



R I O B R A V O

RF *Renda Fixa*

RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I - FII

RELATÓRIO TRIMESTRAL | SETEMBRO 2016

Comentários do Gestor

De acordo com a base de dados da CETIP, o volume de novas emissões de CRIs no terceiro trimestre de 2016 foi de R\$ 2,28 bilhões, registrando alta de 17,7% vis-à-vis o mesmo período do ano anterior. Já a quantidade de operações foi a mesma nos dois trimestres: 40 emissões em cada. Não há emissões indexadas à TR nesse trimestre (contra 7 no 3º trimestre de 2015). Excluídas da comparação as emissões indexadas à TR observa-se aumento de 108% no volume emitido no terceiro trimestre desse ano quando comparado ao terceiro trimestre de 2015.

No acumulado dos nove primeiros meses do ano verifica-se recuperação semelhante: aumento de 12,4% no volume total de emissões de CRIs quando comparado ao mesmo período do ano anterior, totalizando R\$ 8,5 bi em 2016, e aumento de 85,8% quando desconsideradas as operações indexadas à TR. Ao todo, foram 90 emissões nos primeiros nove meses de 2016 (83 não indexadas à TR) e 111 nos nove primeiros meses de 2015 (66 não indexadas à TR).

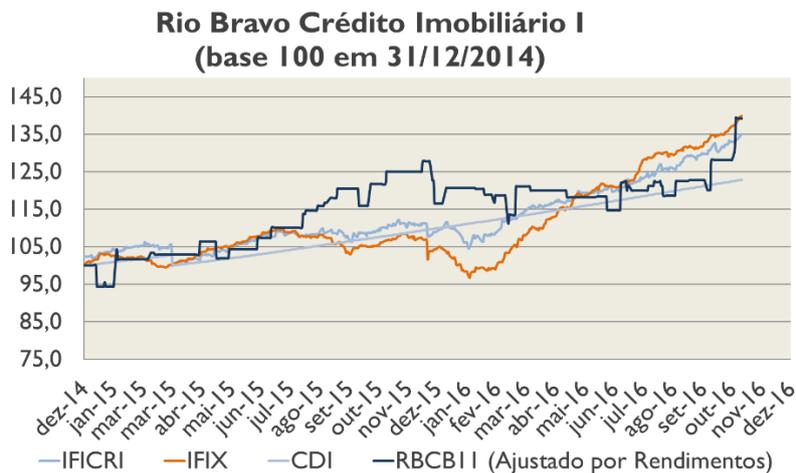
O aumento do volume de emissões de CRI, entretanto, não é representativo do desempenho do segmento de renda fixa como um todo. Segundo a ANBIMA, no acumulado dos nove primeiros meses do ano, as captações de renda fixa no mercado de capitais apresentaram retração de 29% em comparação ao mesmo período de 2015. As operações com debêntures recuaram 31,5%, as com FIDCs registraram redução de 24,4% e as com notas promissórias apresentaram recuo de 46,6%. Essa mesma comparação levando em conta apenas o terceiro trimestre aponta resultados melhores para esse ano, mas ainda abaixo do observado em 2015. No agregado, de acordo com os dados ANBIMA, observa-se uma redução de 2,1% nas captações de renda fixa frente ao terceiro trimestre de 2015 (debêntures -2,7%, NPs -30% e FIDCs +7,7% no período com a mesma base de comparação).

Mercado

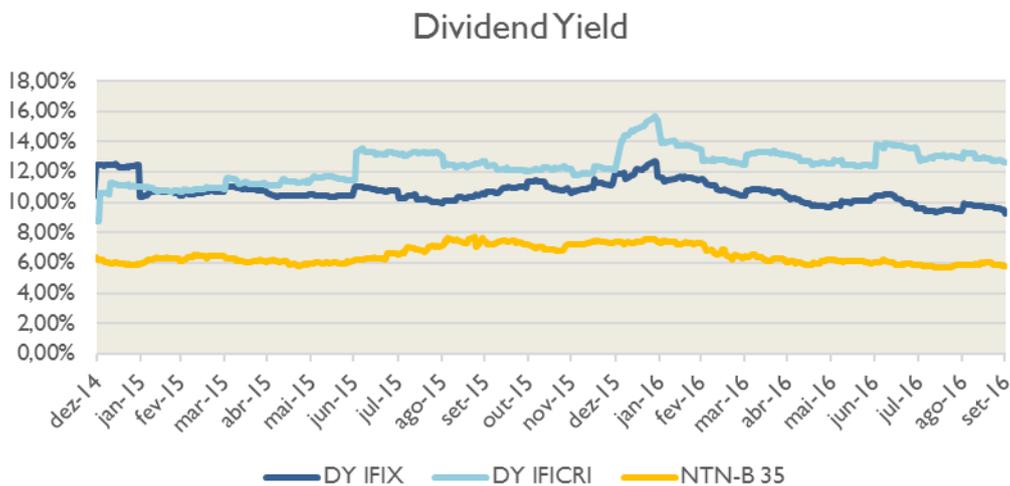
Na bolsa, a cota do Rio Bravo Crédito Imobiliário I – FII registrou variação acumulada de +4,97% no terceiro trimestre. Vale ressaltar que, em se tratando de um fundo originalmente concebido para investidores qualificados¹, suas cotas apresentam baixa liquidez, com poucas negociações no mercado secundário (58 negócios no 3º 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 10,87% e o IFICRI³ apresentou rentabilidade positiva de 9,22% no período, enquanto a variação do CDI foi de 3,47%. Já o IBOVESPA apresentou alta de 13,28%, enquanto os títulos públicos atrelados ao IPCA, representados pelo IMA-B, apresentaram valorização, de +5,04% no período (refletindo redução de taxas).



O Dividend Yield⁴ anualizado do IFICRI⁵ encerrou o trimestre em 12,61% a.a., ligeiramente acima do verificado ao final de março de 2016, de 12,43% a.a.. O Dividend Yield do IFIX⁶ encerrou o trimestre em questão em 9,28%, abaixo do verificado ao final do trimestre anterior, de 10,21%.



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	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 do terceiro trimestre de 2016, a carteira do fundo encontrava-se com a seguinte alocação⁸:

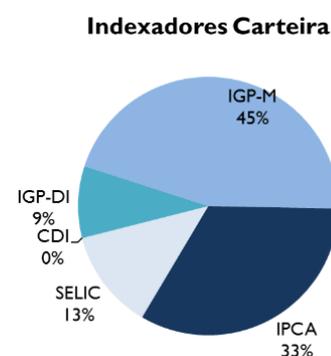
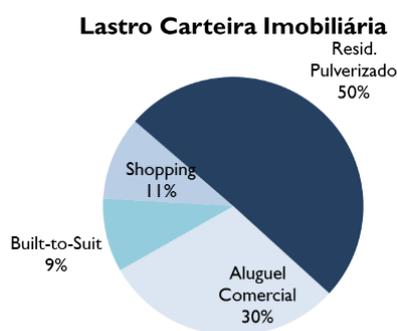
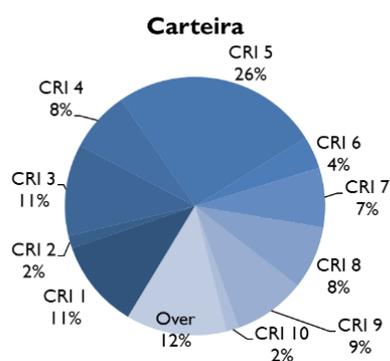
RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I FII - SETEMBRO/16

Ativo	Emissor	Emissão/Série	Lastro	Rating	Vencimento	Taxa	% Fundo
CRI 1	CIBRASEC	2º169 ^a	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 9,30%	11,2%
CRI 2	CIBRASEC	2º176 ^a	Resid. Pulverizado	-	mar-20	IGP-M + 9,30%	1,6%
CRI 3	BRAZILIAN SEC	1º282 ^a	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 10,50%	11,6%
CRI 4	CIBRASEC	2º188 ^a	Resid. Pulverizado	-	dez-19	IGP-M + 11,00%	7,7%
CRI 5	APICE	1º6 ^a	Aluguel Comercial	"BBB-" Fitch	set-28	IPCA + 8,50%	25,9%
CRI 6	APICE	1º19 ^a	Resid. Pulverizado	-	dez-21	IGP-M + 12,00%	4,1%
CRI 7	CIBRASEC	2º219 ^a	Resid. Pulverizado	-	dez-18	IPCA + 12%	7,5%
CRI 8	CIBRASEC	2º238 ^a	Built-to-Suit	"A-" SR Rating	fev-25	IGP-M + 11,50%	7,9%
CRI 9	APICE	1º7 ^a	Shopping	"A" Liberum	jul-25	IGP-DI + 9,00%	9,0%
CRI 10	CIBRASEC	2º269 ^a	Resid. Pulverizado	-	dez-17	IGP-M + 16,00%	1,6%
TOTAL CRIs						Inflação + 10,04% a.a.*	88,1%
Over	TESOURO	-	-	"AAA"	Liquidez em D0	77,5% Selic**	12,6%
	Provisões						-0,7%
TOTAL						Inflação + 9,24% 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 processo de execução de garantias, a rentabilidade média ponderada dos CRIs é de inflação + 9,09%, enquanto a do ativo do fundo como um todo é de inflação + 8,40%.

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 Setembro/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	5	R\$ 16.916,84	3	R\$ 285.348,49	7,8%
Até 30 dias	3	R\$ 10.132,75	1	R\$ 93.101,04	2,6%
De 31 - 60 dias	2	R\$ 6.784,10	2	R\$ 192.247,45	5,3%
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%

Dos 144 contratos que originalmente lastreavam a operação, 88 venceram (2 no trimestre em questão), 9 foram recomprados pela Cedente (nenhum em 3T16) e 1 foi quitado antecipadamente (nenhum quitado no trimestre), restando, ao final de setembro de 2016, 46 contratos vigentes. Ao final do trimestre, havia dois contratos com parcelas vencidas entre 31 e 60 dias (0 contratos ao final de junho/2016), nenhum contrato com parcelas vencidas entre 61 e 90 dias (1 contratos ao final de junho/2016) e nenhum contrato com parcelas vencidas há mais de 90 dias (1 contratos ao final de junho/2016). Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 28,44% do saldo devedor total da carteira (27,26% em jun/16), dos quais quatro devedores nunca atrasaram durante toda a operação, quatro nunca atrasaram mais de 30 dias, e dois já apresentaram atrasos de 60 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 Setembro/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	1	R\$ 3.305,71	1	R\$ 100.862,15	6,9%
Até 30 dias	1	R\$ 3.305,71	1	R\$ 100.862,15	6,9%
De 31 - 60 dias	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
De 61 - 90 dias	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%
Acima de 90 dias	0	R\$ 0,00	0	R\$ 0,00	0,0%

Ao final de setembro/2016, o volume de parcelas vencidas e não pagas montava a R\$ 3,3 mil, sendo que não havia contratos inadimplentes há mais de 30 dias (0 ao final de março/2016).

Dos 63 contratos que originalmente lastreavam a operação, 1 foi quitado antecipadamente (nenhum no trimestre em questão), 45 venceram (três no trimestre em questão) e 1 foi recomprado pela Cedente (nenhum no trimestre em questão), restando, ao final de setembro de 2016, 19 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 73,55% do saldo devedor total da operação (63,60% ao final de junho/2016). Destes devedores, três nunca atrasaram pagamentos durante toda a operação, cinco nunca atrasaram pagamentos em mais de 30 dias, um apresentou quatro atrasos até 60 dias e o outro 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 risco primário da operação é o inadimplemento por parte dos mutuários compradores dos lotes.

Inadimplência Setembro/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	1141	R\$590.329	211	R\$4.274.129	50,69%
Até 30 dias	208	R\$124.434	89	R\$1.395.258	16,55%
De 31 - 60 dias	122	R\$74.367	67	R\$1.497.705	17,76%
De 61 - 90 dias	51	R\$31.305	18	R\$259.797	3,08%
Acima de 90 dias	760	R\$360.224	37	R\$1.121.369	13,30%

Ao final do terceiro trimestre, do total de 534 contratos vigentes, 211 apresentavam parcelas em aberto (240 ao final de junho/16). Desses, 89 contratos apresentavam apenas uma parcela em aberto (96 ao final do trimestre anterior). Os 37 contratos com inadimplência acima de 90 dias (53 ao final de jun/16) representam 13,3% do saldo devedor da carteira (13,66% ao final de jun/16). O fluxo da série sênior é protegido pela subordinação inicial de 50,1%. A operação conta com a coobrigação da cedente, que será acionada caso a subordinação caia para valor inferior a 20%. Mesmo com a segurança dada pela subordinação estamos acompanhando a inadimplência com os administradores da carteira, que está sendo tratada via acordos e notificações. Devido ao nível de inadimplência, demandamos, início do ano, a substituição do servicer da carteira da operação e, desde então, os indicadores de inadimplência têm apresentado melhora.

Ao final de setembro/16, o saldo do Fundo de Reserva montava a R\$ 740 mil, equivalente a 23% do saldo devedor da série sênior na mesma data. Dos 994 contratos que originalmente lastreavam a operação, ao final de setembro de 2016, 296 foram antecipados pelos clientes (23 no trimestre em questão), 14 recomprados pela Cedente (nenhum no trimestre) e 150 tiveram seu prazo encerrado (3 no terceiro trimestre), restando àquela data, 534 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 9,23% do saldo devedor total da operação (8,55% ao final de junho/16).

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%.

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 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 “Supersenior”.

A emissão do CRI “Supersenior” 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 Supersenior permitiu também a agregação subsidiária de uma nova garantia hipotecária (valor estimado de R\$1,5 milhão) ao CRI Cameron original, bem como permitiu que outra garantia, ora existente em segundo grau, passe ao primeiro grau, tão logo quitado o novo CRI Supersenior, reforçando a estrutura de garantias do CRI em análise.

O percentual acumulado do andamento da obra Felicitá era de 97,28% ao final do mês de outubro, de acordo com o relatório de medição de obras. A estimativa mais recente é de conclusão da obra ao final do ano.

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 e evolução do cronograma de obras do Felicitá.

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 152 contratos de 9 empreendimentos representando uma sobrecolateralização de 107,5% sobre o saldo devedor do CRI Sênior, já subtraído do saldo devedor da carteira o saldo do “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). Dentre os contratos remanescentes, os dez maiores contratos, em termos de saldo devedor, concentram 15,8% 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 Barra Funda



Imóvel Higienópolis

imóvel localizado no bairro da 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 junho de 2016, o saldo do fundo de reserva era de R\$ 997,8 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 junho/16, montava a R\$ 619 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 setembro de 2016, havia um contrato com uma parcela em aberto entre 31 e 60 dias (um em junho de 2016) e um apresentava atrasos acima de 90 dias (2 em junho). Antes do término desse relatório, o cliente que apresentava atrasos acima de 90 dias negociou sua dívida, acordando em pagá-la em 6 vezes. O saldo devedor total dos contratos com parcela em aberto acima de 31 dias somava 3,9% (7,1% ao término do trimestre anterior) do saldo devedor total da carteira. A relação entre o saldo devedor da carteira e saldo do CRI Sênior ao final do trimestre era de 137,3%.

Inadimplência Setembro/2016	Parcelas em Aberto	Valor em Aberto	Contratos em Aberto	S. Devedor dos Contratos em Aberto	S. Devedor em Aberto/ Saldo Devedor Carteira
Total	9	R\$ 21.825,06	4	R\$ 454.529,78	7,2%
Até 30 dias	2	R\$ 5.036,03	2	R\$ 208.434,27	3,3%
De 31 - 60 dias	3	R\$ 7.301,53	1	R\$ 120.010,61	1,9%
De 61 - 90 dias	1	R\$ 2.393,38	0	R\$ 0,00	0,0%
Acima de 90 dias	3	R\$ 7.094,12	1	R\$ 126.084,90	2,0%
Cobrança extra-judicial	-	-	-	-	-

Dos 136 contratos que originalmente lastreavam essa operação, ao final de setembro de 2016, 55 foram quitados antecipadamente pelos clientes (dois no trimestre) e 16 recomprados pela Viver durante o período (nenhum no trimestre), restando àquela data, 65 contratos vigentes. A concentração dos 10 maiores devedores da carteira é de 18,57%, sendo que apenas um deles possuía algum valor em aberto (uma parcela inadimplente em até 30 dias).

Durante o terceiro trimestre de 2016, a Viver entrou em processo de recuperação judicial. Entretanto, a operação já não conta mais, desde setembro de 2015, com qualquer coobrigação da Viver (*true-sale*) e os pagamentos do CRI vêm ocorrendo normalmente desde então. As cotas da SPE cedente dos créditos encontram-se alienadas fiduciariamente à operação. Ainda que a alienação fiduciária proteja esse ativo da recuperação judicial da holding, a SPE acima mencionada foi originalmente incluída no processo de recuperação judicial consolidado do grupo Viver. Subsequentemente, essa inclusão foi rejeitada pelo juiz responsável pelo processo. No entanto, o ingresso da SPE no pedido de Recuperação Judicial da Viver desencadeou a convocação de uma Assembleia para deliberar sobre a questão, a realizar-se nas próximas semanas.

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 (essa necessidade de aporte não existiu, 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 Colmeia.

Como descrito no relatório anterior, houve um reescalonamento da curva de amortização do CRI, aprovado em assembleia realizada no dia 24/02/2016, necessário devido ao repasse de mutuários em velocidade aquém do originalmente projetado. Com isso, o prazo final do CRI foi alterado de maio/18 para dezembro/18, houve alteração da *duration* da operação de 0,3 ano para 1,54 ano, elevação de 150 bps na 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 se encontrava no momento da cessão 81% vendido, 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, ficou em 200%. O fundo de reserva montava a R\$1,5 milhão no fim do trimestre. Os pagamentos do CRI desde vêm ocorrendo normalmente.

No que diz respeito à evolução das obras ainda em andamento, o L'Essence encontrava-se ao final do trimestre 94% finalizado, com previsão de conclusão para dezembro desse ano. Já o Sports Garden segue com a data prevista de entrega das três torres para os meses de março, junho e setembro de 2017 e estão 75% completas. O quadro abaixo resume o desempenho dos empreendimentos até o final de set/16:

Empreendimento	Data do Lançamento	Data Prevista de Entrega Atual	Número Total de Unidades	% Vendido (mar/16)	% Vendido (jun/16)	% Andamento da Obra
CTC	ago/09	Entregue	457	99%	99%	100%
The Village	jul/10	Entregue	42	100%	100%	100%
Palladio	mar/11	Entregue	100	100%	100%	100%
Palazzi	mar/12	Entregue	58	98%	100%	100%
L'Essence	dez/13	dez/16	45	87%	95%	94%
Sports Garden ¹	jun/13	mar/17 jun/17 set/17	150	67%	67%	75%

1- Empreendimento com três torres

No trimestre em análise, o empreendimento CTC apresentou vendas líquidas de 2 unidades (contra 0 em 2T16). O empreendimento Sports Garden não registrou venda líquida no período (6 no trimestre anterior). No Palazzi, a última unidade em estoque foi vendida no trimestre (1 venda líquida no período contra 0 no trimestre anterior). O empreendimento L'essence apresentou vendas líquidas de 2 unidades (contra 2 em 2T16), chegando a 95% das unidades vendidas. No consolidado das seis SPEs, o número de

unidades vendidas, considerando as premissas utilizadas na reestruturação do CRI, representou 97% do previsto.

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	549
(=)Estoque Inicial	54	1	22	6	74	7	164
% Vendas Inicial - Colmeia	80%	88%	69%	85%	84%	79%	80%
(-) Vendas Acumuladas do estoque inicial	51	1	22	6	28	5	113
(=)Estoque ao final do período	3	0	0	0	46	2	51
% Vendas - Colmeia	99%	100%	100%	100%	67%	95%	93%
% de vendas em relação ao estimado	94%	100%	100%	100%	89,9%	139%	97,0%

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'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 dois anos subsequentes. A captação de recursos do presente CRI teve como finalidade melhorar o perfil de endividamento da companhia com o alongamento de seu prazo. Com esse objetivo, a companhia utilizou uma estrutura de Sale-and-lease back para captação de recursos no mercado de capitais a partir de um de seus complexos industriais em Cordeirópolis-SP.

No terceiro trimestre de 2016, a receita líquida da companhia somou R\$ 111 milhões (-2,0% em relação ao 3º trimestre de 2015), e o EBITDA foi de R\$ 9,6 milhões (+45,3% em relação ao mesmo período 2015).

Com receita líquida e endividamento líquido da companhia estáveis vis-à-vis o trimestre anterior, a melhora nas margens levou o indicador Dívida Líquida/EBITDA a cair de 3,07x ao final de junho de 2016 para 2,95x ao final do terceiro trimestre de 2016 (Margem bruta: +2,62 p.p. e margem ebitda: +2,29 p.p., em relação ao segundo trimestre). Ao final do período, a Incefra apresentava liquidez seca de 1,63x ([Ativo Circulante – Estoque]/Passivo Circulante) ante 1,55x ao final de junho de 2016. Os pagamentos do CRI estão ocorrendo normalmente e seguimos acompanhando de perto a evolução do desempenho operacional 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 mensal de 1,67% do saldo devedor do CRI 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 seis meses anteriores à decretação do vencimento antecipado desse CRI, os rendimentos do mesmo representaram, em média, cerca de 6% do total de rendimentos pagos pelo fundo.

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. O TJ do Rio Grande do Sul decidiu pela manutenção da liminar que por ora suspende a execução extrajudicial das garantias e remeteu o processo para apreciação pelo juízo de primeira instância. A securitizadora entrou com recurso no STJ na tentativa de retomar o rito extrajudicial e, paralelamente, segue acompanhando o andamento do processo na primeira instância.

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

Conforme mencionado anteriormente, tal operação tem como finalidade levantar os recursos necessários para a finalização das obras de um dos empreendimentos lastro do CRI 4 (CRI Cameron). 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. A operação conta também com garantias reais cujo valor de avaliação somados monta ao mesmo saldo do CRI. 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. O CRI Supersenior permitiu também a agregação subsidiária de uma nova garantia hipotecária ao CRI Cameron original (valor estimado de R\$1,5 milhão), bem como permitiu que outra garantia, ora existente em segundo grau, passe ao primeiro grau, tão logo quitado o novo CRI Supersenior, reforçando a estrutura de garantias do CRI 4.

Distribuições

Nos últimos doze meses, foi distribuído um total de R\$ 58,25 por cota emitida, o que resulta em um *Dividend Yield* de 10,44% ao ano, considerando-se o valor médio da cota patrimonial dos últimos 12 meses, de R\$ 558,19/cota. Considerando o valor médio da cota em bolsa, de R\$ 541,33, o *Dividend Yield*, pelo mesmo racional, montaria a 10,76% a.a..

Evolução da Cota	abr/16	mai/16	jun/16	jul/16	ago/16	set/16
Cota no início do período	\$568,41	\$564,32	\$553,46	\$532,17	\$524,28	\$517,97
Rendimentos Incorridos - Competência	\$11,66	\$4,90	\$0,48	\$8,11	\$9,70	\$5,22
Rendimentos Distribuídos	(\$4,00)	(\$4,00)	(\$10,00)	(\$4,25)	(\$4,25)	(\$4,25)
Amortizações	(\$11,76)	(\$11,76)	(\$11,76)	(\$11,76)	(\$11,76)	(\$11,76)
Cota no fim do período	\$564,32	\$553,46	\$532,17	\$524,28	\$517,97	\$507,18

Mês	abr/16	mai/16	jun/16	jul/16	ago/16	set/16
Rendimentos (R\$/cota)	4,00	4,00	10,00	4,25	4,25	4,25
<i>Dividend Yield</i> Anual* (sobre cota na emissão)	4,8%	4,8%	12,0%	5,1%	5,1%	5,1%
<i>Dividend Yield</i> Anual* (sobre cota patrimonial)	8,5%	8,7%	22,5%	9,7%	9,8%	10,1%
<i>Dividend Yield</i> Anual* (sobre cota em bolsa)	8,9%	9,6%	24,0%	10,0%	10,7%	10,6%

*anualizando-se o *Dividend Yield* do mês

Resumo Operacional

Mês	abr/16	mai/16	jun/16	jul/16	ago/16	set/16
RBCBI I	0,19%	-7,41%	0,00%	2,00%	-6,86%	1,05%
IFIX	4,65%	3,73%	1,61%	5,92%	1,84%	2,77%
IFICRI - Rio Bravo	1,33%	1,99%	0,69%	2,83%	3,15%	2,97%
CDI	1,05%	1,11%	1,16%	1,11%	1,21%	1,11%
Patrimônio (R\$ MM)	29,97	29,39	28,26	27,84	27,50	26,93
Cota Patrimonial (R\$/cota)	564,32	553,46	532,17	524,28	517,97	507,18
Valor de Mercado (R\$ MM)	28,67	26,55	26,55	27,08	25,22	25,49
Cotação Bolsa (R\$/cota)	540,00	500,00	500,00	510,00	475,00	480,00
Cotação em Bolsa/Cota Patrimonial	96%	90%	94%	97%	92%	95%
Amortização (R\$/cota)	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76	11,76
Rendimentos (R\$/cota)	4,00	4,00	10,00	4,25	4,25	4,25
Pagamento Total ao Cotista	15,76	15,76	21,76	16,01	16,01	16,01