



2022

06

RELATÓRIO SEMANAL



Período

31/01 a 04/02/22



Divulgação

06/02/22



Este material destina-se única e exclusivamente aos assinantes do desmistificandoFII



Research independente de fundos imobiliários mais antigo do Brasil

Rodrigo Costa Medeiros

Analista de Valores Mobiliários

CNPI 1597



RELATÓRIOS E FATOS RELEVANTES:

FVPQ11

VINO11

TEPP11

JFLL11

MALL11

NEWL11

RCRB11

KNRI11

KNIP11

MGLG11

BTLG11

URPR11

SNCI11

FLCR11

MCCI11

CVBI11

RBRY11

PORD11

TRNT11

TRXF11

MXRF11

XPLG11

FLRP11

HCTR11

SHPH11

RZTR11

HGLG11

Carteira recomendada

Reforço que a Carteira Recomendada consta em todos os relatórios semanais, com a atualização de se o fundo está com recomendação de “compra” ou “manutenção”. A Carteira Recomendada está depois dos comentários sobre os fundos.

O que comprar na carteira recomendada

Conforme prometido, pelo menos duas vezes por mês farei alguns destaques da carteira recomendada para o investidor, o que não inviabiliza as demais recomendações da carteira.

Com tantas dúvidas que ainda existem no mercado sobre o comportamento dos fundos imobiliários após o caso do MXRF11, entendo que uma das formas de investir e minimizar consideravelmente este risco é adquirindo FIIs de tijolo. Dentre esses, o bom e velho fundo passivo, com diversos inquilinos. Este é sempre uma excelente opção.

Há muitos anos recomendo FIIB11 como um dos meus fundos preferidos, em razão da qualidade do seu ativo e da sua localização. O fato de ser um fundo passivo faz com que ele tenha baixa liquidez, mas ao mesmo tempo não é um fundo que faz novas emissões e evita algum momento de diluição. Entendo que os fundos passivos são boas fontes de diversificação na carteira e FIIB11 segue com um excelente preço para o seu retorno. O fim dos aluguéis atrasados da Wetzel, no final deste ano, deve fazer com que haja uma queda do rendimento no próximo ano para aproximadamente R\$ 3,00 por mês, o que ainda lhe garantiria 8% de yield, no atual valor de cota.

Entendo que esta seja uma das boas opções que os assinantes DesmistificandoFII podem aproveitar, de um fundo menos conhecido dos investidores.

No universo de recebíveis, o fundo BAR11 é uma excelente opção para crédito pulverizado, reduzindo riscos de pedidos de recuperação judicial, como iremos observar em FLCR11, neste relatório. O fundo segue com um excelente retorno, o seu valor de mercado é praticamente o seu valor patrimonial e é um dos fundos com maior exposição em IGPM, que veio consideravelmente elevado em janeiro.

Em termos de logística e multi ativo, é difícil não seguir destacando LVBI11 como uma das principais escolhas.

Em FoFs, também a escolha segue sendo RFOF11, já destacado em momentos anteriores. O fundo é negociado com 20% de desconto sobre o seu valor patrimonial.

Já em termos de renda urbana, a nossa carteira está bem e os dois fundos (TRXF11 e HGRU11) seriam excelentes opções no momento. O fundo da TRX vai proporcionar um retorno superior em termos de rendimentos já no curto prazo, mas com uma alavancagem superior. Em uma ordem de prioridade, colocaria o fundo da TRX como preferência no momento de novas aportes.

Dados Econômicos

Esta semana saiu a esperada decisão do Copom sobre os juros, confirmando o que já havia sido dito em sua última ata e subindo os juros em +150bps, passando os juros para 10,75%.

Como tenho dito, um dos dados mais importantes não é o aumento dos juros em si, que o Copom não tem surpreendido, mas o comunicado, para entendermos até onde os juros podem subir. Com base na última ata, fica claro que o Copom vai seguir aumentando os juros, mas em um ritmo melhor. Alguns economistas acreditam que na próxima reunião deveremos ter +100 bps e na seguinte +50bps, o que, confirmando, levaria a taxa Selic para 12,25% e interromperia esse ciclo de alta.

A verdade é que não tem como se prever ainda com este nível de precisão o que ocorrerá. Dependeremos muito do comportamento da inflação ao longo dos próximos meses. Mas, o que se tem de dados econômicos e o já alto nível de juros nos leva a entender que o fim do ciclo de alta deve ocorrer entre as próximas três reuniões do Copom, ficando os juros entre 11,75% e 12,50, sendo que o mercado, em princípio, precifica uma Selic final de 12%.

Assim, o espaço para uma nova desvalorização em razão dos juros parece pequeno, principalmente na medida que alguns FIs, como os de tijolo, conseguem melhorar os seus rendimentos por repasses inflacionários.

Depois, Selic elevada vai melhorar consideravelmente a rentabilidade dos FIs que possuem título atrelado ao CDI; no entanto, isso será melhor sentido a partir de março, já que fevereiro tem um número de dias úteis reduzido.

FoFs – Risco ou oportunidade?

Com todas as dúvidas que permeiam a indústria dos FIs sobre a questão envolvendo a marcação a mercado de seus ativos, como explicado no relatório anterior, os FoFs são os FIs que mais caem neste cenário.

É fácil adquirir FoF com 15% de desconto, já tendo FoF de grande porte como MGFF11 e KFOF11 sendo negociado com descontos de 21% sobre o seu valor patrimonial.

E o investidor se pergunta, mas se realmente a CVM mudou a sua orientação e os FoFs não conseguem distribuir rendimentos por um tempo? Ou se precisarem pagar amortização por um tempo?

Sobre o primeiro ponto, caso isso realmente ocorra, teríamos a seguinte situação. Estes FoFs passariam a receber os seus rendimentos e com eles comprar novas cotas de FIs, as quais iriam gerar mais renda, que também não poderia ser distribuída até que os FIs na carteira não alcançassem valor apto para permitir a distribuição.

Nesse período, caso realmente passe uma interpretação de que esses FIs não poderiam distribuir renda pelas marcações a mercado, os FoFs ficariam mais confortáveis para vender posições de FIs que possuem em carteira e comprar FIs melhores, pois não teria mais motivo para carregar aquela posição ruim só para não impactar o rendimento,

podendo realizar um giro que melhoraria o rendimento recebido e permitiria comprar mais cotas.

Sim, o investidor ficaria sem rendimento, nesta interpretação mais pessimista da decisão da CVM, mas ficaria por apenas um tempo. Quando esses fundos voltassem a distribuir, a distribuição seria muito maior que antes, pois haveria mais FIs na carteira e mais rendimentos recorrentes, o que poderia levar a uma grande valorização dessas cotas.

Neste momento o investidor deve pensar “mas as minhas cotas vão desvalorizar?”. Sim, é uma possibilidade, ficar sem rendimento poderia pressionar as cotas para baixo, mas não é uma equação obrigatória ou uma equação que acabaria se mantendo. Isso porque a cada mês que passasse sem distribuir, o valor patrimonial daquele FI aumentaria e a diferença para o valor de mercado aumentaria.

Não entendeu? Pense em um FI que tem um VP de R\$ 100,00 e um VM de R\$ 80,00. Se em um ano sem distribuir rendimentos e recebendo ao longo deste ano um rendimento de R\$ 8,00, o seu novo VP teria potencial para passar a ser de R\$ 108,00 (claro, teria de ver a variação das cotas, mas mantidas as condições, seria isso). Imagine se a cotação fosse para R\$ 70,00, observem o desconto. Não demoraria muito para o mercado ver a grande oportunidade do que estava a sua frente, até mesmo um fundo multimercado poderia entrar na ponta compradora e tentar liquidar o fundo, tendo um ganho de curtíssimo prazo. Então, acredito que o mercado não deixaria o desconto por tanto tempo.

Assim, olhando por essa ótica e partindo do pressuposto de que o investidor não precisaria dos recursos, vejo nos FIs muito mais oportunidade do que risco. Observe, não estou mudando a minha interpretação anterior, apenas estou vendo sobre o prisma mais pessimista possível, se estamos diante de um risco elevado ou de uma oportunidade. Na minha visão, uma oportunidade. Mantida a minha interpretação dos fatos, a oportunidade só terá sido maior.

Ok, mas o segundo ponto, se o fundo for obrigado a pagar o que entra de rendimentos como amortização? Este ponto realmente acabaria sendo ruim, pois isso vai reduzir o nosso preço médio com o recebimento de um rendimento que seria isento e no futuro iríamos pagar mais imposto de renda em razão disso, mas um desconto de 20% já compensaria este risco.

De qualquer forma, é importante destacar a minha visão de que não faz o menor sentido interpretar a decisão da CVM como obrigando os fundos a fazerem distribuição como amortização para atender o preceito legal de distribuir LUCRO, lucro é algo bem diferente de amortização.

A possibilidade de que depois deste caso a CVM venha a interpretar que os FIs tenham de marcar a mercado os seus FIs e isso impactar os rendimentos até tem espaço na leitura dos votos e da nota técnica, apesar de eu seguir discordando, dado o caso concreto julgado, o qual volto a analisar, mas agora na ótica de FLCRII (comentado mais adiante no tópico específico); no entanto, não consigo ver o menor espaço que permita levar a essa interpretação que obrigue o fundo a pagar amortização para atender o preceito legal. De

qualquer forma, caso isso ocorra, a margem de segurança com desconto de 20% sobre o valor patrimonial parece ser suficiente para pagar esta conta do imposto de renda com o potencial de ganho de capital futuro.

Importante – Área do assinante

No início dos relatórios passará a constar o reforço sobre a existência da área do assinante no site do desmistificandofii.com. Nessa área os assinantes conseguem acessar com o seu e-mail cadastrado todos os relatórios feitos desde dezembro de 2017, por meio de uma pesquisa chamada de “tag”, onde é possível localizar os relatórios em que um determinado FII foi tratado. Caso você não lembre a sua senha, não há problema, é bem fácil de reiniciar pelo próprio site. Não deixe de usar essa ferramenta para revisar a sua carteira ou antes de comprar um fundo, uma pesquisa simples pode evitar que você compre fundos como XPCM11, com clara recomendação de venda, ou fundos como BBFI11 ou CXCE11.



CURSO DESMISTIFICANDO FI EDUCACIONAL



INSCRIÇÕES ABERTAS

Prezados assinantes, é com prazer que anunciamos as inscrições para a segunda turma do nosso **curso definitivo de fundos de investimentos imobiliários** e para **o curso de fundos de recebíveis**.

Curso Definitivo Completo

O curso definitivo tem 80 horas de aula, entre aulas gravadas e aulas ao vivo. Serão 6 aulas ao vivo ao longo de 6 meses, para sanar dúvidas, além de 5 aulas ao vivo com as recomendações para os setores analisados nas aulas gravadas.

O curso é chamado de definitivo pois vamos te levar do básico dos fundos imobiliários até o nível avançado. São conteúdos desde “o que são os fundos imobiliários”, tema que pode surpreender até os investidores mais antigos, até “como avaliar a qualidade e o preço de um fundo imobiliário”.

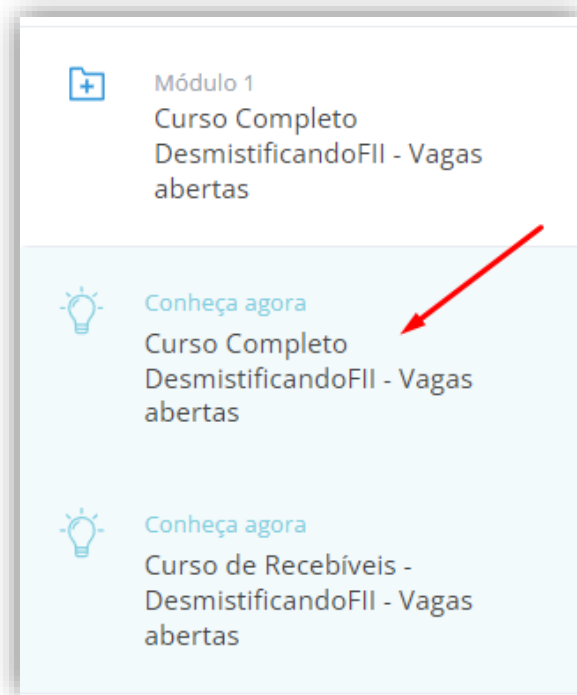
O curso é recomendável para todos os investidores, desde aqueles que ainda não iniciaram neste universo até os investidores mais avançados.

Você terá 12 meses para assistir ao curso, sendo que durante 6 meses haverá as aulas ao vivo para tirar dúvidas além dos fóruns de dúvidas abaixo de cada aula.

Além disso, o curso conta com diversos bônus que já valeriam mais que o curso. Para conhecer mais detalhes do curso, acesse o site <https://cursodesmistificandofii.com> e leia os comentários de alguns de nossos primeiros alunos.

O valor do curso é de R\$ 1.390,00, sendo que os primeiros 250 alunos pagarão apenas **R\$ 1.090,00**. Os assinantes DesmistificandoFII possuem um desconto extra e o valor do curso é de **R\$ 990,00** até o dia 20/02/2022, após, os preços serão os anteriores.

A aquisição do curso pelos assinantes do DesmistificandoFII possui um **LINK** próprio, diretamente na área do assinante. Basta fazer o seu login e realizar a compra do curso localizado no "módulo 1" conforme a imagem abaixo:



Então, aproveite agora mesmo e faça a sua inscrição. Esperamos vocês na primeira aula ao vivo.

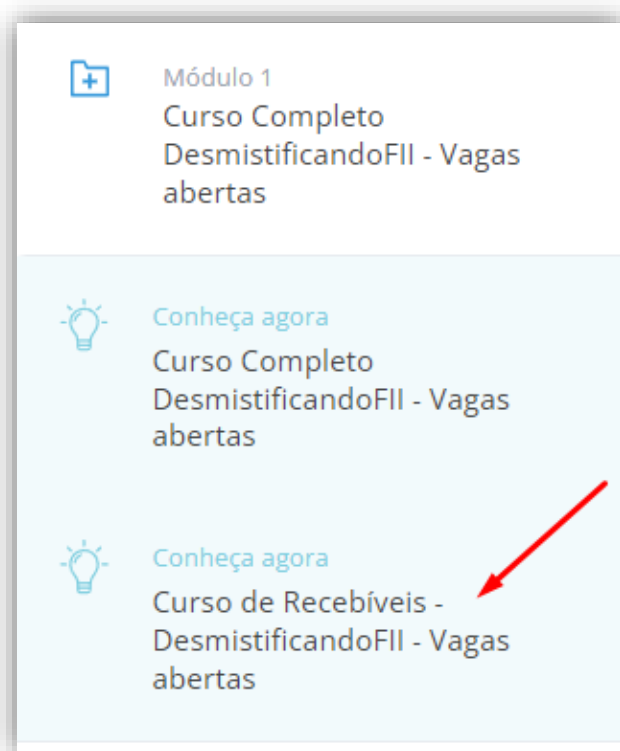
Curso de fundos de recebíveis

Além do curso completo, onde abordamos todos os temas desde o zero, temos o curso de fundos imobiliários de recebíveis, que é para aqueles investidores que querem se aprofundar apenas nesta classe de ativos, o setor que mais cresceu nos fundos imobiliários nos últimos 2 (dois) anos. O curso tem 20 aulas, as quais totalizam 15h de curso. Além dessas aulas gravadas, o curso terá 3 (três) aulas ao vivo com duração média de 1h30min cada uma.

Neste curso serão abordados todos os assuntos necessários para o investidor entender definitivamente a dinâmica dos fundos de recebíveis e alavancagem, tais como: Os ciclos dos fundos de papel, classificação dos CRIs, termos de securitização, notas de crédito, garantias, PCLD, PMT, razões de saldo devedor, duration, regimes de apuração de lucro caixa x contábil e muito mais. Para mais informações sobre o curso, acesse nosso site <https://cursodesmistificandofii.com/recebiveis>

O valor do curso é de R\$ 590,00 e para os primeiros 200 compradores, o preço será promocional de **R\$ 450,00**, também até o dia 20/02/2022, após, os preços serão os anteriores.

A aquisição do curso de recebíveis segue o mesmo caminho do curso completo, basta clicar no campo abaixo do curso completo, onde você será encaminhado para a compra somente do curso de recebíveis, conforme imagem abaixo:



Então, aproveite agora mesmo e faça a sua inscrição no curso que mais for interessante para você. Será uma jornada incrível, pois além de lhe proporcionar muito conhecimento, debateremos juntos todos os detalhes do mercado de fundos imobiliários, sempre atualizado com o momento em que estamos passando, sempre com recomendações do que fazer. Além disso, temos um grupo fechado no Telegram somente para os alunos, onde diariamente discutimos sobre vários temas.

Se você é assinante e/ou se já fez parte da primeira turma e gosta da qualidade entregue pelos relatórios e pelo curso, peço encarecidamente que divulgue para os seus amigos que ainda não conhecem o DesmistificandoFII, pois será uma oportunidade incrível para eles também.

Para facilitar o acesso aos links, segue abaixo todos os links dos cursos:

- Curso Completo para não assinantes - [LINK](#)
- Curso Recebíveis para não assinantes - [LINK](#)
- Curso Completo e de Recebíveis para assinantes - [LINK](#)

Esperamos você lá!



O fundo divulgou um excelente aumento do seu rendimento de janeiro, a ser pago em 08/20, que saiu de R\$ 0,75 para R\$ 1,04, mas ainda não foi divulgado o relatório gerencial de janeiro, mas somente o de dezembro, para que possamos verificar de onde veio esse aumento expressivo, muito provavelmente devido aos melhores resultados do mês de dezembro/21 e ao provável 13º aluguel que alguns lojistas acabam pagando neste período.

O fundo divulgou seu relatório gerencial de dezembro/21, onde podemos ver um aumento na inadimplência de 16,8% para 19% e uma redução na vacância de 6,9% para 5,5% em relação ao mês anterior. A receita de estacionamento ainda segue abaixo de 2019 em 25% e houve uma forte redução do NOI (-59%) principalmente devido ao aumento da despesa operacional do shopping, proveniente da cobertura de encargos, como a inadimplência no âmbito do condomínio e IPTU.

O alto rendimento deste mês pode ter sido um conjunto de redução da despesa operacional referente ao mês de janeiro/22, em conjunto com aumento das vendas + estacionamento e diminuição da inadimplência, além do chamado 13º aluguel. Assim que o fundo divulgar seu próximo relatório gerencial poderemos confirmar esses números.

Pelo visto, a inauguração do Shopping Park Jacarepaguá da Multiplan, em novembro/21, até agora parece não ter afetado os resultados do Via Parque, podendo ser visto como uma baixa concorrência, visto que poderiam assumir públicos diferentes.

Para o investidor que gosta de assumir mais riscos (devido a concorrência que pode ser relevante no futuro), o fundo negocia com um grande desconto sobre seu valor patrimonial (próximo de 45%) e é uma boa opção para compor a carteira, aquela pontinha de maior risco, para carteiras um pouco maior.



O fundo comunicou que a sua 6ª emissão foi encerrada, sendo que a data de conversão dos recibos em cotas acontecerá no dia 07/02/22. O rendimento pro-rata dos direitos de subscrição será de R\$ 0,12 e foram pagos no dia 04/02/22.



O fundo divulgou fato relevante onde comunica as seguintes operações

1. Encerrada a Locação entre o Fundo e a empresa LEÃO ALIMENTOS E BEBIDAS LTDA. de 6 conjuntos do Edifício Passarelli, que representam no total uma área BOMA de 1.018,42 m²;

2. Encerrado outro contrato de Locação, entre o Fundo e a empresa "LSI TEC" referente a 2 conjuntos do Edifício Passarelli, representam no total uma área BOMA de 338,78m² com multa por rescisão antecipada;
3. Aditamento do contrato de locação com a empresa INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION, locatária do Edifício Torre Sul, tendo seu contrato renovado até o dia 31/12/26 e, mais uma vez, alterando o índice de reajuste de IGPM para IPCA.
4. Novo contrato de locação com a empresa "MEDSYSTEMS" pelo prazo de 10 anos, a partir de fevereiro/22, de 2 conjuntos do Edifício Torre Sul (1.084,08 m²) e mais uma área do teatro do mesmo edifício (1.034,88 m²), totalizando uma área BOMA de 2.118,96 m².

Assim, com essas operações e segundo o relatório gerencial do fundo, a sua vacância financeira teve uma elevação de 10,73% para 13,22%, sendo que a vacância física não teve um aumento tão relevante, passando de 12,75% para 13,64%.

O setor de escritórios ainda não conseguiu evoluir para uma sequência de redução de vacância constante, o que foi impactado, novamente, por a nova onda de contaminação da covid.



O Fundo residencial de nossa carteira divulgou em seu relatório mensal que houve reavaliação positiva de seus ativos, resultando em um aumento de 2,7% no valor patrimonial da cota do fundo.



Mais um fundo de shoppings divulgando um excelente rendimento no mês de janeiro, porém ainda não disponibilizando o relatório do mesmo mês de janeiro, mas que deve ter tido o mesmo motivo de FVPQ11, o 13º aluguel. O fundo em seu relatório gerencial de dezembro informa que houve reavaliação positiva dos seus ativos, e que isso acarretou um aumento de 4,05% no valor patrimonial por cota do fundo.

No mês de dezembro/21 o fundo apresenta dois destaques nos resultados. O primeiro foi o recebimento da RMG anual referente aos resultados dos shoppings Park Sul e Park Lagos, o que gerou um resultado por cota de R\$ 0,58. O segundo, no mesmo mês o fundo realizou a venda de alguns FIIs em carteira, com o objetivo de realizar a aquisição do Madureira Shopping, gerando um impacto negativo por cota de R\$ 0,20.

Com isso, o fundo gerou um resultado de R\$ 0,88/cota, sendo que foi distribuído R\$ 0,65/cota, acumulando um resultado ainda não distribuído de R\$ 0,44/cota.



O fundo informou que a partir de janeiro/22 o novo patamar de rendimentos de de R\$ 0,80/cota (antes em R\$ 0,75) sendo que já pagará este novo valor na próxima distribuição.

Os motivos que levaram a esse aumento foram as recentes aquisições do NewPort Log Goiânia e do NewPort Log Sorocaba e a renovação do contrato de locação com o Grupo Brinox por mais 10 anos, sendo suficientes para manter este nível de rendimento.

Vale lembrar que este é um fundo com alavancagem, porém uma alavancagem mais arriscada do que podemos ver em BLMG11 ou TRXF11, dado que parte da sua alavancagem não está pautada em contrato atípico e os índices de correção de aluguel e da dívida possuem, em alguns contratos, diferença. Apesar disso, até agora o fundo está controlando muito bem essa equação, conseguindo gerar ótimos resultados e agora passa a pagar rendimentos mais em linha com o que vinha gerando de lucro líquido.



O fundo de lajes da Rio Bravo comunicou que celebrou contrato de locação com a primeira empresa para o imóvel "Bravo! Paulista", tendo concluído seu retrofit agora em dez/21. É uma empresa voltada para o setor de jogos e tecnologia. O prazo de vigência do contrato será de 5 anos com início em fev/22 e terá o IPCA como índice de ajuste do contrato de aluguel e o contrato também prevê direito de preferência para uma expansão do 12º andar do edifício, pelo prazo de 12 meses. O contrato terá uma carência de 6 meses, encerrando no final do primeiro semestre de 2022.

A locação é muito pequena, de 966,21 m², representando 16% da área do imóvel, mas bastante emblemática, visto que logo após o término do retrofit o fundo já conseguiu realizar a primeira locação, podendo mostrar que será fácil alugar o imóvel todo. Apesar do fundo não divulgar o valor de locação, este deve ter ficado em aproximadamente R\$ 125,00/130,00 o m², dado o acréscimo no rendimento.

Com essa nova locação, o fundo consegue reduzir sua vacância, ainda alta, de 34,4% para 32,2% e prevê, ao término da carência, um impacto positivo no rendimento de R\$ 0,033 /cota. Esse empreendimento, concluído seu retrofit recentemente, deverá ao longo dos próximos meses gerar um ótimo retorno para o fundo e que, conforme novas locações forem acontecendo e sem em linha com a atuação, o fundo terá um potencial aumento de rendimentos no patamar de aproximadamente R\$ 0,15/cota.



O fundo presente em nossa carteira comunicou em seu relatório mensal que, depois de ter zerado sua vacância física no setor de logística, conseguiu reduzir um pouco a vacância no setor de lajes. Foram concluídas duas novas locações, uma no Rio de Janeiro, no 7º andar do Edifício Botafogo, e outra em São Paulo, um conjunto do Edifício Joaquim Floriano.

Desta forma o fundo reduz sua vacância física 2,18% para 2,07% e a vacância financeira de 7,11% para 6,80% e temos dados que o quarto trimestre de 2021 encerrou com uma absorção líquida bastante positiva no mercado do Rio de Janeiro, portanto esperamos ver mais ocupações nos imóveis do fundo nesse estado, reduzindo assim ainda mais a vacância e gerando um potencial aumento dos rendimentos.



O fundo divulgou seu relatório gerencial de janeiro/22 onde informa que foram adquiridas 3 novas operações, somadas no valor de 305MM. As primeiras duas operações foram um pouco abaixo da média do fundo, uma de 6,87% e 6,95%, ambas atreladas ao IPCA. A terceira operação foi acima da média do fundo com base na marcação à mercado dos títulos de sua carteira, sendo uma aquisição de 7,65% + IPCA.

As duas primeiras aquisições foram estruturadas para dois fundos imobiliários, o HSML11 na aquisição do Shopping Paralela, na Bahia (com uma outra parte da alavancagem sendo feita com o KNCR11), e o VINO11 em parte da aquisição do imóvel da Rede Globo, em São Paulo. Lembrando da aquisição do KNIP11 anterior a essas, um CRI para a operação do BRCR11 para a compra do Torre Almirante. Com isso, podemos ver claramente como um fundo desse porte, sendo o maior fundo do mercado atualmente, pode não somente estruturar diretamente diversas operações de CRIs, como também pode ancorar e viabilizar a alavancagem de diversos outros fundos do mercado.

A terceira aquisição foi o CRI Shopping Pátio Cianê, Operação baseada na alavancagem do Shopping Pátio Cianê localizado em Sorocaba/SP.

O fundo continua a distribuir um ótimo rendimento, de R\$ 1,36, sendo 100% do seu lucro líquido do mês de janeiro.



O fundo de logística da Mogno comunicou que foram repactuadas (mais uma vez) as condições de pagamento referente à compra dos imóveis Itambé, Supermarket, Magna e Ceratti (vendidos pelo BTLG11), sendo o sétimo aditamento. O valor de 30 MM a ser pago

ao BTLG11, antes previsto para 31/01/22, agora está previsto o pagamento até o 15/03/22, sendo o restante para ser pago no segundo semestre. Também foi aumentado o valor da multa em caso de não pagamento das obrigações.

O MGLG11 possivelmente está aguardando um melhor momento para emitir um CRI e, assim, realizar o pagamento para o BTLG11. Porém estamos vendo muita demora nessa transação, e quem deixa de receber esse lucro é o cotista do BTLG11, motivo pelo qual entendo que deveria haver menos tolerância por parte do fundo quanto à cobrança desse valor.

Novamente, observamos uma renegociação do prazo para pagamento dos valores, sem que haja o acréscimo de nenhum juro, só mantendo a correção monetária, o que é o mínimo a ser feito, havendo apenas um aumento da multa para o caso de não se pagar no prazo pactuado, o qual vem sendo constantemente estendido.

Tem faltado um pouco mais de explicação sobre o motivo de se fazer tal concessão, sem a cobrança de juros. É certo que o MGLG11 absorveu imóveis do BTLG11 que não eram os melhores, mas é uma opção do comprador fazer a operação, o processo agora é o pagamento.



O fundo comunicou o encerramento da sua 5ª emissão de cotas, conseguindo captar o montante de 191,2 MM, 95,7% do valor pretendido.

A data de conversão dos recibos em cotas será em 09/02/22.



Há algum tempo alguns assinantes pedem para que eu faça uma análise do fundo da Suno de CRIs; no entanto, por ser o fundo muito novo, nunca conseguia fazer uma análise mais profunda de um dado específico, um CRI específico que o fundo possui em sua carteira e já havia feito comentários sobre eles em outras oportunidades. Esta semana o fundo divulgou o seu relatório de risco e isso possibilita fazer uma análise um pouco melhor do fundo.

Antes de seguirmos na análise, necessário fazer um disclaimer específico. A Suno Asset é uma empresa do grupo Suno, que também possui a Suno Research, a qual faz análises de diversos produtos, entre eles FIIs. São empresas separadas e independentes, mas que fazem parte do mesmo grupo. Por eu fazer análise de FIIs, acaba havendo uma concorrência com a parte de análise de FIIs da Suno Research. Apesar de haver uma separação completa da Asset e da Research, me sinto na obrigação de fazer este disclaimer ao assinante. Não permitiria que tal situação ou o meu bom relacionamento com o Analista

de FIIs daquela empresa influenciasse a minha análise e a minha independência, mas o assinante sempre precisa saber de todos os detalhes que envolvem o Analista, para sua melhor compreensão do que é escrito.

Dito isso, passemos a analisar o relatório de risco divulgado pelo fundo.

O fundo de recebíveis da Suno divulgou o seu primeiro relatório de risco, com o detalhamento do seu critério de avaliação de risco, bem como das próprias notas de risco de cada crédito.

O relatório é excelente, muito bem detalhado em todos os aspectos e elogiável, tipo de relatório que alguns Gestores já passaram a seguir, mas nem todos ainda. Na medida que o mercado aperfeiçoa, algum Gestor sobe a régua e os demais são obrigados a acompanhar, é assim que ocorre com no mercado. Possivelmente este relatório pode marcar uma mudança nos outros FIIs de CRIs.

Dito isso, um ponto chamou a atenção neste relatório, a nota dada ao CRI GVI, que é um CRI do Grupo Gramado Park, no caso do SNCI, o CRI tem ligação com o empreendimento Buona Vitta Resort Spa. Segundo o relatório de risco do SNCI o CRI tem a segunda maior nota, 4,39, estando atrás apenas do CRI WIMO, com 4,46. Apesar disso, ele não tem o rating mais elevado da carteira, isso pelo fato de que o fundo tem uma classificação de rating com base na nota, sendo ela aplicada para corporativo e contratual de uma forma e para pulverizado de outra forma. Como este CRI foi classificado como pulverizado, apesar da segunda melhor nota, a classificação de rating é um A2. Um detalhe é que a securitizadora classifica este CRI como um misto de debênture + pulverizado.

Os CRIs do grupo GPK já foram objeto de explanação aqui, especialmente depois de alguns comentários do Gestor do HABT11, que em seu relatório de junho escreveu o seguinte:

No caso do CRI Gramado Buona Vitta (taxa 13,10%a.a. + IPCA), identificamos uma nova operação no mercado que foi emitida com um volume de até R\$280MM em tranches, taxa de 11,50%a.a. + IPCA e estendendo o prazo por 38 meses (até Julho/28), com carência de amortização até Julho/22. Sobre este pré-pagamento, é importante destacar que: (i) a Cota Subordinada estava com a Razão de Fluxo Mensal desenquadrada desde Março/21, sendo que em Abril/21 esta razão ficou abaixo de 100%; (ii) há um estouro previsto no orçamento de obras de aproximadamente R\$11MM, e um atraso de 9% em relação ao cronograma planejado; e (iii) o empreendimento Buona Vitta é de propriedade do grupo Gramado Parks (GPK), que tem se alavancado além do limite que a gestora considera financeiramente saudável - além das operações de CRIs em cada empreendimento, identificamos no mercado CRIs com risco “corporativo” do grupo, que têm como garantia o excedente das demais operações de CRI e os recebíveis dos parques de diversão do grupo. Com este pré-pagamento, a exposição do fundo ao grupo passa a ser menos de 0,5% do PL.

fonte: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=197196>

A minha leitura deste relatório, na época, é que a Gestora questionava o nível de risco do CRI desta empresa, que estão mais fortemente presentes nos FIIs DEVA11, HCTR11 e IRDM11, e por esse motivo passaria a reduzir a exposição, como no caso de pré-pagamento.

Este CRI específico foi objeto de comentários aqui no DesmistificandoFII, especialmente no relatório de 05/09/2021. Este CRI foi usado para realizar o pré-pagamento do CRI Buona Vitta, como explicado pelo fundo DEVA11 em seu relatório de julho. O CRI Buona Vitta, na sua serie subordinada, vinha apresentando quedas constantes de sua razão PMT, já abaixo do próprio limite, principalmente depois que iniciaram as amortizações. Esse CRI foi pré-pago com a emissão deste CRI GVI que está no SNC111, segundo podemos extrair daquele relatório da Devant.

O novo CRI possui carência de amortização até junho de 2022, o que, inquestionavelmente, melhora a razão PMT do CRI.

A verdade é que isso, por si só, não significa que haverá um problema de pagamento ou até mesmo um default, podendo ser apenas uma necessidade de renegociação temporária; no entanto, costumo dizer que este tipo de fato nos levanta ao alerta de acompanhamento de todos os detalhes. Depois, quando lemos tudo isso com a análise que o Gestor do HAB111 fez, o sinal de alerta de acompanhamento fica ainda maior.

Em razão desses sinais, tenho tido a prudência de recomendar aos investidores não terem os FIIs que possuem concentração nos CRIs do grupo e até mesmo de multipropriedades, especialmente pelo fato de que conseguimos atualmente retornos muito próximo a eles com outros CRIs, sem haver essas dúvidas. Observe, não há certeza de riscos, há dúvidas de não haver riscos, são situações diferentes, e, como analista, prefiro ter menos dúvidas de riscos em minha carteira recomendada e pessoal.

Aplicado ao SNC111, o CRI representa apenas 2,80% da carteira e seria um risco muito pequeno e até aceitável, principalmente pelo fato de a serie do fundo ser a sênior; no entanto, quando observamos que esta é a segunda melhor nota dada a um CRI da carteira, a qual lhe confere a segunda melhor nota de crédito da carteira, o A2, isso chama a atenção. Aqui um detalhe muito importante, apesar de o CRI ter a segunda maior nota da carteira, ele não tem o melhor rating, pois o fundo dá o rating com base na nota, separando entre CRIs corporativos e pulverizados, sendo que para um CRI ser considerado A1, quando corporativo, ele precisa de uma nota mínima não tão elevada, quando comparado com o pulverizado, o qual exige uma nota mínima um pouco mais elevada.

Se esse título é um A2, com a segunda maior nota, como serão os títulos A3, A4 e A6, os quais representam 53% da carteira? Assim, por uma questão de coerência sobre tudo que já analisei de outros fundos que possuem CRI multipropriedade e especialmente da GPK, usando muito com base o que o Gestor do HAB111 já fez de comentários, no patrimônio, o SNC111 o classificar com a referida nota, não tenho como chegar à conclusão diferente do que a venda do fundo. Nos outros fundos há uma concentração elevada em CRI de multipropriedades e especialmente do GPK, que o relatório do HAB111 levantou dúvida sobre os riscos destes CRIs, o que me fez recomendar a venda, no caso do SNC111 a concentração é mínima e não deveria ser um caso para fazer isso; no entanto, chama a atenção que ele é considerado melhor que 53% da carteira. Dar recomendação diferente do que venda seria uma incoerência com outras análises que já fiz.

Quem tiver este FII em carteira e decidir por manter, sugiro acompanhar este CRI com atenção, especialmente a partir do 1º semestre de 2023, quando já tivermos passado um semestre de amortização, para poder analisar adequadamente a avaliação de risco que o fundo vem fazendo. A questão é que este CRI poderá ser uma boa forma de observarmos a avaliação de risco dos demais créditos.



O fundo divulgou fato relevante sobre a distribuição na justiça do Rio de Janeiro de pedido de recuperação judicial do grupo em que uma das pessoas jurídicas é devedora de um CRI do fundo, o CRI Calçada Vogue. Este CRI representa 10% da carteira do fundo, logo, pode gerar um impacto em seu patrimônio bastante relevante.

Da decisão que deferiu a recuperação judicial, eu destaco dois trechos da narração dos fatos e que consta na decisão, pois ajuda o investidor a entender um pouco melhor o que poderá ocorrer:

[...] Em que pese essas questões, as Requerentes registram que possuem capacidade de soerguimento a partir da implementação de medidas de redução de custos e de reestruturação operacional.[...]

[...]Por fim, as Requerentes apresentam pedido liminar de urgência, consistente no deferimento de designação de sessão de mediação, junto ao Banco Bradesco; Habitasec/Mauá e à Cyrela, com nomeação de mediador, com objetivo de convergirem acerca do tratamento dos bens dados em garantia e a melhor forma de equacionamento do crédito existentes entre as partes, sem disposição dos imóveis essenciais à atividade das Recuperandas.[...]

A recuperação judicial tem como objetivo viabilizar a superação de crise pela empresa e um dos meios para isso é “equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial, aplicando-se inclusive aos contratos de crédito rural, sem prejuízo do disposto em legislação específica;” (inc. XII do art. 50 da Lei 11.101/2005, exatamente como o grupo pretende.

Ou seja, com o pedido de recuperação judicial o grupo vai buscar uma forma que permita reduzir os seus custos, entre equalizar as dívidas existentes, entre elas, a com a Habitasec/Mauá, nas quais se enquadra o CRI do fundo.

Essa equalização pode passar por uma redução do valor da dívida, em razão de que o IPCA recente estava muito elevado, pode ser uma concessão de carência de juros, uma redução dos juros etc. Não havendo acordo entre as partes sobre como fazer isso, o Juiz decide o caso.

Ou seja, neste momento, o risco que o fundo passa é de ter uma redução do seu patrimônio, decorrente de uma renegociação deste título. Tem também o risco de ficar

um tempo sem receber os juros que vinha recebendo, com a necessidade de conceder carência dos juros, além do impacto no formato que vinha contabilizando a inflação no título (analisarei adiante com mais detalhes).

Isso não significa que o fundo já teve uma perda e que seria necessário fazer uma PCLD (provisão para crédito de liquidação duvidosa, a antiga PDD, que por vezes ainda chamo de PDD por vício). O CRI ainda não teve perda e não se sabe a possibilidade de isso ocorrer, mas é quase certo que ocorrerá uma perda, principalmente pelo fato de que este CRI não tinha amortização sequencial, mas apenas no seu vencimento e o CRI só pagava juros.

Pois bem, deferida a recuperação judicial o grupo terá um prazo para apresentar o plano e neste haverá a proposta de equacionamento das dívidas. Depois da apresentação desta proposta, caso conste nela uma redução do valor da dívida, entendo que os fundos deveriam fazer a PCLD em seus balanços, por uma questão de prudência e previsão. Até lá, nada deveria alterar, a não ser o fato de que o fundo para de receber os juros deste título e a questão da inflação (adiante).

E depois de um tempo, caso a empresa não consiga se recuperar? É assim que ocorre o default e é assim que já vimos em outras situações no mercado, primeiro há o pedido de recuperação judicial e, não havendo a recuperação judicial, ocorre a falência e passa a ser necessário executar as garantias, as quais nem sempre são suficientes. Foi assim que o MXRF11 se tornou proprietário de um edifício em Santos, vazio e disponível para venda há anos.

Mas calma, isso ainda é um longo caminho e a expectativa é que a recuperação judicial sempre permita a empresa superar a crise, mas para isso ela precisa contar com a colaboração de seus credores, os quais vão ter de colaborar para equalizar o seu passivo e permitir que a empresa volte a operar normalmente. Ou seja, em um ditado popular, o credor possivelmente vai perder os anéis, mas não vai perder os dedos, se ele não reduzir a dívida, a empresa entra em falência e corre o risco de perder mais ainda.

Dito isso, vamos a uma reflexão muito importante: qual o impacto real disso nos rendimentos do FLCRI1?

Aqui precisamos voltar ao dilema regime competência x regime caixa.

Pelo nível de distribuição que FLCRI1 entrega, é quase certo que ele use como seu limite máximo de distribuição a apuração do lucro pelo regime de competência. Observe, não temos como afirmar, pois isso não é explicado pelo fundo, mas pela linha “receita de correção monetária” de seu relatório gerencial e o fato de que este título, representando 10% do seu PL, tem amortização apenas ao final, é muito provável que o fundo apure o lucro da inflação dos títulos com base no regime de competência, por isso os resultados mais elevados.

Mas não está escrito na DRE do relatório que o lucro é o regime de caixa? Até parece que a distribuição é com base no regime de caixa, a questão é que há muitas interpretações sobre o que é o regime de caixa e, possivelmente, para chegar naquele nível de receita por

inflação, com título sem amortização antes do vencimento, é pelo fato de que o fundo deva apurar este lucro da inflação pelo regime de competência, interpretação dada por muitos Gestores no mercado. Depois, há outros títulos que ainda não pagam amortização e estão em período de carência, como o JPS IV. Então, há grandes possibilidades de o lucro do fundo, para encontrar o seu limite máximo, seja apurado pelo regime de competência, apurando integralmente a inflação, a qual ficou acruada no título.

Nesta situação, com a suspensão dos pagamentos, o fundo deixa de receber os juros e, espera-se, que o fundo pare de considerar essa inflação do regime de competência, o que impactaria os rendimentos do fundo nesta proporção.

Dito isso, não posso deixar de passar a oportunidade para voltarmos ao caso MXRF11.

Uma reflexão sobre este evento e o caso MXRF11.

Todos os fatos narrados na nota técnica e nas decisões da CVM, além da história do MXRF11, leva a entender que, possivelmente, o fato em concreto que está sendo julgado é em grande parte sobre qual o impacto uma PCLD ou um default deve gerar nos rendimentos de um FII de recebíveis, dado o mínimo fixado pelo regime de caixa. Digo “possivelmente” pois não se tem acesso ao caso concreto, mas tudo que temos nos leva a entender que pelo menos boa parte da discussão passa por isso.

Ou seja, seria justamente a situação do FLCR11 hoje se tivesse que marcar a zero este título, algo que venho alertando há anos para a situação.

Vamos partir da premissa que FLCR11 esteja mesmo distribuindo o regime de competência da inflação deste título. Observe, a inflação que ficava acruada no título, não passava pelo caixa do fundo, era distribuído, pois realmente gera um lucro pelo regime de competência; no entanto, toda aquela inflação distribuída está lá no título e, ocorrendo o default há a perda daqueles valores, que na verdade já foram distribuídos. Ocorrendo a perda integral do título, a sua marcação a zero, ainda que se tente recuperar ele, há uma interpretação de alguns profissionais de mercado que essa perda não gera efeito caixa, o que realmente não gera, e, portanto, não deveria impactar o rendimento mínimo; no entanto, aquela receita também não gerou efeito caixa, mas foi distribuída, o que deixaria a equação bastante estranha.

Nesse momento eu pergunto para o assinante: o default deste título não deveria impactar os rendimentos? Distribuir rendimentos nesta situação, não seria distribuir amortização e se fizer no formato de rendimento não estaria gerando um problema tributário?

Pois este possivelmente é parte do pano de fundo do caso concreto do MXRF11, uma discussão sobre os impactos na distribuição quando ocorrem marcação do título por questões como default ou formação de PCLD. E quando interpretamos a decisão da CVM, precisamos interpretar com base no caso concreto e não como se ela estivesse decidindo de forma abstrata, a própria CVM deixou claro isso em seu comunicado:

A referida decisão envolveu um caso específico. Contudo, o entendimento ali manifestado, pode se aplicar aos demais fundos de investimento imobiliário que tenham características similares ao do caso analisado.

Ignorar o caso concreto é um erro de interpretação muito grande da decisão e é por isso que sigo convicto na minha interpretação de que a CVM não mudou o seu entendimento e que a decisão não vai exigir que os FIIs, especialmente os de tijolo, gerem impacto negativo na distribuição de rendimentos quando da reavaliação dos ativos por questões puramente de mercado. Sim, revendo os documentos disponível do processo, novamente, há uma dúvida sobre os impactos que tal interpretação vai ter nos FoFs e nos FIIs de CRIs, até por situações como esta do FLCRII, por isso seria importante o Colegiado da CVM aproveitar o pedido de reconsideração a ser feito e conseguir esclarecer um pouco melhor o contorno do caso concreto, no entanto, mantenho a minha interpretação da decisão, especialmente no que diz respeito os FIIs de tijolo.

Sim, com base na decisão da CVM um evento de necessidade de remarcar este título a zero, em razão de algum problema no pagamento, faria com que o fundo ficasse quase 1 (um) ano sem distribuir rendimentos, essa sim parece uma interpretação razoável da decisão da CVM. Imagine o investidor deste fundo ou de outro FII de CRI que tenha esta situação? Novas captações seriam muito difíceis, para não dizer impossíveis.

Esse evento foi importante para podermos, novamente, visitar a minha interpretação e mostrar para o assinante parte do motivo que me levou a ter aquela interpretação, que é provavelmente parte do caso concreto referente ao julgado do MXRFII e a complexidade existente nos FIIs de CRIs, em parte por interpretações diversas dadas por administradores sobre o tema regime de competência e regime de caixa, que leva a potencialmente distribuição de amortização no formato de rendimentos.

Dito isso, não posso deixar de aproveitar a oportunidade para escrever sobre os riscos que envolvem os FIIs de CRI.

O ponto mais importante deste fato relevante é que ele mostra justamente o risco que venho alertando aqui nos relatórios e no curso, de que créditos podem ter problemas de pagamento. Os investidores nos últimos dois anos não observaram isso e passaram a ignorar este risco de crédito, este fato relevante vem para ratificar os riscos que venho levantando há algum tempo para se prestar atenção. Imagine o investidor uma situação dessas com uma empresa como a GPK, veja, nem estou supondo que isso vai acontecer, apenas peço que o investidor faça um exercício mental de imaginar isso e o impacto que geraria nos diversos FIIs de CRIs.

Infelizmente não temos como saber qual vai ser a empresa no futuro que vai pedir recuperação judicial, pode ser que o próximo caso esteja em nossa carteira recomendada, quem sabe. Lembre-se, isso são créditos privados e não conhecemos os balanços dessas empresas. Os Gestores possuem condições melhores para esta avaliação, mas tenho dúvidas se divulgariam com clareza este risco se ele existisse, pois isso por si só impactaria o fundo.

O importante disso tudo é reconhecer que este risco existe e não pode ser ignorado, deixar de lado a ideia de que FII de CRI é o melhor fundo que existe, ignorando os imóveis, é um erro. Existem riscos em cada classe e só uma boa diversificação vai te proteger. Saber que mesmo dentro dos FIIs de CRI você consegue gerar uma proteção desta situação, como temos em nossa carteira recomendada BARI11, um FII com alta concentração de CRIs pulverizados, com devedores pessoas físicas que financiam seus imóveis residenciais.

A diversificação não está aí só para nos proteger dos riscos que conseguimos avaliar, mas também para nos proteger dos riscos que não conseguimos avaliar e mensurar. Mas se uma recuperação judicial ou falência ocorresse em um FII de tijolo?

Pois já tivemos, até casos recentes e até um caso que está em nossa carteira recomendada. O primeiro caso é RBRD11, no qual um dos seus inquilinos, importante inquilino por sinal, pediu recuperação judicial e não conseguia mais pagar os aluguéis. Resultado, o fundo despejou o inquilino e executou a fiança bancária do contrato atípico, recebendo parte do aluguel futuro que tinha direito.

Ocorreram perdas? Sim, o fundo chegou a não receber alguns aluguéis antes, depois o total recebido não é a integralidade da multa prevista, mas o imóvel segue lá, sendo que um deles já está alugado, ou seja, há uma perda de fluxo de caixa, que pode ser temporário, **mas não há perda do patrimônio**. Se um FII de CRI tem um default completo de um CRI, há uma perda significativa de patrimônio.

O outro caso que já enfrentou e enfrenta até hoje um inquilino em recuperação judicial é FIIB11. Como já tratado em relatórios anteriores, uma pequena parte do rendimento é originário dos aluguéis que a empresa Wetzel não pagou por um período, antes de ter o seu pedido de recuperação judicial deferido e sua dívida equalizada. Neste caso, a dívida foi equalizada, os credores tiveram que aceitar a renegociação, na ideia de perder os anéis para não perder os dedos, mas FIIB11 não só seguiu recebendo depois o seu aluguel, como seguiu recebendo o aluguel passado que não havia recebido.

Observe assinante, o meu objetivo não é defender uma categoria de FIIs, mas apenas provar a reflexão dos riscos e da importância da diversificação.

Sobre o que fazer com FLCRI11?

Minha recomendação é de venda, considerando um piso de até R\$ 97,00. Neste valor seria um desconto de 3% sobre o valor patrimonial e seria razoável a venda para trocar por um fundo como BARI11, com um prêmio de 1%.

O desdobramento da recuperação judicial é demorado, pode ser complexo e é quase certo que vai levar algum nível de perda para o fundo, que tem 10% de seu PL neste título. É possível que nenhuma perda ocorra? É possível, mas a representatividade sobre o PL é muito elevada e seria um risco muito elevado manter o fundo em carteira tendo outras opções, principalmente se conseguir vender o FII com um desconto tão pequeno sobre o seu VP.



Importante destacar que este mesmo CRI representa 2,60% da carteira do MCCI11, ou seja, mesmo em um impacto negativo de perda, o impacto seria menor, restando os temas regime de competência e regime de caixa. O fundo ainda tem aproximadamente 1% do seu PL em cotas de FLCRI1, o que nos aumentaria em 0,10% a participação neste CRI, ou seja, um impacto não tão grande.

O que fazer com MCCI11? Este caso é bem diferente de FLCRI1, pois a representatividade do CRI na carteira é muito menor e um impacto mais negativo não geraria uma perda tão significativa, fora, claro, quem sabe uma impossibilidade de distribuir rendimentos por 2 ou 3 meses, aplicando o entendimento dado ao caso MXRF11.



O fundo de nossa carteira recomendada já teve este título no seu patrimônio. Ficou só em um relatório, o de junho e nunca mais apareceu, nem nos informes trimestrais, possivelmente pode ter sido vendido na sequência. A nota de crédito era bem baixa, uma CR-7, mas que não está mais na carteira.



O fundo de nossa carteira recomendada tem 1,10% do seu PL em cotas de FLCRI1, o que lhe gera uma exposição de 0,11% do PL neste CRI, o que é um risco pouco significativo.



O fundo da Polo divulgou o seu relatório gerencial de janeiro e nos permite continuar no assunto MXRF11 e uma abordagem bastante interessante.

O fundo faz uma manifestação quanto ao caso, o que seria bem vindo de todos os fundos, e afirma o seguinte:

A tabela abaixo mostra o que seria a "análise CVM" do PORD11. Pode-se observar que o fundo sempre distribuiu em consonância com seu lucro contábil. Na verdade, como já comentamos em cartas anteriores, gestor e administrador calculam a distribuição no conceito caixa por operação e validam com o lucro contábil - ou seja, uma abordagem bastante conservadora.

Fonte: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=262370>

O fundo apresenta uma tabela que nunca teve prejuízo contábil acumulado e que estaria, portanto, enquadrado na decisão da CVM, apresentando a seguinte tabela:

PORD11	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Resultado líquido do exercício	10,708	10,406	15,473	16,421	6,476	12,668	10,089	16,058	33,668
Lucro/Prejuízo acumulado		1,082	608	5,741	6,942	1,018	5,346	3,976	2,199
Lucro Passível de Distribuição	10,708	11,488	16,081	22,162	13,418	13,686	15,435	20,034	35,867
Rendimentos Distribuídos	9,626	10,880	10,340	15,220	12,400	8,340	11,459	17,835	30,298
Excesso de Distrib. Lucro Contábil	-1,082	-608	-5,741	-6,942	-1,018	-5,346	-3,976	-2,199	-5,569

Agora um dado interessante das demonstrações financeiras do fundo, não há lançamento de marcação a mercado em seus resultados, ou seja, aquilo que muito tem se falado sobre a variação dos valores dos títulos em razão da abertura ou fechamento da curva de juros, não ocorre em PORD11, pois o entendimento contábil apresentado na demonstração financeira é que os títulos foram comprados para carregar até o vencimento, devendo o seu valor representar o custo amortizado e não a variação por marcação a mercado.

Assim, no caso de PORD11, não há o receio de o fundo vir a ter alguma dificuldade de pagamento de rendimento, seja qual for a interpretação que prevaleça. E aqui há um precedente aceito pelos auditores e não questionando pela CVM, que é não fazer a marcação a mercado dos títulos impactarem o resultado, ou seja, se a interpretação for de que o resultado contábil deva prevalecer, já há precedente para FIIs de recebíveis de como proceder e não permitir que a remarcação a mercado gere impacto nesses resultados, o que não há é saída para PCLD não impactar rendimentos, esta sequer algum dia deveria ser cogitada de que não impactaria os rendimentos.

Outro dado interessante sobre a Polo são as próprias demonstrações financeiras do PLR11, outro fundo da Gestora e que teve muito problema com PCLD (provisão para Crédito de Liquidação Duvidosa). Também não observamos as variações de marcação a mercado; no entanto, observamos que as PCLD são marcadas no resultado contábil e afetam imediatamente a distribuição de rendimentos, ponto que tenho entendido ser o cerne da questão em MXRF11, mas que só saberemos quando tivermos acesso ao processo administrativo na íntegra.

Assim, temos a primeira Gestora a se manifestar sobre o tema, informando que se enquadra nas regras previstas e demonstrando a pluralidade de interpretações que existe sobre o tema; no entanto, não posso deixar de dizer que um ponto nunca deveria ter interpretações diversas, que é o impacto dos rendimentos quando de PCLD, especialmente quando parte das perdas que já foram distribuídas quando da apuração do lucro pelo regime competência.



Os cotistas do fundo rejeitaram a proposta de venda do imóvel.



O fundo divulgou o seu relatório de janeiro, no qual podemos verificar que o lucro líquido por cota foi de R\$ 1,19, apesar do rendimento de R\$ 0,80, oriundo de alguns ganhos não recorrentes, mas também dos reajustes dos aluguéis. Com isso o fundo atualizou o seu guidance de rendimentos para 2022 para um valor entre R\$ 0,76 e R\$ 0,80. O valor parece bastante factível de se alcançar, visto que o fundo tem uma reserva de lucro de R\$ 0,60 por cota.

O fundo segue demonstrando a sua qualidade semestre após semestre e a melhora do rendimento é demonstração disso. Os investidores sempre se mostraram preocupados com o valor da dívida do fundo e realmente é uma preocupação real, mas o fundo neste momento tem um bom caixa para fazer frente às suas necessidades sem precisar vender nenhum imóvel ou fazer uma nova emissão.



A CVM concedeu efeito suspensivo da sua última decisão no caso do MXRF11. A suspensão foi deferida a pedido do administrador, o qual informou que apresentará pedido de reconsideração.

Assim, o MXRF11 não tem a obrigação de cumprir a decisão do Colegiado enquanto a suspensão existir. A suspensão poderá encerrar em dois casos, o primeiro deles é se passado o decurso de prazo para o pedido de reconsideração, este não for feito, e o segundo será no julgamento do pedido de reconsideração.

Vamos partir do pressuposto da apresentação do pedido de reconsideração. Neste caso a CVM vai analisar e, ou manter a decisão e acabou a suspensão, ou vai alterar o julgamento e acabou a suspensão, valendo a nova decisão.

O pedido de reconsideração precisa ser apresentado em 15 dias úteis, mas o julgamento em si não tem prazo para ocorrer.

Importante destacar que o pedido de suspensão da decisão não é um adiamento do que será julgado, mas apenas uma suspensão. O fundamento para deferir o pedido é o seguinte:

Isso porque, o cumprimento imediato da referida decisão pode implicar em empecilhos de natureza operacional, de difícil superação no curto espaço de tempo de que dispõe a Administradora para o cumprimento de obrigações perante os cotistas, que precisam ser compreendidos de forma mais completa.

O Colegiado observou, ainda, que a despeito de a decisão em questão dizer respeito a apenas um fundo de investimento, trata-se de veículo com elevado número de cotistas,

havendo, ainda, possíveis repercussões em outros fundos de investimento imobiliário que se encontrem em situação semelhante.

Fonte: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2022/20220131_R1.html

Ou seja, a decisão gera repercussões complexas para a administradora e, caso haja um convencimento diverso com a apresentação do pedido de reconsideração, se não deferida a suspensão haveria um prejuízo elevado para administradora de forma desnecessária. Por isso a suspensão.

Apenas para reforçar o motivo da minha interpretação, a CVM volta a afirmar "fundos que se encontrem em situação semelhante". Infelizmente com todas as pessoas que eu conversei no mercado, ninguém teve acesso à íntegra deste processo, assim, não é possível sabermos exatamente qual seria o caso concreto, apenas ter uma ideia pelo o que estão nos documentos publicados e pela própria história do fundo. Apesar disso, uma coisa eu tenho certeza, o MXRF11 passa bem longe de ser um fundo imobiliário de tijolo, o qual faz reavaliação de seu patrimônio, para que se possa interpretar que este caso poderia afetar algum fundo de tijolo que venha a fazer a sua reavaliação patrimonial. Mas sim, o MXRF11 é um fundo preponderantemente de recebíveis e que também tem uma parcela importante de FoF, então esse contorno precisará ser bem analisado quando do caso concreto.



O fundo comunicou que houve reavaliação dos imóveis de seu portfólio, resultando em um aumento de 2% aos valores contábeis dos imóveis.

Um ponto interessante sobre XPLG11, o fundo não lança as variações de seus imóveis em sua demonstração de resultados, lançando apenas em outras rubricas no balancete. Assim, ainda que haja a interpretação de que as reavaliações que impactem o resultado devem impactar a distribuição, já há saída sendo praticada no mercado, com uma pequena alteração na forma de apresentar os balancetes.



O fundo apresentou seus dados operacionais referente a dezembro/21 onde podemos ver que a receita bruta de vendas ficou levemente cima comparado com 2019, que foi de 49,65MM em 2021 e 48,07MM em 2019.

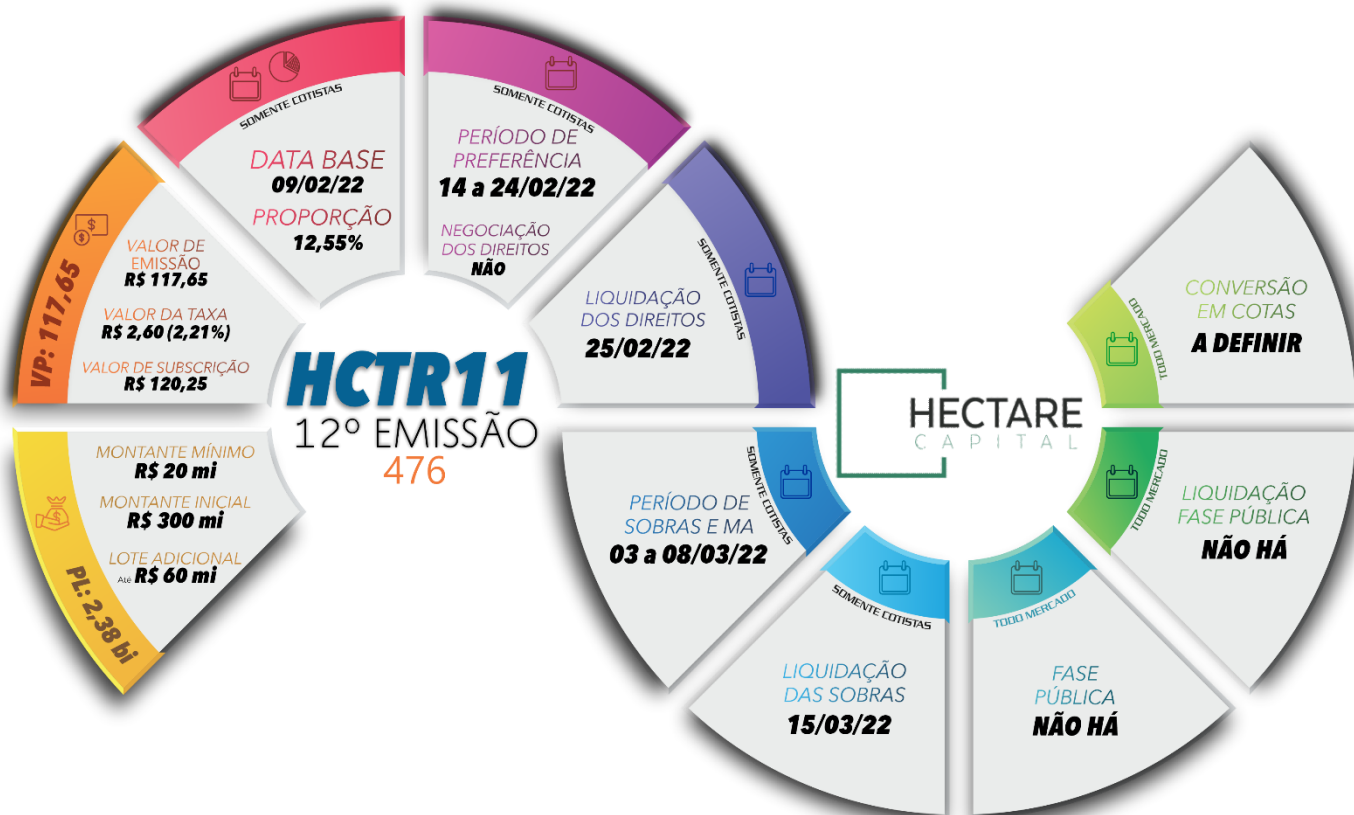
Já a vacância do fundo, apesar de ter uma melhora de nov/21 (2,34%) para dez/21 (2,01%), ainda continua maior do que o mesmo período de 2019, onde apresentava vacância de 1,20%. A receita de aluguel também superou 2019, agora em 2,95MM frente a 2,65MM em dez/2019.

Porém o que impressiona foi o aumento substancial da inadimplência apresentada pelo fundo no mês de dezembro, que saltou de 3,5% para 8,3%, se compararmos com 2019, o indicador apresentava 1,58%.

Apesar disso, o fundo distribuiu ótimos rendimentos em janeiro/22, proveniente dos bons resultados auferidos em dezembro/21.



O fundo de recebíveis da Hectare anunciou mais uma emissão de cotas, sendo a sua 12ª, com objetivo de captar 300 milhões, segue todos os dados da emissão abaixo.



O investidor que quiser fazer a flipagem, vendendo suas cotas excedentes a mercado e recomprando via emissão, matematicamente faz sentido. O preço de subscrição atualmente está com desconto de 3,53% com relação ao valor de mercado, e essa diferença equivale a mais de dois rendimentos com base na última distribuição, viabilizando realizar essa operação para aqueles que não querem aumentar sua participação no fundo.

Parece que as emissões estão voltando, mesmo com os juros elevados. O preço de emissão é no valor patrimonial e o valor de subscrição, neste momento, é abaixo do valor de mercado. Após o ajuste e, caso haja uma pequena queda, o valor de subscrição e o de mercado devem se aproximar e, considerando o não recebimento de um dos rendimentos, não deva fazer diferença subscrever ou adquirir no mercado secundário. Será interessante acompanhar a destinação desses recursos.

Como o fundo já foi objeto de recomendação de venda recentemente, não seria possível eu recomendar participar da emissão.



Em julho/21 o fundo do Shopping Pátio Higienópolis realizou uma consulta aos cotistas para aprovarem a alteração do regulamento do fundo e aprovar um capital autorizado para novas emissões de até R\$ 600 milhões e na época escrevi o seguinte:

Para a Rio Bravo fazer isso neste momento é porque possivelmente algum acionista do shopping deve estar manifestando o interesse de vender a sua propriedade.

No dia 04/02/22 o fundo divulgou fato relevante comunicando que realmente há uma possível intenção de venda de um coproprietário do shopping e que, se essa intenção realmente se concretizar, o fundo terá um prazo de 30 dias para manifestar seu interesse de adquirir o direito de preferência dessa aquisição e, assim, aumentar sua participação no shopping, que atualmente está em 25,6775% do empreendimento.

Reforço o que foi dito no relatório de 11/07/21:

O fundo que sempre foi conhecido como um dos casos mais bem sucedidos de imóvel único e passivo (gerou uma valorização de 700% só da cota, desde 2003), pode vir a fazer uma nova emissão de cotas, que, a depender do valor da emissão e, principalmente, do valor que vai se pagar na propriedade, poderia ser um excelente negócio para o cotista.



O fundo aprovou sua 3ª emissão de cotas com objetivo de captar 300MM, a oferta é do tipo 400 (oferta pública). O preço de emissão está previsto para R\$ 101,57 e de subscrição em R\$ 105,76. O custo da oferta é bem elevado, de R\$ 4,19/cota equivalente a 4,13% da emissão. O fator de proporção será de 0,26734469476.

O preço de subscrição da oferta está acima do valor de mercado, portanto matematicamente vale mais a pena adquirir o fundo via mercado para o investidor pequeno. Geralmente em casos em que o preço de subscrição é acima do valor de mercado, para a emissão ser bem sucedida é necessário a participação de algum grande investidor ancorar a oferta.

Iremos aguardar os detalhes da oferta para divulgar aqui o calendário completo, bem como analisarmos seu pipeline.



O fundo convocou para o próximo dia 21 de fevereiro assembleia para decidir sobre a 8ª emissão de cotas do fundo. O objetivo é fazer uma emissão do tipo 400, no valor de até R\$ 600 milhões. O valor de emissão é de R\$ 155,90, ou seja, acima do valor patrimonial, com um custo de 2,90%, o qual será acrescido ao valor, fazendo um valor de subscrição de R\$ 160,42.

No momento não temos muito o que analisar, só depois do prospecto. Os valores estão alinhados para reduzir eventual impacto negativo para o cotista, com emissão acima do valor patrimonial e subscrição abaixo do valor de mercado.

Com novos detalhes poderemos analisar melhor, mas o fundo tem tido um histórico de fazer bons negócios com as emissões, melhorando o fundo.

CARTEIRA RECOMENDADA

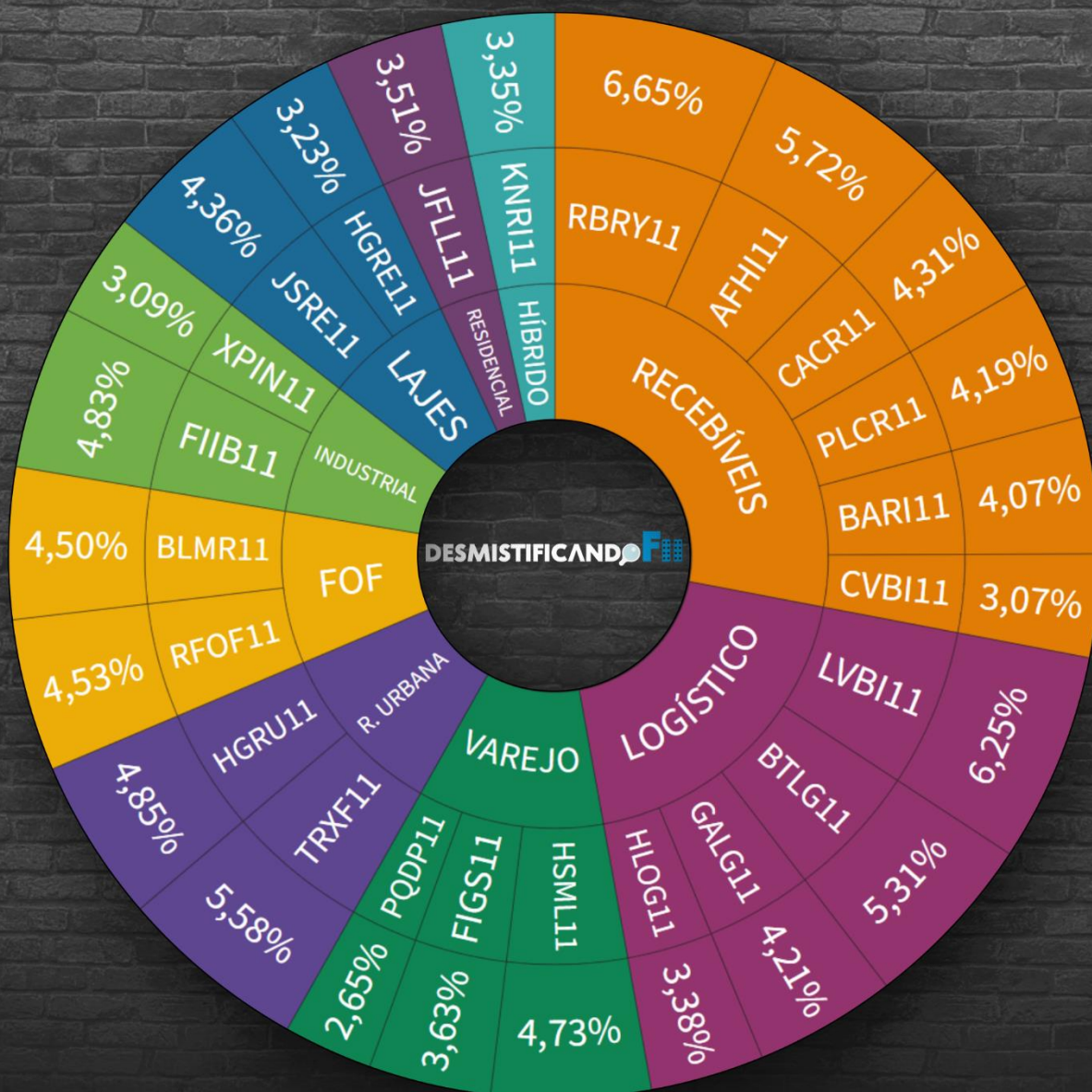
TABELA

Data da Entrada	Análise	FUNDO	Setor	Cotação	Cotas	Valor Médio	Valor Investido	Peso inicial	Valor Atual	Peso atual	Recomendação
18/10/20	LINK	HGRE11	Lajes	132,39	39	150,37	5.864,43	3,35%	5.163,21	3,23%	Compra
10/11/20	LINK	JSRE11	Lajes	77,36	90	87,68	7.891,20	4,51%	6.962,40	4,36%	Compra
22/08/21	LINK	BLMR11	FoF	7,99	900	7,52	6.768,00	3,87%	7.191,00	4,50%	Compra
16/08/20	LINK	RFOF11	FoF	69,57	104	72,83	7.574,32	4,33%	7.235,28	4,53%	Compra
19/01/20	LINK	FIIB11	Industrial	454,00	17	561,94	9.552,98	5,46%	7.718,00	4,83%	Compra
12/04/20	LINK	XPIN11	Industrial	86,56	57	101,02	5.758,14	3,29%	4.933,92	3,09%	Compra
23/08/20	LINK	BTLG11	Logístico	105,99	80	106,98	8.558,40	4,89%	8.479,20	5,31%	Compra
21/12/20	LINK	HLOG11	Logístico	93,10	58	117,89	6.837,62	3,91%	5.399,80	3,38%	Compra
08/08/21	LINK	LVBI11	Logístico	99,87	100	101,94	10.194,00	5,82%	9.987,00	6,25%	Compra
24/04/21	LINK	GALG11	Logístico	98,98	68	111,30	7.568,40	4,32%	6.730,64	4,21%	Compra
19/01/20	LINK	KNRI11	Híbrido	133,94	40	175,79	7.031,60	4,02%	5.357,60	3,35%	Compra
06/06/21	LINK	AFHI11	Recebíveis	101,49	90	92,94	8.364,60	4,78%	9.134,10	5,72%	Compra
19/01/20	LINK	BARI11	Recebíveis	103,31	63	107,62	6.780,06	3,87%	6.508,53	4,07%	Compra
19/01/20	LINK	CVBI11	Recebíveis	102,26	48	105,33	5.055,84	2,89%	4.908,48	3,07%	Compra
21/11/21	LINK	CACR11	Recebíveis	105,96	65	102,00	6.630,00	3,79%	6.887,40	4,31%	Compra
20/12/20	LINK	PLCR11	Recebíveis	88,10	76	87,31	6.635,56	3,79%	6.695,60	4,19%	Compra
19/01/20	LINK	RBRY11	Recebíveis	106,20	100	104,38	10.438,00	5,96%	10.620,00	6,65%	Compra
19/01/20	LINK	HGRU11	R. Urbana	113,92	68	129,39	8.798,52	5,02%	7.746,56	4,85%	Compra
05/07/20	LINK	TRXF11	R. Urbana	101,37	88	101,99	8.975,12	5,13%	8.920,56	5,58%	Compra
19/01/20	LINK	FIGS11	Varejo	53,26	109	84,83	9.246,47	5,28%	5.805,34	3,63%	Compra
24/10/21	LINK	HSML11	Varejo	75,64	100	77,83	7.783,00	4,44%	7.564,00	4,73%	Compra
12/12/21	LINK	JFLL11	Residencial	72,00	78	68,59	5.350,02	3,06%	5.616,00	3,51%	Compra
19/01/20	LINK	PODP11	Varejo	2.114,00	2	3.721,00	7.442,00	4,25%	4.228,00	2,65%	Manutenção

23 FUNDOS

CARTEIRA RECOMENDADA

GRÁFICOS



 **Números da carteira**

Caixa	Saldo histórico
LCI 85% CDI	R\$ 1.302,49

RENDIMENTOS DA CARTEIRA	
Janeiro	R\$ 1.489,13
Fevereiro	
Março	
Abril	
Maio	
Junho	
Julho	
Agosto	
Setembro	
Outubro	
Novembro	
Dezembro	

CÁLCULO DA TIR	
Janeiro	-R\$ 160.791,24
Fevereiro	- R\$ 2.000,00
Março	
Abril	
Maio	
Junho	
Julho	
Agosto	
Setembro	
Outubro	
Novembro	
Dezembro	

 **Tabela de rendimentos**

Para acessar a tabela de rendimento de todos os fundos imobiliários, basta clicar no ícone abaixo

 **Explicações sobre a carteira recomendada**

Caso queira entender como é feito o cálculo da TIR da carteira, basta clicar no ícone abaixo. O link te levará para uma tabela no site do Clubefii, para visualizá-la basta apenas estar logado.



DISCLAIMER

Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento do autor, ensejando a aplicação de multa de 2.000 (duas mil) vezes o valor da assinatura mensal do relatório.

O compartilhamento indevido acarreta o imediato bloqueio do assinante, sem direito de ressarcimento dos valores. Além disso, a violação do direito autoral é crime previsto no art. 184 do Código Penal, com pena de detenção prevista.

Para o controle de compartilhamentos indevidos, conto com uma tecnologia que insere em cada relatório os dados do assinante, os quais não é possível omitir, nem mesmo com o desenho de uma tarja.

O relatório foi elaborado por Analista de Valores Mobiliários autônomo, de forma independente e sem nenhuma vinculação a instituição financeira.

O autor não recebe nenhuma remuneração, ou quaisquer outros benefícios, dos administradores, gestores, ou pessoas ligadas aos Fundos de Investimentos Imobiliários analisados.

O relatório respeita todas as disposições previstas na Resolução 20/2021 da CVM, especialmente o disposto no art. 13, assim transcrito: Art. 13. É vedado ao analista de valores mobiliários, pessoa natural e jurídica, bem como aos demais profissionais que efetivamente participem da formulação dos relatórios de análise: I – emitir relatórios de análise com a finalidade de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida; II – omitir informação sobre conflito de interesses nas informações e comunicações de que trata o art. 14, nos relatórios de análise e em qualquer meio em relação ao qual o analista se manifeste sobre o relatório de análise; III – negociar, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, valores mobiliários objeto dos relatórios de análise que elabore ou derivativos lastreados em tais valores mobiliários por um período de 30 (trinta) dias anteriores e 5 (cinco) dias posteriores à divulgação do relatório de análise sobre tal valor mobiliário ou seu emissor; IV – negociar, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, valores mobiliários objeto dos relatórios de análise que elabore ou derivativos lastreados em tais valores mobiliários em sentido contrário ao das recomendações ou conclusões expressas nos relatórios de análise que elaborou por: a) 6 (seis) meses contados da divulgação de tal relatório; ou b) até a divulgação de novo relatório sobre o mesmo emissor ou valor mobiliário, caso ocorra antes do prazo referido na alínea “a”; V – participar, direta ou indiretamente, em qualquer atividade relacionada a oferta pública de distribuição de valores mobiliários, incluindo: a) esforços de venda de produto ou serviço no âmbito do mercado de valores mobiliários; e b) esforços para angariação de novos clientes ou trabalhos; VI – participar da estruturação de ativos financeiros e valores mobiliários;

Este Analista declara, nos termos do art. 21 da Resolução 20/2021 da CVM, que o Analista possui cotas de PQDP11, CACR11, FLRP11, PVBI11, JFLL11, TRXF11, BRCR11, FIGS11, HGRE11, BARI11, XPIN11, HGRU11, CVBI11, BLCP11, FIIB11, KNRI11, BTLG11, JSRE11, HLOG11, BRCO11, GALG11, RBRL11, LVBI11 por sua vez, a Cônjuge do Analista possui cotas de HGRU11, HFOF11, JSRE11, XPIN11, TRXF11, BARI11, SARE11 todos os objetos do relatório ou da carteira recomendada.

As recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as opiniões pessoais do Analista, tendo sido elaborado de forma independente, não se baseando em nenhuma informação privilegiada, mas apenas de informações públicas e disponíveis para todos os investidores e analistas.

A análise dos ativos objeto do relatório utiliza como informação os resultados divulgados pelas administradoras e suas projeções. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, a análise das ações judiciais na qual o fundo está envolvido, entre outras notícias públicas.

Cálculos de preço justo, rendimentos futuros e outros dados futuros devem ser considerados como incertos e propensos a não ocorrerem, ainda que o Analista guarde toda a diligência possível e necessária para alcançar a melhor estimativa possível.

A carteira recomendada tem como objetivo auxiliar o investidor na análise de seus investimentos, no entanto, não pode ser tido como promessa de ganho futuro, tendo em vista a incerteza existente nos investimentos de renda variável.

Este material tem caráter meramente informativo. As informações constantes deste material podem auxiliar o investidor em suas decisões de investimento, porém o investidor será responsável, de forma exclusiva, pela verificação da conveniência e oportunidade da movimentação de sua carteira de investimentos e pela tomada de decisão quanto à efetivação de operações de compra e/ou venda de títulos e/ou valores mobiliários. Este material apresenta informações para diversos perfis de investimento e o investidor deverá verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Quaisquer projeções de risco ou retorno potenciais são meramente ilustrativas e não são e não devem ser interpretadas pelo investidor como previsão de eventos futuros e/ou garantia de resultados. Além disso, não garanto a exatidão das informações aqui contidas e recomendo ao investidor que não utilize este relatório com única fonte para embasar suas decisões de investimento. Os investimentos realizados pelo investidor para sua carteira estão sujeitos a diversos riscos inerentes aos mercados e aos ativos integrantes da carteira, incluindo, sem limitação, risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco cambial, risco de concentração, risco de perda do capital investido e de disponibilização de recursos adicionais, entre outros.

As eventuais projeções feitas neste relatório não se caracterizam como promessa ou garantia, tendo em vista o material ter como intuito apenas analisar o investimento, não havendo nenhuma vinculação com os administradores e/ou gestores.

Importante, ganhos passados não significam garantia de ganhos futuros e todo investidor precisa estar ciente de que o mercado de renda variável ocasiona oscilações e pode gerar prejuízos em seu patrimônio.