,855.89	17.6%
Até 30 dias	7	R\$ 22,800.88	0	R\$ 0.00	0.0%
De 31 - 60 dias	7	R\$ 22,800.88	3	R\$ 334,354.08	7.7%
De 61 - 90 dias	4	R\$ 12,766.48	2	R\$ 210,092.25	4.8%
Acima de 90 dias	2	R\$ 6,410.02	2	R\$ 221,409.56	5.1%
Cobrança extra-judicial	-	-	-	-	-

Dos 144 contratos que originalmente lastreavam a operação, 1 foi quitado antecipadamente, 86 venceram e 9 foram recomprados pela Cedente, restando, ao final de março de 2016, 48 contratos vigentes. Ao final do trimestre, havia 3 contratos com parcelas vencidas entre 31 e 60 dias (3 contratos ao final de 2015), 2 contratos com uma parcela vencida entre 61 e 90 dias (3 contratos ao final de 2015) e 2 contratos com parcelas vencidas há mais de 90 dias (0 contratos ao final de 2015). Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 26,22% do saldo devedor total da carteira (25,19% em dez/15), dos quais oito devedores nunca atrasaram mais de 30 dias durante toda a operação, e dois já apresentaram um atraso até 90 dias.

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 Março/2016	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 da Carteira
Total	4	R\$ 12,734.00	3	R\$ 342,913.50	18.2%
Até 30 dias	3	R\$ 9,521.17	2	R\$ 227,787.34	12.1%
De 31 - 60 dias	1	R\$ 3,212.83	1	R\$ 115,126.16	6.1%
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	-	-	-	-	-

Ao final de março/2016, segundo o relatório elaborado pelo agente de cobrança da carteira, o volume de parcelas vencidas e não pagas montava a R\$ 12,7 mil, sendo que havia apenas um contrato inadimplente em mais de 30 dias (nenhum ao final de 2015).

Dos 63 contratos que originalmente lastreavam a operação, 1 foi quitado antecipadamente, 41 venceram e 1 foi recomprado pela Cedente, restando, ao final de março de 2016, 20 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 63,12% do saldo devedor total da operação (61,15% ao final de dezembro/15). Destes devedores, oito nunca atrasaram pagamentos em mais de 30 dias, um apresentou um atraso até 90 dias e um contrato apresentou dois atrasos até 90 dias.

CRI 3 - 282ª série/1ª 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 loteamento conta com grande quantidade de casas construídas. O risco primário da operação é o inadimplemento por parte dos mutuários compradores dos lotes.

Inadimplência Março/2016	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	1780	R\$ 1,199,996.48	295	R\$ 5,044,612.74	46.65%
Até 30 dias	89	R\$ 48,580.69	88	R\$ 1,398,768.02	12.93%
De 31 - 60 dias	168	R\$ 92,225.69	87	R\$ 1,638,022.05	15.15%
De 61 - 90 dias	66	R\$ 29,026.79	26	R\$ 220,762.36	2.04%
Acima de 90 dias	1457	R\$ 1,030,163.31	94	R\$ 1,787,060.31	16.53%
Cobrança extra-judicial	-	-	-	-	-

Ao final do primeiro trimestre, do total de 618 contratos vigentes, 295 apresentavam parcelas em aberto (218 ao final de dezembro/15). Desses, 88 contratos apresentavam apenas uma parcela em aberto (79 ao final de dezembro/15). Os 94 contratos com inadimplência acima de 90 dias (98 ao final de dezembro/15) representam 16,53% do saldo devedor da carteira em 31 de março de 2016 (27,6% ao final de dezembro/15), valor inferior aos 53% de subordinação atual. A operação conta com a coobrigação da cedente, que será acionada caso a subordinação caia para valor inferior a 20%.

Ao final de março/16, o saldo do Fundo de Reserva montava a R\$ 706 mil, cerca de 17% do saldo devedor da série sênior na mesma data. Dos 994 contratos que originalmente lastreavam a operação, ao final de março de 2016, 364 haviam sido quitados pelos clientes, 12 haviam sido recomprados pela Cedente, restando àquela data, 618 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 10,31% do saldo devedor total da operação (9,1 % ao final de dezembro/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, 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. Ao final de março/15, o orçamento de obras apontava para necessidade de R\$ 1,5 milhão para sua conclusão, num prazo de 90 dias da disponibilização dos recursos.

Em abril/15 a assembleia dos titulares do CRI aprovou o compartilhamento de garantias com uma nova emissão de CRI “supersenior” que será emitida para injetar os recursos necessários à conclusão da obra. A emissão é esperada para junho/16, com a conclusão das construções ocorrendo então dentro dos 90 dias seguintes. Esse CRI Supersenior será quitado com os recursos da cessão fiduciária compartilhada. Em contrapartida à concessão do compartilhamento de garantias, será agregada uma nova garantia real à presente operação, bem como, tão logo quitado o novo CRI Supersenior, outra garantia real ora existente em hipoteca de segundo grau passará a primeiro grau, reforçando a estrutura de garantias do CRI em análise.

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 CRI⁹, 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, evolução do cronograma de obras do Felicitá e estruturação do CRI Supersenior.

Em função da reestruturação, atualmente o lastro da operação é composto por duas CCBs que, por sua vez, contavam com a cessão fiduciária de 154 contratos de 10 empreendimentos representando uma sobrecolateralização de 128,38% sobre o saldo devedor do CRI Senior ao final de março/15. 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). Dentre os contratos remanescentes, os dez maiores contratos, em termos de saldo devedor, concentram 14,9% do saldo devedor total cedido à operação.

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.

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

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



Imóvel Barra Funda



Imóvel Higienópolis

Barra Funda, na cidade de São Paulo. O CRI foi emitido pela Ápice Securitizadora em outubro de 2013 sob o volume total de R\$ 22 milhões, prazo de 15 anos (duration de 7,5 anos) e remuneração de IPCA+8,50% ao ano. A estrutura de garantias é composta por: (i) fundo de reserva mínimo de 6 PMTs, (ii) fiança solidária da cedente, sua controladora e sócios, (iii) alienação fiduciária do imóvel lastro da operação e (iv) alienação fiduciária de imóvel comercial localizado no bairro de Higienópolis, também em São Paulo. Os dois imóveis 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.

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 março de 2016, o saldo do fundo de reserva era de R\$ 969,1 mil. 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/Iª 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 que, ao final de março/16, montava a R\$ 597 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, os quais 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 março de 2016, não havia nenhum contrato com uma parcela em aberto entre 31 e 60 dias (1 em dezembro de 2015) e nenhum apresentava atraso acima de 90 dias (0 em dezembro de 2015). O saldo devedor total dos contratos com parcela em aberto acima de 31 dias somava a 3,3% (3,8% em dezembro de 2015) do saldo devedor total da carteira. A relação entre o saldo devedor da carteira e saldo do CRI Senior ao final do trimestre era de 144%.

Inadimplência Março/2016	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	7	R\$ 16,028.46	5	R\$ 566,374.21	8.0%
Até 30 dias	4	R\$ 9,296.52	3	R\$ 330,143.64	4.6%
De 31 - 60 dias	1	R\$ 2,297.92	0	R\$ 0.00	0.0%
De 61 - 90 dias	2	R\$ 4,434.02	2	R\$ 236,230.58	3.3%
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 março de 2016, 46 foram quitados antecipadamente pelos clientes e 16 recomprados pela Viver, restando àquela data, 74 contratos vigentes. A concentração dos 10 maiores devedores da carteira é de 17,3%.

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 as obras do Sports Garden e L'Essence seguem em ritmo normal. O quadro abaixo resume o desempenho dos demais empreendimentos até o final de mar/16:

Empreendimento	Data do Lançamento	Data Prevista de Entrega Atual	Número Total de Unidades	% Vendido (dez/15)	% Vendido (mar/16)	% Andamento da Obra (dez/15)	% Andamento da Obra (mar/16)
CTC	ago/09	Entregue	457	96%	99%	100%	100%
The Village	jul/10	Entregue	42	100%	100%	100%	100%
Palladio	mar/11	Entregue	100	88%	100%	100%	100%
Palazzi	mar/12	Entregue	58	94%	98%	100%	100%
L'Essence	dez/13	ago/16	45	81%	81%	87%	91%
Sports Garden ¹	jun/13	dez/16 mar/17 jun/17	150	59%	62%	35%	40%

1- Empreendimento com três torres

No trimestre em análise, o empreendimento Sports Garden apresentou vendas líquidas de 5 unidades (contra 12 distratos em 4T15). O empreendimento CTC registrou venda líquida de 10 unidades no mesmo período (contra 2 no trimestre anterior), enquanto o Palladio obteve venda líquida de 9 unidades (contra 5 no trimestre anterior) e está agora 100% vendido. O Palazzi apresentou vendas líquidas de 2 unidades (contra 5 no trimestre anterior). No consolidado das seis SPEs, o número de unidades vendidas representou 93% do previsto desde o início da operação.

Empreendimento	CTC	Village	Palladio	Palazzi	Sports	L'essence	Total
Finalidade/Localização	Comercial Natal	Res. Fortaleza	Res. Natal	Res. Campinas	Res. Natal	Res. Fortaleza	
Unidades Totais	457	42	100	58	150	45	852
(-)Permuta	82	5	24	8	12	8	139
(-)Vendas Acumuladas	321	36	54	44	64	30	519
(=)Estoque Inicial	54	1	22	6	74	7	157
% Vendas Inicial - Colmeia	80%	88%	69%	85%	84%	79%	75%
(-) Vendas Acumuladas do estoque inicial	49	1	22	5	22	0	99
(=)Estoque ao final do período	5	0	0	1	52	7	58
% Vendas - Colmeia	99%	100%	100%	98%	62%	81%	87%
% de vendas em relação ao estimado	90%	100%	100%	74%	88%	0%	93%

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, aprovada em assembleia realizada no dia 24/02/2016. A proposta envolveu a suavização do cronograma de amortização (calculado com base em premissas mais conservadoras de velocidade de vendas e de repasse) e conseqüente alongamento do prazo final do CRI de junho/18 para dezembro/18 (alteração do duration da operação de 0,35 ano para 1,54 ano). Em contrapartida, houve elevação de 150 bps à taxa do CRI e agregou-se às garantias da operação o fluxo de uma nova SPE do empreendimento L'Essence.

O L'Essence é um empreendimento residencial em Fortaleza que encontra-se 81% vendido (no trimestre, ocorreu uma venda e um distrato), com previsão original de entrega em abril/16 (entrega efetiva prevista hoje para agosto/16, dentro do prazo de tolerância contratual, outubro/16) e agrega 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%. O fundo de reserva montava a R\$1,5 milhão no fim do trimestre. O pagamento da última parcela trimestral do CRI ocorreu sem sobressaltos.

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 primeiro trimestre de 2016, a receita líquida da companhia somou R\$ 104 milhões (-9,6% em relação ao mesmo período de 2015), e o EBITDA foi de R\$ 11,3 milhões (-35% em relação ao 1º trimestre 2015). O nível de alavancagem da empresa, medido pela razão Dívida Líquida/EBITDA passou de 2,25x ao final de 2015 para 2,45x ao final do primeiro trimestre de 2016. Ao final de março de 2016, a Incefra apresentava liquidez e cobertura de juros ($[\text{Ativo Circulante} - \text{Estoque}]/\text{Passivo Circulante} = 1,08x$ e $\text{EBITDA}/\text{Despesas Financeiras Líquidas} = 1,29x$), respectivamente. Os pagamentos do CRI estão ocorrendo normalmente e seguimos acompanhando de perto a evolução do desempenho financeiro da companhia

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 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 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 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), até que tenhamos um cenário mais claro sobre o prazo para a conclusão do processo de execução ou até que a provisão corresponda a 20% do saldo devedor. A administradora reavaliará a provisão para perdas do CRI 9 e realizará os devidos ajustes, se necessário, na medida da evolução do processo de execução. 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).

Distribuições

Nos últimos doze meses, foi distribuído um total de R\$ 55,95 por cota emitida, o que resulta em um *Dividend Yield* de 9,84% ao ano, considerando-se o valor patrimonial da cota ao fim de março de 2016, de R\$ 568,41/cota. Considerando-se o valor da cota em bolsa ao fim de março de 2016, R\$ 539,00, o *Dividend Yield*, pelo mesmo racional, montaria a 10,38% a.a..

Evolução da Cota	out/15	nov/15	dez/15	jan/16	fev/16	mar/16
Cota no início do período	624,17	609,62	589,23	582,30	576,64	572,70
Rendimentos Incorridos no mês	2,96	-2,88	8,83	10,10	11,81	11,47
Ajustes de marcação a Mercado (MtM)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendimentos Distribuídos	-5,75	-5,75	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00
Amortizações	-11,76	-11,76	-11,76	-11,76	-11,76	-11,76
Cota no fim do período	609,62	589,23	582,30	576,64	572,70	568,41

Mês	out/15	nov/15	dez/15	jan/16	fev/16	mar/16
Rendimentos (R\$/cota)	5,75	5,75	4,00	4,00	4,00	4,00
<i>Dividend Yield</i> Anual* (valor da cota na emissão)	6,9%	6,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
<i>Dividend Yield</i> Anual* (valor patrimonial da cota ao fim do	11,3%	11,7%	8,24%	8,3%	8,4%	8,4%
<i>Dividend Yield</i> Anual* (saldo a amortizar ao fim do mês)	12,7%	13,0%	9,3%	9,5%	9,7%	10,0%

Resumo Operacional

Mês	out/15	nov/15	dez/15	jan/16	fev/16	mar/16
RBCBI I*	-1,56%	-0,16%	-9,38%	0,70%	-4,35%	-1,82%
IFIX	2,66%	1,19%	-2,63%	-6,17%	2,95%	9,11%
CDI	1,16%	1,00%	1,16%	1,11%	1,00%	1,16%
Patrimônio (R\$ MM)	32,4	32,2	31,7	30,6	30,4	30,1827
Cota Patrimonial (R\$/cota)	609,62	605,74	597,49	576,64	572,70	568,41
Rendimentos Retidos	68,29	76,16	79,68	70,59	78,41	86,88
Saldo a Amortizar	541,33	529,57	517,81	506,05	494,29	481,53
Valor de Mercado (R\$ MM)	33,5	33,4	30,3	30,5	29,2	28,6
Cotação Bolsa (R\$/cota)	630,00	629,00	570,00	573,99	549,00	539,00
Cota Patrimonial/Cotação em Bolsa	97%	96%	105%	100%	104%	105%
Amortização (R\$/ cota)	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76
Rendimentos (R\$/cota)	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Pagamento Total ao Cotista	15,76	15,76	15,76	15,76	15,76	15,76

*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