

Relatório de Administração
Exercício encerrado em 31 de dezembro de 2015
Rio Bravo Crédito Imobiliário I Fundo de Investimento Imobiliário

Em conformidade com o Artigo nº 39 da ICVM 472, apresentamos o relatório do administrador do fundo Rio Bravo Crédito Imobiliário I Fundo de Investimento Imobiliário (FUNDO).

I. Objeto do Fundo

O FUNDO tem por objetivo a realização de investimentos em empreendimentos imobiliários, preponderantemente dos setores residencial, comercial e de loteamentos, por meio da aquisição de CRI lastreados em direitos creditórios decorrentes de contratos de compra e venda e contratos de locação, bem como letras de crédito, quais sejam os ativos imobiliários, de forma a proporcionar aos cotistas do FUNDO uma remuneração para o investimento realizado, por meio do fluxo de rendimentos gerado pelos ativos imobiliários e do aumento do valor patrimonial de suas Cotas.

II. Conjuntura Econômica e Perspectivas

Segundo o gestor do Fundo, a Rio Bravo Investimentos Ltda. ("Gestor"), finalizado o primeiro semestre de 2015 há um ambiente desafiador nas mais diversas frentes: econômica, fiscal, social, entre outras tantas relacionadas, e que acabam influenciadas em maior ou menor escala. Tornou-se comum o debate acerca dos fortes ajustes necessários para colocar o país, novamente, na rota do crescimento. Após um primeiro trimestre de pequena retração (-0,2%), o Gestor acredita que seja pouco provável que não haja uma classificação de "recessão técnica" (quando o PIB tem dois trimestres seguidos de queda), findado o primeiro semestre do ano. Especialistas do mercado financeiro, responsáveis pelo Boletim Focus divulgado pelo Banco Central, e que no início do ano estimavam um tímido crescimento, já não acreditam que o país possa apresentar um crescimento neste ano, sendo que os prognósticos se aproximam de retração na casa dos 2,0% em 2015. Por esse motivo, o Gestor espera que as medidas que vêm sendo tomadas direcionem para um melhor ambiente econômico, passando pela elevação dos diversos níveis de confiança do mercado, controle da inflação, retomada dos investimentos e criação de empregos. Apenas recentemente começou-se a sentir o efeito do controle de preços aplicado a algumas indústrias relevantes da economia nacional. Não foi possível manter-se todo o esforço realizado em 2014 para se manter os índices dentro do teto da meta oficial, e, afrouxando-se as rédeas dos preços controlados, nos distanciamos significativamente do objetivo de manter a inflação em 4,5% ao ano, com margem de 2,0% para cima ou para baixo. Em rota ascendente, o IPCA (índice de medição

oficial da inflação do país) fechou o semestre em 8,89% (considerando-se 12 meses), a maior taxa desde dezembro de 2003, e os mesmos especialistas do Boletim Focus, mencionado acima, apontam para níveis de inflação superiores a 9,2% até o final deste ano. Com autonomia e ciente disto, o Banco Central tem sido categórico na elevação da taxa básica de juros que atingiu, já em julho, o maior patamar desde julho de 2006. Foram setes elevações seguidas da taxa, até o valor de 14,25% ao ano. O Banco Central espera, com isso, controlar o crédito e o consumo, contendo, assim, a inflação, apesar da resistência demonstrada neste ano. O objetivo da instituição é que o índice volte a convergir para o centro da meta ao final de 2016, e para isso, entendem pela necessidade da manutenção deste patamar de taxa. Diferentemente de outras épocas, e acompanhando o mercado como um todo, o setor imobiliário brasileiro vem sofrendo com a desaceleração geral, fruto, principalmente, das maiores restrições ao crédito, aumento da inflação e queda na confiança de empresários e consumidores. O número de lançamentos caiu significativamente em relação ao ano passado, assim como o de vendas, o que acabou por impactar os preços dos imóveis vendidos. Incorporadoras têm se focado mais na redução de estoques, e descontos, que em outros tempos dificilmente teriam sido concedidos, tornaram-se comuns. Como era de se esperar, o crescimento do financiamento imobiliário já não é mais o mesmo, e as condições para concessão dos empréstimos foram restringidas. De acordo com a Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança, ABECIP, o volume de empréstimos para aquisição e construção de imóveis, com recursos das cadernetas de poupança somaram R\$ 38,9 bilhões, entre janeiro e maio deste ano, o que corresponde a uma queda de 11,8% na comparação com o mesmo período de 2014. Talvez na contramão dos principais setores da economia, o mercado de fundos de investimento imobiliários apresentou um excelente resultado no primeiro semestre de 2015, apesar das sequentes elevações da Selic. O IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários, semelhante ao Ibovespa para a Bolsa de Valores) valorizou-se 9,3% até o final de junho, considerando-se aqui a valorização das cotas e a distribuição de rendimentos. Apenas como comparação, o CDI do mesmo período ficou em 6,0%, o Ibovespa em 6,1% e o IMA-B (cesta de títulos públicos indexados à inflação) em 8,4%. O Gestor acredita que a maior estabilidade das taxas de juros longas, e a menor incerteza quanto à performance das carteiras de imóveis para renda, levou à percepção de um desconto interessante nas cotas dos fundos, e a correção aconteceu de forma consistente durante o semestre. Mesmo assim, o desconto entre valor de mercado dos fundos listados, e ao seu valor patrimonial, encerrou o semestre em 28,3%. O mercado de novas emissões apresentou uma melhora, se comparado ao mesmo

período de 2014, com 9 ofertas públicas de novos fundos registradas, num total de R\$ 3,6 bilhões, 165% a mais do que ano passado. Como comentado em outras oportunidades, o Gestor entende que o investidor de fundos de investimento imobiliários deve atentar-se à expectativa da taxa de juros no longo prazo, e ao desempenho operacional de cada um de seus fundos de interesse. Como um produto de longo prazo, os fundos mantêm a vantagem da isenção fiscal para suas distribuições de rendimentos, sendo que, nos valores atuais de cotas, ainda é possível identificar bons descontos e oportunidades de investimento, apesar da valorização recente. O Gestor espera, para os próximos semestres, que os ajustes defendidos surtam efeitos positivos na economia, o que levaria as mais diferentes indústrias a retomar o caminho do crescimento, e que aprendamos com nossos erros, levando a uma maior confiança na condução das políticas do país.

III. Negócios, Investimentos Realizados e Programa de Investimentos

Os investimentos do FUNDO são direcionados à aquisição preponderantemente de CRI decorrentes de empreendimentos imobiliários nos seguintes segmentos alvo: residencial (casas e apartamentos concluídos ou em construção), comercial (lojas e salas comerciais concluídas ou em construção) e de loteamentos (com infra-estrutura concluída ou em execução). O Rio Bravo Crédito Imobiliário I Fundo de Investimento Imobiliário é um fundo estruturado para ter gestão ativa. O gestor tem poder discricionário para decidir sobre quais ativos serão colocados na carteira do FUNDO, respeitados os critérios de elegibilidade aplicados ao CRI objeto de investimento do FUNDO e sua política de investimentos. Todas as decisões de investimento serão tomadas mediante aprovação em comitê de crédito do gestor, com material de avaliação preparado por equipe própria de análise e formalização em atas do comitê. Ao final do quarto trimestre de 2015, a carteira do fundo encontrava-se com a seguinte alocação:

RIO BRAVO CRÉDITO IMOBILIÁRIO I FII - DEZEMBRO/15

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

*Taxa média dos CRI's

**Considerando IR de 22,50%

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

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

Operação de securitização de créditos cujo lastro original eram 144 contratos decorrentes da venda de loteamento performedo da 13ª fase (Condomínio Basel) do empreendimento Swiss Park, localizado em Campinas – SP e construído pela AGV Participações Ltda.

A estrutura de garantias da operação é composta por regime fiduciário e patrimônio separado, 10% de overcollateral, coobrigação da cedente durante todo o período da operação e alienação fiduciária de 100% dos lotes. A emissão tinha prazo total original de 98 meses (duration de 39 meses), taxa de remuneração de IGP-M + 9,30% a.a. e foi emitida em novembro de 2011 pela Cibrasec, no volume total aproximado de R\$ 16 milhões de série sênior. Dos 144 contratos que originalmente lastreavam a operação, ao final de 2015, 1 foi quitado antecipadamente, 82 venceram e 9 foram recomprados pela Cedente, restando àquela data 52 contratos vigentes. Até a data de fechamento deste relatório, havia 3 contratos com parcelas vencidas entre 31 e 60 dias (2 contratos ao final de setembro/15) e 3 contratos com uma parcela vencida entre 61e 90 dias (1 contrato ao final de setembro/15). Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 25,19% do saldo devedor total da carteira (23,69% em setembro/15).

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

Operação de características similares ao CRI AGV I, apresentado anteriormente. Esta operação tem como lastro original 63 contratos de compra e venda do mesmo Condomínio Basel, localizado no empreendimento Swiss Park, em Campinas – SP. A

operação conta com as mesmas garantias do CRI AGV I, prazo original total de 99 meses (duration de 42 meses) e taxa de remuneração de IGP-M + 9,30% a.a.. A emissão foi realizada em nov/12 no montante total de R\$ 7,7 milhões.

Ao final de 2015, segundo o relatório elaborado pelo agente de cobrança da carteira, o volume de parcelas vencidas e não pagas montava a R\$ 6,1 mil, sendo que não havia nenhum contrato inadimplente em mais de 30 dias (nenhum também ao final de setembro/15). Dos 63 contratos que originalmente lastreavam a operação, ao final de dezembro de 2015, 1 foi quitado antecipadamente, 40 venceram e 1 foi recomprado pela Cedente, restando naquela data, 21 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 61,15% do saldo devedor total da operação (59,38% ao final de setembro/15).

CRI 3 - 282ª série/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% performado. A estrutura de garantias da operação conta com regime fiduciário e patrimônio separado, subordinação de 51%, fundo de reserva no valor mínimo de 15% do saldo devedor da série sênior, coobrigação da cedente por todo o prazo da operação, fiança da cedente e seus acionistas, alienação fiduciária das cotas da cedente, bem como mecanismo de dação dos lotes em pagamento em caso de falha da coobrigação. A operação foi emitida pela Brazilian Securities em junho de 2012 com prazo total de 114 meses (duration de 34 meses) e taxa de remuneração de IGP-M + 10,5%. O loteamento conta com grande quantidade de casas construídas. O risco primário da operação é o inadimplemento por parte dos mutuários compradores dos lotes. Ao final de dezembro de 2015, do total de 687 contratos vigentes, 218 apresentavam parcelas em aberto (337 ao final de setembro de 2015). Entretanto, 79 destes contratos apresentavam apenas uma parcela em aberto (109 ao final de setembro). Se considerarmos que os 98 contratos com inadimplência acima de 90 dias (91 ao final de setembro) não sejam honrados, a soma do saldo devedor destes contratos montava a cerca 27,6% do saldo devedor da carteira em 31 de dezembro de 2015 (28,9% ao final de setembro), valor inferior aos 51% de subordinação. Adicionalmente, a operação conta com a coobrigação da cedente, que será acionada caso a subordinação caia para valor inferior a 20%, sendo iniciada

apenas após a provisão dos créditos inadimplentes há mais de 90 dias. Ao fim de dezembro, com a melhora marginal da carteira, este valor estava acima em 37,7%. Ao final de dezembro/15, o saldo do Fundo de Reserva montava a R\$ 951,2 mil, cerca de 22,3% do saldo devedor da série sênior na mesma data. Dos 994 contratos que originalmente lastreavam essa operação, ao final de dezembro de 2015, 325 foram quitados pelos clientes, 10 foram recomprados pela Cedente, restando àquela data, 659 contratos vigentes. Dentre os contratos remanescentes, os 10 maiores contratos concentram 9,1% do saldo devedor total da operação (8,51 % ao final de setembro/15).

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

Operação de securitização cujo lastro original eram promessas de compra e venda de quatro empreendimentos residenciais localizados em Fortaleza – CE e incorporados e construídos pela Cameron Construtora. Além das promessas, formava o lastro do CRI uma CCB Imobiliária emitida contra a Cameron e que tem como garantia ao seu pagamento a cessão fiduciária de outros recebíveis da empresa (na emissão, 120% do saldo da CCB coberto por cessão fiduciária de créditos/estoque) dos mesmos empreendimentos. Originalmente a operação contava com as seguintes garantias: a) hipoteca do terreno do empreendimento Felicité (originalmente avaliado em R\$ 11 milhões); b) cessão fiduciária de recebíveis e estoque de unidades do Felicité em garantia ao pagamento da CCB; c) fundo de reserva com retenção de 110% do valor da obra do Felicité e liberação destes recursos de acordo com a evolução do cronograma físico-financeiro; d) coobrigação da cedente por todo o prazo da operação; e) 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 (Felicité, 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 Felicité continua em recorrente atraso, com a mais recente previsão de entrega para maio/16. Por conta do continuado atraso no cronograma de obras do Felicité, ao final de junho/15 foi realizada nova assembleia na qual foi aprovada a reestruturação da operação, centralização na emissora (Cibrasec) das renegociações com os devedores para adequação dos contratos ao

efetivo cronograma de entrega da obra, alteração da cascata de pagamentos e suspensão temporária dos pagamentos do CRI até a arrecadação total destinada à recomposição do fundo de obras. 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 foi concluída ao final de 2015, o que acarretou em nova revisão do prazo de entrega e do orçamento de obras. A previsão nesse momento é de entrega em maio/16, sendo que os recursos arrecadados pela securitizadora estão sendo direcionados para a conclusão da obra, estando os pagamentos do CRI suspensos até então.

Por conta dos atrasos nas entregas das obras, a análise da inadimplência efetivamente decorrente de problemas de crédito dos mutuários fica prejudicada, pois muitos contratos acabaram tendo suas parcelas pós-chaves descasadas da previsão original utilizada para a modelagem do CRI1, sendo certo que a Emissora foi autorizada a renegociar esses contratos de modo a adequar o fluxo ao cronograma efetivo de entrega do empreendimento. Estamos atuando diretamente junto à cedente e à securitizadora de modo a acompanhar o desempenho da operação, em especial no tocante aos trâmites burocráticos para registro das garantias reais adicionadas à operação e evolução do cronograma de obras do Felicitá, de forma a possibilitar a pronta conclusão da obra do último imóvel que compõe a operação. Em função da reestruturação, atualmente o lastro da operação é composto por duas CCBs que por sua vez contavam com a cessão fiduciária de 151 contratos de 10 empreendimentos representando uma sobrecolateralização de 133,30% sobre o saldo devedor do CRI Senior. Todos os recebíveis arrecadados tão logo a obra do Felicitá seja concluída serão utilizados para amortização antecipada da operação. Dentre os contratos remanescentes, os dez maiores contratos, em termos de saldo devedor, concentram 5,47% do saldo devedor total cedido à operação.

CRI 5 - 6ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – Mikar/Walmart

Operação de securitização cujo lastro é contrato típico de locação firmado entre Mikar Locações e Walmart Brasil, de imóvel localizado no bairro da Barra Funda, na cidade de São Paulo. O CRI foi emitido pela Ápice Securitizadora em outubro de 2013 sob o

¹ 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.

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 dezembro de 2015, o saldo do fundo de reserva era de R\$ 886,1 mil, valor suficiente para cobrir com os próximos seis pagamentos do CRI. A Walmart vem depositando o aluguel na conta centralizadora da operação mantida na securitizadora normalmente e as demais obrigações decorrentes do CRI vem sendo cumpridas a contento desde sua emissão.

CRI 6 - 19ª série/1ª Emissão da Ápice Securitizadora – Loteamento Reserva Aquarela

Operação de CRI lastreada em 136 contratos de compra e venda com alienação fiduciária decorrentes da comercialização dos lotes de loteamento fechado denominado Reserva Aquarela, localizado na cidade de São Carlos – SP, incorporado pela Viver Incorporadora e Construtora e construído pela Menin Engenharia. O CRI foi emitido em outubro de 2013 no montante total de R\$ 15 milhões. A estrutura original de garantias da operação é composta por subordinação de 20%, alienação fiduciária da totalidade dos lotes cujos contratos foram cedidos à operação, obrigação de recompra dos contratos inadimplentes, em mais de 3 parcelas, pela Viver até 6 meses após a entrega das obras do empreendimento, retenção de 115% do custo de obra, liberação destes recursos de acordo com o cronograma físico-financeiro das obras e diretamente à construtora e fundo de reserva inicial de R\$ 400 mil chegando a aproximadamente R\$ 1,7 milhões em maio de 2015. Ao final de dezembro, o saldo de reserva era de R\$ 587 mil. A obra do loteamento foi concluída pela construtora

Menin em junho/14 – onze meses antes do previsto em contrato – e o empreendimento teve o Habite-se emitido pela prefeitura da cidade de São Carlos em fevereiro/15. Em agosto/15, seis meses após o Habite-se, venceu o período de coobrigação da Viver, tendo sido recomprados sete contratos pela mesma, que não se enquadravam nos critérios de corte naquele momento. Com isso a operação passou a ser true-sale (sem coobrigação da cedente) e, a partir de então, o principal risco da operação passa a ser a capacidade de pagamento dos mutuários compradores dos imóveis. Ao final de 2015, havia apenas um contrato com uma parcela em aberto entre 31 e 60 dias (um em setembro de 2015) e nenhum apresentava atraso acima de 90 dias (nenhum em setembro de 2015). O saldo devedor total do contrato com parcela em aberto acima de 31 dias somava a 3,8% (1,5% em setembro de 2015) do saldo devedor total da carteira, enquanto a operação possui subordinação de 20%. Dos 136 contratos que originalmente lastreavam essa operação, ao final de 2015, 42 haviam sido quitados antecipadamente pelos clientes, 1 havia vencido e 16 recomprados pela Viver, restando àquela data, 77 contratos vigentes. A concentração dos 10 maiores devedores da carteira é de 34,45%.

CRI 7 - 219ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI Colmeia

A operação tem como lastro original uma debênture imobiliária emitida pela Construtora Colmeia que, por sua vez, é lastreada pela cessão fiduciária do fluxo de dividendos de cinco SPEs do grupo, desenvolvedoras, cada uma, de um empreendimento imobiliário. Os empreendimentos envolvidos na operação estão localizados em Natal/RN (1 comercial e 2 residenciais), Fortaleza/CE (1 residencial) e Campinas/SP (1 residencial). A emissão foi concluída em julho/14, em volume de R\$ 25 milhões. O CRI tem prazo de 48 meses e conta com taxa de remuneração de IPCA + 10,50%. A remuneração e amortização são pagas trimestralmente, sem carência, à medida em que os dividendos das SPEs desenvolvedoras dos cinco empreendimentos são pagos. A cessão fiduciária dos dividendos das SPEs representava na emissão, a valor presente, razão de sobregarantia de 260% do saldo devedor da operação na emissão. Além disso, a estrutura do CRI contava originalmente com as seguintes garantias: alienação fiduciária das cotas das cinco SPEs desenvolvedoras dos empreendimentos; fundo de reserva de R\$ 2,25 milhões; fiança dos sócios da construtora; alienação fiduciária das ações da companhia; garantia real imobiliária em valor de R\$ 5 milhões e, se aplicável, fiança bancária em valor suficiente para garantir a necessidade de aporte da construtora nos

empreendimentos (ao final do trimestre em análise, essa necessidade de aporte não existia, de forma que a fiança não foi renovada para o período). Pela estrutura da operação, o fluxo de dividendos das SPEs estará efetivamente disponível para distribuição tão logo as respectivas obras sejam finalizadas, e ocorra o repasse de recebíveis aos bancos financiadores das obras (Plano Empresário) ou quitação desses financiamentos. A operação incorre principalmente no risco de evolução de obras, risco de comercialização das unidades remanescentes e de pagamento por parte dos mutuários. A amortização da operação, embora prevista com periodicidade trimestral, poderá se dar extraordinariamente, na medida do fluxo de dividendos gerados pelas SPEs. Desta forma, havendo caixa disponível para a distribuição de dividendos pelas SPEs, tais recursos serão utilizados para a amortização do CRI. Em outras palavras, caso o desempenho de vendas supere as expectativas, a operação será amortizada antecipadamente. Caso o desempenho de vendas se dê em velocidade inferior ao previsto - considerada ainda a sobregarantia supracitada -, a amortização se dará trimestralmente conforme previsto nos documentos da operação. Nesse caso, a operação ficará mais dependente do risco de crédito da Construtora Colméia. No que diz respeito à evolução das obras, além do CTC Natal que já estava entregue quando da emissão da operação, o The Village foi entregue em junho/14, conforme previsto, tendo concluído o trâmite de expedição de Habite-se e averbação das obras na matrícula do imóvel em outubro/14. Também conforme o cronograma de obras, o Palazzi teve sua obra concluída e foi entregue em dezembro/14, e já concluiu o processo de averbação da obra. O Palladio teve sua obra concluída em julho/15, assim como obteve Habite-se e foi concluída a averbação da obra. Já a obra do Sports Garden segue em ritmo normal. O quadro abaixo resume o desempenho dos demais empreendimentos até o final 2015: No trimestre em análise, o empreendimento Sports Garden apresentou distrato líquido de 12 unidades (venda de 3 unidades e distrato de 15 unidades que tinham sido vendidas no trimestre anterior para um único comprador). O empreendimento CTC registrou venda líquida de 2 unidades no mesmo período (contra 1 no trimestre anterior), enquanto o Palladio obteve venda líquida de 5 unidades (contra 4 no trimestre anterior). O Palazzi apresentou vendas líquidas de 5 unidades, contra 2 distratos que ocorreram no trimestre findo em setembro/15. No consolidado das cinco SPEs, o número de unidades vendidas representou 89% do previsto desde o início da operação. Não ocorreram vendas no Village no trimestre. 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 tem sido entregues dentro dos prazos esperados.

Entretanto, a velocidade de vendas e, especialmente, de repasse de mutuários está aquém do projetado. Isto teve reflexo na amortização de dezembro/15, que foi paga parcialmente na data do vencimento, com complementação da diferença (e recomposição do fundo de reservas) alguns dias depois. Em virtude desse evento, a cedente apresentou proposta de reescalonamento da curva de amortização do CRI. A proposta envolvia a suavização do cronograma de amortização (calculado com base em premissas mais conservadoras de velocidade de vendas e de repasse de mutuários) e conseqüente alongamento do prazo final do CRI de junho/18 para dezembro/18 (alteração do duration da operação dos atuais 0,35 ano para 1,54 ano). Em contrapartida, foi oferecido elevação de 150 bps à taxa do CRI e agregar às garantias da operação o fluxo de uma nova SPE de um novo empreendimento denominado L´Essence. O L´Essence é um empreendimento residencial em Fortaleza que encontra-se 81% vendido e com previsão de entrega em abril/16. Esse empreendimento deverá agregar cerca de R\$ 6 milhões de fluxo de dividendos à operação (valor presente). Com isso, a razão de sobrecolateralização (valor presente dos dividendos projetados/saldo devedor do CRI), utilizando premissas mais conservadoras do que as adotadas na emissão do CRI, fica em 200%. Essa proposta foi submetida e aprovada pela assembleia dos detentores do CRI em fevereiro/16.

CRI 8 - 238ª série/2ª Emissão da Cibrasec – CRI Incefra

Operação lastreada em contrato de arrendamento (atípico) de imóveis localizados em Cordeirópolis-SP, firmado entre a Indústria Cerâmica Fragnani Ltda (arrendatária e devedora da operação) e a Agropecuária Fragnani Ltda (arrendadora, cedente da operação). Ambas empresas pertencem ao Grupo Incefra. O volume da operação é de R\$ 60 milhões e foi integralmente destinado à quitação de dívidas de curto prazo da empresa. Com prazo de 120 meses (aproximadamente 4,25 anos de duration), o CRI possui uma remuneração equivalente a IGP-M + 10,0% a.a., sendo o pagamento de juros e amortização mensal e sem carência. A operação conta com as seguintes garantias: fiança da holding Fragnani Empreendimentos e Participações S/A e da Agropecuária Fragnani Ltda, arrendadora dos imóveis; alienação fiduciária dos imóveis objeto da locação, avaliados originalmente em R\$ 92 milhões. O principal risco da operação é crédito do Grupo Incefra, fiador tanto da devedora dos créditos imobiliários (Indústria Cerâmica Fragnani Ltda) quanto da cedente (Agropecuária Fragnani Ltda). O grupo, fundado em 1970 na cidade de Cordeirópolis-SP, atua nos segmentos de revestimentos em cerâmica para construção civil, com foco nas classes C e D. Com três plantas fabris (duas em Cordeirópolis-SP e uma em Dias D´Avila-BA)

e capacidade produtiva superior a 60 milhões de m² por ano, o grupo é considerado o maior produtor de cerâmica do país (em termos de capacidade). Entre os produtos oferecidos pela empresa encontram-se, principalmente, pisos e azulejos destinados ao acabamento de empreendimentos imobiliários. Ao longo de 2014, o grupo finalizou um importante ciclo de investimentos, que elevou o seu endividamento e ocasionou uma concentração de amortização de dívida nos próximos dois anos. A captação de recursos via esta operação de CRI teve como finalidade melhorar o perfil de endividamento da companhia com o alongamento de seu prazo. Com esse objetivo, a companhia utilizou uma estrutura de Sale-and-lease back para captação de recursos no mercado de capitais a partir de um de seus complexos industriais em Cordeirópolis-SP. No terceiro trimestre de 2015, a receita líquida da companhia somou R\$ 103 milhões, e o EBITDA foi de R\$ 6,6 milhões. No que tange ao endividamento da companhia, a Incefra manteve seu nível de alavancagem (Dívida Líquida/EBITDA = 1,54x ao final do terceiro trimestre de 2015 contra 1,85x ao final de 2013), após alongamento promovido em 2014. Ao final de setembro de 2015, a Incefra apresentava um nível adequado de liquidez e cobertura de juros ([Ativo Circulante – Estoque]/Passivo Circulante = 1,20x e EBITDA/Despesas Financeiras Líquidas = 13x), respectivamente.

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, 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), durante 6 meses, até que a provisão corresponda a 10% do saldo devedor. Após atingir o limite mencionado, a administradora reavaliará a provisão para perdas do CRI 9 e realizará os devidos ajustes, se necessário. Nos últimos 6 meses, encerrados em setembro, os rendimentos do CRI 9 representaram, em média, cerca de 6% do total de

rendimentos pagos pelo fundo no período. Desde a declaração do vencimento antecipado, a securitizadora e seus assessores legais vem tomando as medidas judiciais e extrajudiciais cabíveis para a excussão das garantias do CRI. Os investidores do mesmo foram chamados pela securitizadora (em janeiro/16) a aportar recursos no patrimônio separado para fazer face ao pagamento de despesas relativas à consolidação da propriedade dos imóveis alienados fiduciariamente (sendo a principal delas o pagamento de ITBI). Tais recursos já foram integralmente aportados (sendo a parcela do Fundo equivalente a R\$ 23,4 mil). Especificamente no processo de excussão da garantia do shopping Gravataí, o M Grupo entrou com pedido liminar na tentativa de paralisar o processo extrajudicial. Tal liminar foi concedida em dezembro/15 pelo juiz de primeira instância e, subsequentemente, cassada pelo desembargador em janeiro/16. A securitizadora aguarda a conclusão dos trâmites jurídicos e cartoriais para conclusão do processo de excussão da(s) garantia(s) e subsequente leilão do(s) imóvel(s). Na expectativa da gestão do Fundo, o cenário mais provável é de consolidação da propriedade do(s) imóveis(s) em prol dos detentores do CRI, sem prejuízo de outras alternativas que poderão ser analisadas pela gestão do Fundo em conjunto com a securitizadora, os assessores legais e demais investidores da operação.

IV. Resultados e Rentabilidade

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

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

Contatos:

Alexandre Fernandes | Bruno Margato | Pedro Galvão

Fone: (11) 2107-6600 | Fax: (11) 2107-6699

Email: fiicibrasec@riobravo.com.br

Internet: www.riobravo.com.br

X. Valor patrimonial da cota

Mês / Ano	Patrimônio Líquido(R\$)	Quantidade de Quotas	Valor Patrimonial da Quota (R\$)	Valor de Mercado da Quota (1) (R\$)	Rentabilidade (2)	Distribuição de Rendimentos (R\$/cota) (3)	Distribuição de Rendimentos (4)	Amortização (R\$/cota)	Rentabilidade Acumulada (5)	Distribuição de Rendimentos Acumulada (6)
jan/2015	37.683,147	53,100	709.6637810	(*)	-0.46%	6.00000000	0.83%	11.76000000	50.03%	46.66%
fev/2015	37.111,926	53,100	698.9063185	(*)	-0.81%	5.00000000	0.70%	11.76000000	48.82%	47.69%
mar/2015	36.810,282	53,100	693.2256503	(*)	0.10%	6.35000000	0.91%	11.76000000	48.96%	49.04%
abr/2015	36.378,514	53,100	685.0944275	(*)	-0.26%	6.35000000	0.92%	11.76000000	48.58%	50.40%
mai/2015	35.924,427	53,100	676.5428902	(*)	-0.45%	5.50000000	0.80%	11.76000000	47.91%	51.61%
jun/2015	38.568,076	53,100	726.3291186	(*)	8.33%	6.60000000	0.98%	11.76000000	60.24%	53.09%
jul/2015	35.040,033	53,100	659.8876198	(*)	-8.46%	5.00000000	0.69%	11.76000000	46.69%	54.14%
ago/2015	34.385,224	53,100	647.5560070	(*)	-1.19%	4.50000000	0.68%	11.76000000	44.95%	55.19%
set/2015	34.019,971	53,100	640.6774224	(*)	-0.33%	4.75000000	0.73%	11.76000000	44.47%	56.33%
out/2015	33.298,675	53,100	627.0936923	(*)	-1.22%	5.75000000	0.90%	11.76000000	42.70%	57.73%
nov/2015	32.216,047	53,100	606.7052158	(*)	-2.33%	5.75000000	0.92%	11.76000000	39.37%	59.18%
dez/2015	31.757,162	53,100	598.0633213	(*)	-0.77%	4.00000000	0.66%	11.76000000	38.31%	60.23%

V. Relação de encargos do fundo e obrigações contraídas no período

(Valores expressos em milhares de reais)

EXERCÍCIO	2015	
PL Médio	35.266	
	R\$	%
Despesas Serviços	18	0,09%
Txa Adm	18	0,18%
Custódia	1	0,13%
Total	37	0,39%

Agradecimentos

Agradecemos aos Senhores Cotistas a preferência e a credibilidade depositada em nossa instituição, colocando-nos ao inteiro dispor para eventuais esclarecimentos.

São Paulo, 30 de Dezembro de 2015.

Rio Bravo Investimentos DTVM LTDA
Diretor Responsável: Alexandre Fernandes e Souza