



R I O B R A V O

RF *Renda Fixa*

RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I - FII

RELATÓRIO TRIMESTRAL | MARÇO 2017

Comentários do Gestor

De acordo com a base de dados da CETIP, o volume de novas emissões de CRI's no primeiro trimestre de 2017 foi de R\$ 860,6 milhões, contra R\$ 9,26 bilhões no trimestre anterior (redução de 91,0%). Mesmo excluindo o efeito da emissão de R\$ 6,1 bilhões realizado pela Caixa Econômica Federal no 4T16, conforme indicado no último relatório trimestral, observamos uma queda de 75,5% nas novas emissões de CRIs. Apesar dessa queda expressiva, se compararmos o volume de emissões de IT16 vs. IT17, observamos um aumento de 24,4% neste período. Adicionalmente, não ocorreram emissões de CRIs indexados à TR no primeiro trimestre de 2017.

Segundo dados da ANBIMA, as emissões de renda fixa no mercado de capitais doméstico encerraram o IT17 em R\$ 12,6 bilhões vs. R\$ 33,2 bilhões do IT16. Do volume captado no IT16, R\$ 20 bilhões correspondem a emissões de debêntures por empresas de arrendamento mercantil (debêntures de leasing) – esta forma de captação de recursos foi vedada pelo Banco Central do Brasil em outubro de 2016 e deve impactar significativamente o montante de emissões dos títulos de renda fixa no futuro, tendo em vista que esta modalidade correspondia a uma média de 15% das emissões dos últimos 6 anos (2011 a 2016).

As debêntures continuam sendo o instrumento de renda fixa local mais ofertado, correspondendo a 62,7% das emissões no IT16. As NP's foram o segundo instrumento mais emitido, seguido pelos CRAs, FIDCs e CRIs.

Ainda segundo dados da ANBIMA, interpretamos o aumento das emissões de renda fixa externas no IT17 como um sinal positivo de retomada da economia local. O volume no primeiro trimestre de 2017 foi de US\$ 9,95 bilhões, equivalente a 49,1% do montante total emitido durante o ano de 2016

Mercado

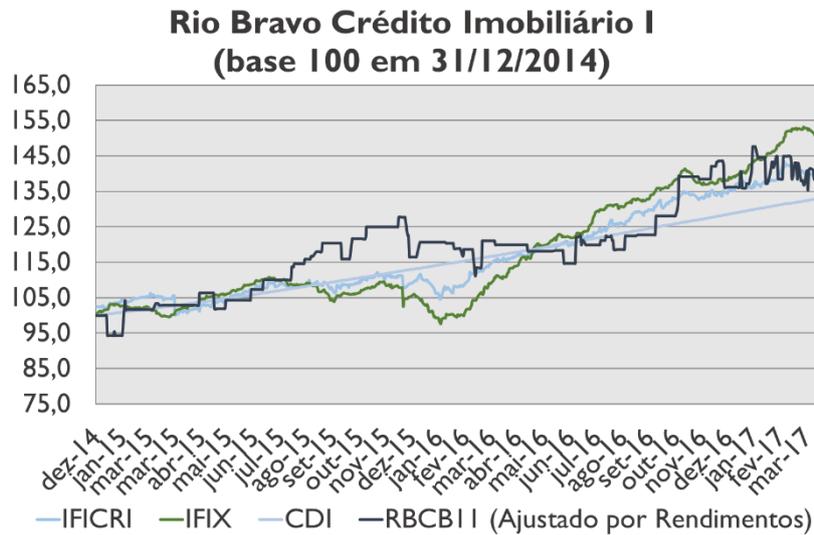
Na bolsa, a cota do Rio Bravo Crédito Imobiliário I – FII, ajustada por rendimentos, registrou variação acumulada de -2,58% no primeiro trimestre de 2017. Em se tratando de um fundo originalmente concebido para investidores qualificados¹, suas cotas apresentam baixa liquidez, com poucas negociações no mercado secundário (121 negócios no 1º trimestre de 2017). O IFIX² valorizou-se em 9,01% e o IFICRI³

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

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.

apresentou rentabilidade positiva de 2,67% no mesmo período, enquanto a variação do CDI foi de 3,03%. Já o IBOVESPA apresentou alta de 7,90%, enquanto os títulos públicos atrelados ao IPCA, representados pelo IMA-B, apresentaram valorização, de +6,89% no período (refletindo redução de taxas de juros reais).



O Dividend Yield⁴ anualizado do IFICRI⁵ encerrou o trimestre em 9,59% a.a., abaixo do verificado ao final de dezembro de 2016, de 11,18% a.a.. O Dividend Yield do IFIX⁶ encerrou o trimestre em questão em 8,42%, inferior ao valor observado ao final do quarto trimestre de 2016, de 9,32%.

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 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.

⁶ Dividend Yield calculado com base no último rendimento pago anualizado e valor da cota em bolsa de cada fundo no final do período, ponderado pelo peso de cada fundo no IFIX

Rio Bravo Crédito Imobiliário I Fundo de Investimento Imobiliário – FII

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

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

Características

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

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

Carteira

Ao final de março de 2017, a carteira do fundo encontrava-se com a seguinte alocação:

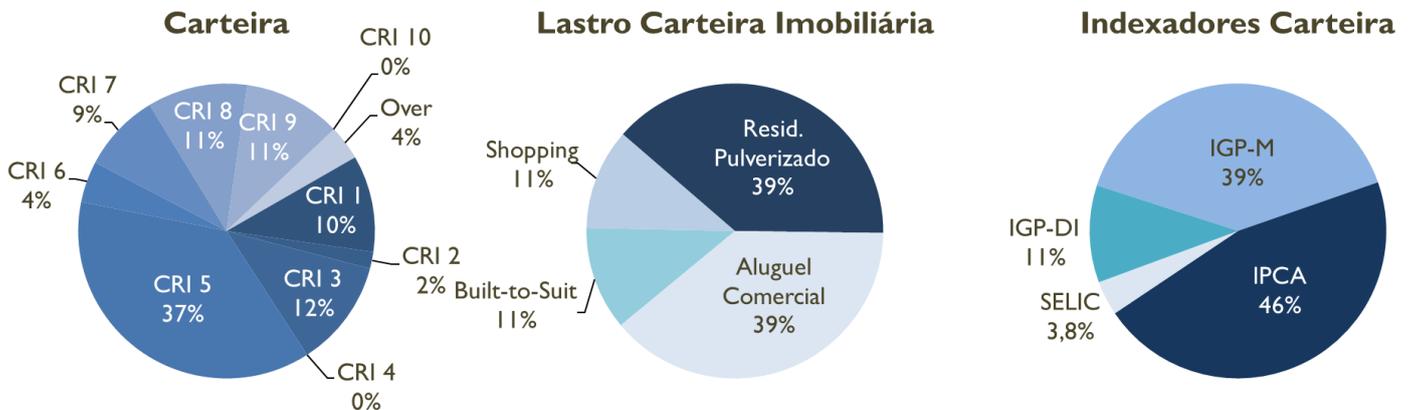
RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I FII - MARÇO 2017

Ativo	Emissor	Emissão/Série	Lastro	Rating	Vencimento	Taxa	% Fundo
CRI 1	CIBRASEC	2º/169ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 9,30%	10,6%
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%	11,8%
CRI 4	CIBRASEC	2º/188ª	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 11,00%	0,0%
CRI 5	APICE	1º/6ª	Aluguel Comercial	"BBB-" Fitch	set-28	IPCA + 8,50%	37,3%
CRI 6	APICE	1º/19ª	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 12,00%	4,5%
CRI 7	CIBRASEC	2º/219ª	Resid. Pulverizado	-	dez-18	IPCA + 12%	8,6%
CRI 8	CIBRASEC	2º/238ª	Built-to-Suit	"A-" SR Rating	fev-25	IGP-M + 11,50%	10,9%
CRI 9	APICE	1º/7ª	Shopping	"A" Liberum	jul-25	IGP-DI + 9,00%	10,7%
CRI 10	CIBRASEC	2º/269ª	Resid. Pulverizado	-	dez-17	IGP-M + 16,00%	0,0%
TOTAL CRIs						Inflação + 9,75% a.a.*	96,3%
TESOURO		-	-	"AAA"	Liquidez em D0	77,5% Selic**	8,0%
Provisões							-4,3%
TOTAL						Inflação + 9,48% a.a.***	100,0%

*Taxa média dos CRI's

**Considerando IR de 22,50%

***Taxa média da carteira total considera curvas de juros nominal e real para duration de 3 anos aproximadamente



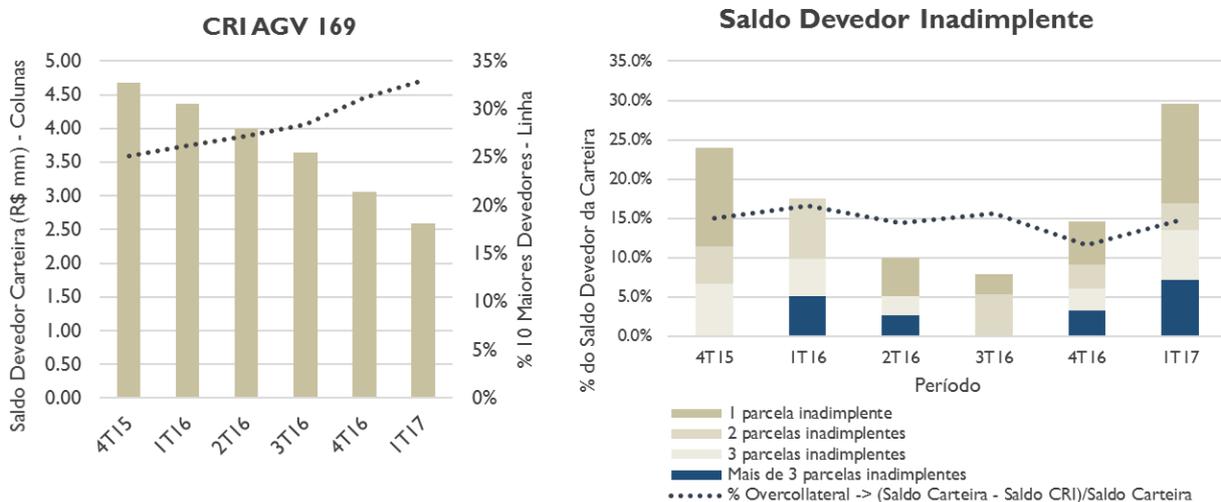
Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI

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 IT17 a inadimplência da carteira de recebíveis que lastreia a operação atingiu 29,6% do saldo devedor total com aumento em relação ao final do trimestre anterior (14,6% do saldo devedor total). A inadimplência além de 30 dias (duas ou mais parcelas inadimplentes) na mesma data representou 16,9% do saldo devedor (5 contratos) contra 9,1% ao final do 4T16 (3 contratos). O primeiro trimestre encerrou-se com quatro contratos com 3 ou mais parcelas inadimplentes (2 contratos ao final do 4T16), sendo que todos 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 33% da carteira total de créditos e o saldo devedor total da carteira representava 117% do saldo devedor do CRI (98% se desconsiderados os contratos inadimplentes em 2 ou mais parcelas).



	Desde Emissão	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17
Contratos Ativos - Início Período	144	55	52	48	48	46	45
Antecipados no período	-1	0	0	0	0	0	0
Recomprados no período	-9	0	0	0	0	0	0
Vencidos do período	-93	-3	-4	0	-2	-1	-4
Contratos Ativos - Final do Período	41	52	48	48	46	45	41

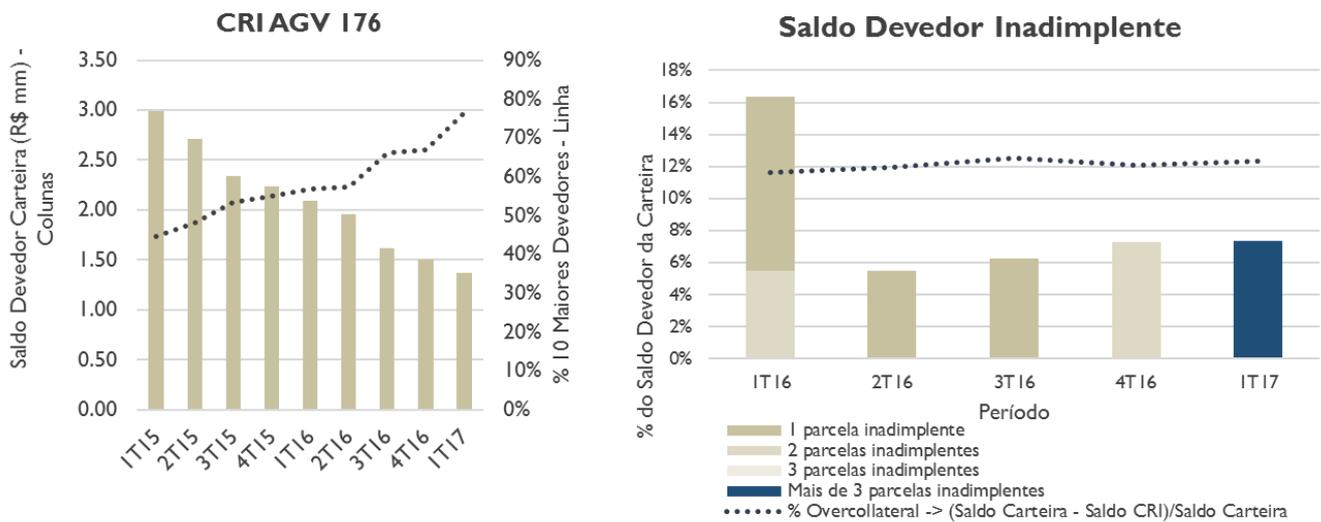
CRI 2 - 176^a série/2^a Emissão da Cibrasec – CRI AGV 176

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 1T17, a carteira do CRI AGV 176 apresentava apenas 1 contrato inadimplente, com 4 parcelas em aberto (ao final do 4T16 era apenas 1 contrato com 2 parcelas em atraso), e cujo saldo devedor representava cerca de 7,3% do saldo devedor da carteira toda. O contrato em questão está em processo de regularização junto ao cliente e, caso as parcelas em aberto não sejam quitadas, a AGV será acionada para recomprar o crédito.

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 1T17, os dez maiores contratos representavam 76% da carteira total de créditos e o saldo devedor total da carteira de recebíveis representava 114% do saldo devedor do CRI (106% se desconsiderados os contratos com 2 ou mais parcelas inadimplentes).



	Desde Emissão	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17
Contratos Ativos - Início Período	63	22	21	20	19	16	16
Antecipados no período	-1	0	0	0	0	0	0
Recomprados no período	-1	0	0	0	0	0	0
Vencidos do período	-45	-1	-1	-1	-3	0	0
Contratos Ativos - Final do Período	16	21	20	19	16	16	16

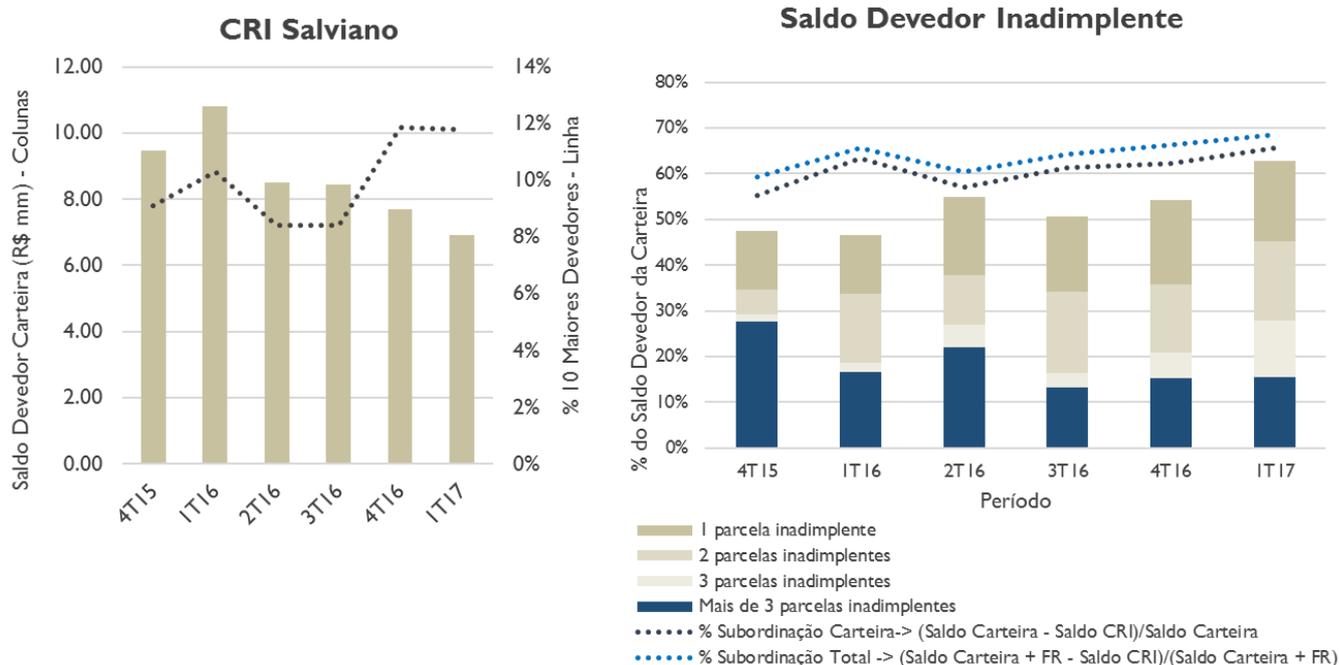
CRI 3 - 282ª série/Iª Emissão da Brazilian Securities – CRI Loteamento Estrela

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 IT17, havia 363 contratos ativos, sendo que os 10 maiores devedores representavam 11,8% do saldo devedor total da carteira. Do total dos contratos, 47 apresentavam duas parcelas em aberto (60 ao final de 4T16) e 85 contratos apresentavam três ou mais parcelas em aberto (60 ao final de 4T16). Apesar do elevado número absoluto de contratos inadimplentes, cerca de 63% 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	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17
Contratos Ativos - Início Período	994	994	659	618	587	534	448
Antecipados no período	-316	-224	-19	-9	-44	-12	-8
Recomprados no período	-19	-10	-2	-2	0	-5	0
Vencidos do período	-296	-101	-20	-20	-9	-69	-77
Contratos Ativos - Final do Período	363	659	618	587	534	448	363

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.



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. 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 “Supersenior”. A emissão do CRI “Supersenior” ocorreu em julho/2016. Essa emissão será paga prioritariamente com os recursos arrecadados dos mutuários.

Entretanto, a Cameron apresentou novas revisões ao orçamento de obras do Felicitá, superando o valor aportado pelo CRI Supersenior para sua conclusão. Ao final do trimestre em análise estimava-se um déficit adicional próximo a R\$ 1,0 milhão para sua efetiva conclusão. Além disso, a Cameron não cumpriu com determinadas exigências e obrigações estabelecidas pelas assembleias gerais dos CRI, bem como outras condições pactuadas no âmbito da operação dos CRI, notadamente, cumprimento de exigências cartoriais relativas ao registro das garantias prestadas aos CRI, bem como o repasse à securitizadora de recebíveis arrecadados indevidamente. Diante do quadro, em assembleia de investidores realizada em 17 de março de 2017, foi decretado o vencimento antecipado dos CRI 4 e CRI 10 (CRI e CRI Supersenior, respectivamente).

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. Por conta disso, e também considerando a incerteza em relação ao volume de garantias reais atuais do CRI, a instituição responsável pela controladoria do fundo adotou postura conservadora, decidindo provisionar integralmente a posição do fundo nos CRI 4 e 10 em causa. Na medida em que o quadro em relação à execução das garantias ficar mais claro e/ou mediante a redução do saldo devedor dos CRI 4 e 10 com o devido pelos adquirentes das unidades residenciais, essa provisão poderá ser revertida total ou parcialmente. Por ora, o quadro ainda não é claro o suficiente para ensejar revisão na provisão.

Paralelamente, foi designada uma comissão de representantes do CRI que vem interagindo com representante da Cameron e dos mutuários do Felicitá com vistas à pronta conclusão da obra.

Estamos atuando junto à securitizadora e aos assessores legais contratados pelos patrimônios separados dos CRI 4 e 10 de modo a tomar todas as medidas para a finalização das obras do empreendimento Felicitá, a viabilização do pagamento, pelos mutuários, dos seus respectivos saldos devedores cedidos à operação, execução das garantias e demais ações cabíveis contra a devedora Cameron.

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 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 primeiro trimestre 2017, o saldo do fundo de reserva era de R\$ 1,08 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.

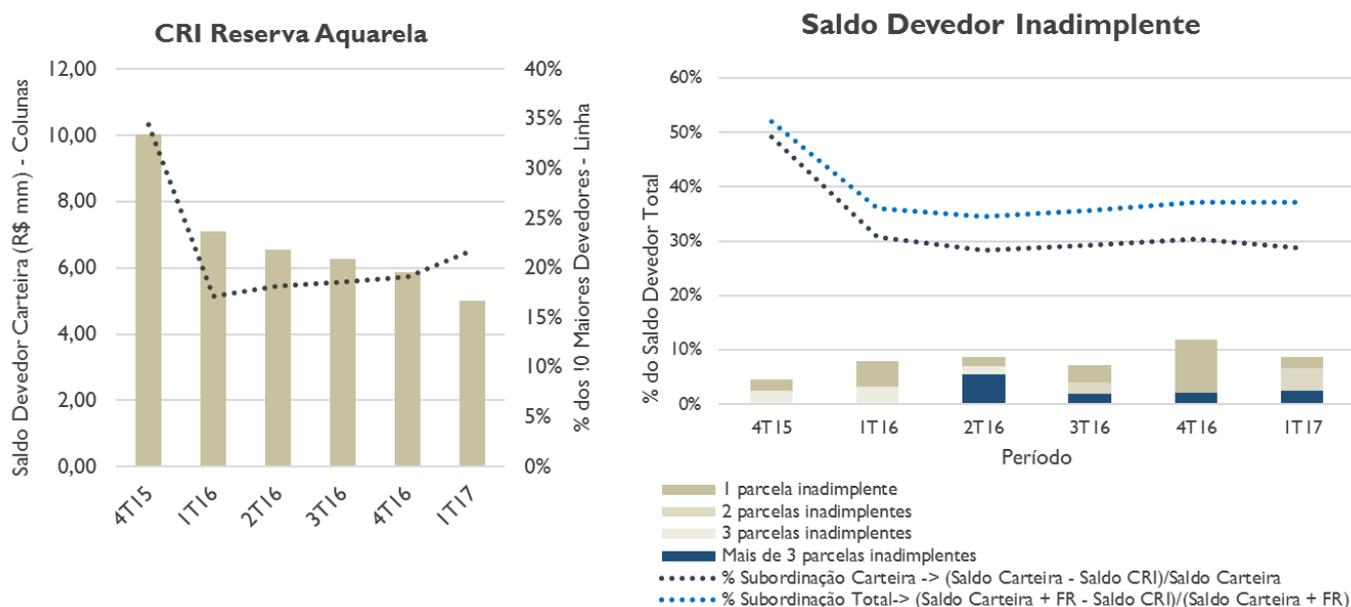
A estrutura original de garantias da operação é composta por subordinação de 20%, alienação fiduciária da totalidade dos lotes cujos contratos foram cedidos à operação, obrigação de recompra dos contratos

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 IT17, havia 60 contratos ativos, sendo que os 10 maiores contratos representavam 22% do saldo devedor da carteira. Ao final do trimestre em análise, havia 4 contratos inadimplentes, sendo 1 contrato com apenas uma parcela em aberto, 2 contratos 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 6,5% do saldo devedor da carteira. Ao final do IT17, o saldo da carteira de créditos, somada ao fundo de reserva, representava 159% do saldo devedor do CRI Sênior (150% se desconsiderados os contratos inadimplentes em 2 ou mais parcelas).



	até 4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	IT17
Contratos Ativos - Início Período	136	77	74	65	65	65
Antecipados no período	-1	0	-1	0	0	-5
Recomprados no período	-16	0	0	0	0	0
Vencidos do período	-42	-3	-8	0	0	0
Contratos Ativos - Final do Período	77	74	65	65	65	60

Continuamos acompanhando o desenvolvimento da recuperação judicial da Viver, que por sua vez não teve notícias relevantes dentro do ITI7. Reiteramos que o processo não trará nenhum prejuízo aos investidores dos CRIs em função do mesmo respeitar o patrimônio de afetação característico do CRI, conforme explicado no relatório do 4TI6.

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 primeiro trimestre de 2017, o volume de vendas dos seis empreendimentos cujos dividendos foram cedidos à operação foi 7% superior ao projetado⁸. Atualmente, apenas o projeto Sports Garden está em construção e possui previsão de entrega da primeira das três fases até o final de 2017.

Em março de 2017, a projeção futura de dividendos esperados a serem gerados pelas 6 SPEs montava volume de R\$ 37,2 milhões, equivalente a 245% do saldo devedor do CRI na mesma data, de R\$ 15,2 milhões. Apesar da razão de garantia acima mencionada, o fluxo de caixa das SPEs ainda não tem se

⁸ Já considerando o fluxo revisado, após AGE de fev/16.

materializado de forma suficiente para gerar antecipação da amortização do CRI, de forma que os pagamentos do mesmo vêm sendo realizados nas datas previstas diretamente pela Construtora Colmeia, holding que controla as SPEs.

Adicionalmente, durante o ano de 2016, a Construtora Colmeia reportou uma receita líquida de R\$ 195,6 milhões e EBITDA de R\$ 32,2 milhões (16,5% de margem). O Lucro Líquido do exercício do ano foi de R\$ 9,6 milhões. Em comparação com 2015, o resultado da companhia sofreu uma redução de 24,0% na receita líquida e de 52,7% no lucro líquido. A dívida líquida da companhia encerrou o período em R\$ 207,5 milhões, dos quais R\$ 179,4 milhões correspondem a financiamento à produção de imóveis (SFH) – expurgando este valor, a dívida corporativa da companhia é de R\$ 28,1 milhões (redução de 19,4% em relação à 2015). O covenant financeiro de dívida líquida (ex-SFH) sobre o patrimônio líquido (R\$ 78,8 milhões) foi de 0,36x, inferior ao limite de 1,3x.

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 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.

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 quarto trimestre, o índice de alavancagem ficou em 4,56x, acima do valor limite estabelecido *covenant*. Até a finalização deste relatório não havíamos recebido as informações financeiras da Incefra referentes ao fechamento do IT17, que serão comentadas no próximo relatório trimestral.

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 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.

O Shopping vem desde então sendo administrado judicialmente pela ProOverseas, sendo que o juízo determinou que essa administração seja custeada pelo patrimônio separado do CRI, o que vem sendo efetuado com recursos disponíveis em reserva na securitizadora.

Após o encerramento do trimestre, foi proferida nova decisão pelo Juízo de 1ª instância extinguindo a ação cautelar impetrada pelo MGrupo. O juízo também julgando improcedente a ação principal por eles iniciada. Com essa decisão, cai a liminar que impedia o prosseguimento do procedimento de excussão das garantias reais, sendo certo, que ainda cabe recurso.

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 em julho/16 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 seriam, portanto, destinado prioritariamente à quitação do CRI 10 de modo que, esperava-se que o mesmo tivesse prazo inferior a um ano. Após a integral quitação desse CRI, o CRI 4 passará a ser amortizado com a arrecadação dos recebíveis. Na emissão, o fluxo projetado de recebíveis cedidos em prioridade para o CRI 10 representava cerca de 13x o seu saldo devedor na emissão. A operação tinha prazo de 18 meses e taxa de remuneração de IGP-M+16% a.a..

A operação deveria contar também com garantias reais cujo valor de avaliação somados monta ao mesmo saldo do CRI. Entretanto, a Cameron não cumpriu com todas exigências cartoriais para a perfeita constituição dessas garantias. Após diversas notificações à devedora ultimando o cumprimento das obrigações, o CRI 10 foi declarado vencido na mesma data do vencimento antecipado do CRI 4.

Da mesma forma como descrito no CRI 4, por conta dos atrasos nas entregas das obras, a análise da inadimplência da carteira cedida fica prejudicada, pois a maioria dos contratos tem hoje suas parcelas pós-chaves descasadas da previsão utilizada para a modelagem original do CRI. Por conta disso, e também considerando a incerteza em relação ao volume de garantias reais atualizado dos CRI, a instituição responsável pela controladoria do fundo adotou postura conservadora, decidindo provisionar integralmente a posição do fundo nos CRI 4 e 10 em causa. Na medida em que o quadro em relação à execução das garantias ficar mais claro e/ou mediante a redução do saldo devedor dos CRI 4 e 10 com o devido pagamento dos saldos devedores pelos adquirentes das unidades residenciais, essa provisão poderá ser revertida total ou parcialmente. No caso do CRI 10, em virtude de do alto grau de sobrecolateralização e prioridade no recebimento de créditos, a despeito da provisão integral, caso seja possível concluir a obra do Felicitá rapidamente (e considerando que o mecanismo jurídico que dá blindagem à recebíveis cedidos fiduciariamente prove-se eficaz), a gestora acredita em alto grau de recuperação do saldo devedor do CRI 10.

Estamos atuando junto à securitizadora e aos assessores legais contratados pelos patrimônios separados dos CRI 4 e 10 de modo a tomar todas as medidas para a finalização das obras do empreendimento, a viabilização do pagamento, pelos mutuários, dos seus respectivos saldos devedores cedidos à operação, execução das garantias e demais ações cabíveis contra a devedora Cameron e seus responsáveis.

Distribuições

Nos últimos doze meses, foram distribuídos rendimentos de R\$ 59,05 por cota emitida, o que resulta em um *Dividend Yield* de 11,99% ao ano, considerando-se o valor médio da cota patrimonial dos últimos 12 meses, de R\$ 492,69/cota. Considerando o valor médio da cota em bolsa, de R\$ 485,35, o *Dividend Yield*, pelo mesmo racional, montaria a 12,17% a.a.. Adicionalmente, em função do provisionamento dos CRIs 4 e 10, conforme explicado no acompanhamento das operações, a cota patrimonial sofreu um impacto negativo de R\$ 60,09 por cota em Mar/17.

Evolução da Cota	out/16	nov/16	dez/16	jan/17	fev/17	mar/17
Cota no início do período	\$507,18	\$492,91	\$476,59	\$466,85	\$456,12	\$448,14
Rendimentos Incorridos - Competência	\$2,49	\$0,94	\$7,52	\$5,33	\$7,78	(\$60,09)
Rendimentos Distribuídos	(\$5,00)	(\$5,50)	(\$5,50)	(\$4,30)	(\$4,00)	(\$4,00)
Amortização de Cotas	(\$11,76)	(\$11,76)	(\$11,76)	(\$11,76)	(\$11,76)	(\$11,76)
Cota no fim do período	\$492,91	\$476,59	\$466,85	\$456,12	\$448,14	\$372,28

Mês	out/16	nov/16	dez/16	jan/17	fev/17	mar/17
Rendimentos (R\$/cota)	5,00	5,50	5,50	4,30	4,00	4,00
<i>Dividend Yield Anual*</i> (sobre cota patrimonial)	12,2%	13,8%	14,1%	11,3%	10,7%	12,89%
<i>Dividend Yield Anual*</i> (sobre cota em bolsa)	11,9%	13,6%	14,3%	11,0%	10,5%	10,79%

*anualizando-se o *Dividend Yield* do mês

Resumo Operacional

Mês	out/16	nov/16	dez/16	jan/17	fev/17	mar/17
RBCBI I	5,03%	-3,80%	-5,15%	2,17%	-3,19%	-2,20%
IFIX	3,80%	-2,55%	1,47%	3,76%	4,86%	0,20%
IFICRI - Rio Bravo	2,85%	-0,03%	1,53%	0,09%	4,00%	-1,37%
CDI	1,05%	1,04%	1,12%	1,08%	0,86%	1,05%
Patrimônio (R\$ MM)	26,17	25,31	24,79	24,22	23,80	19,77
Cota Patrimonial (R\$/cota)	492,91	476,59	466,85	456,12	448,14	372,28
Valor de Mercado (R\$ MM)	26,77	25,75	24,43	24,96	24,16	23,63
Cotação Bolsa (R\$/cota)	504,15	485,00	460,00	470,00	455,00	445,00
Cotação em Bolsa/Cota Patrimonial	102%	102%	99%	103%	102%	120%
Amortização (R\$/cota)	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76
Rendimentos (R\$/cota)	5,00	5,50	5,50	4,30	4,00	4,00
Pagamento Total ao Cotista	16,76	17,26	17,26	16,06	15,76	15,76