

2022

05

## RELATÓRIO SEMANAL



Período

**24 a 28/01/22**



Divulgação

**30/01/22**



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:**

**MXRF11**

**CPTS11**

**BTAL11**

**HCTR11**

**TORD11**

**JSRE11**

**MGFF11**

**FCFL11**

**KNSC11**

**RBRF11**

**RBRY11**

**RBRR11**

**GGRC11**

**AFHI11**

**VGHF11**

**MFAI11**

**CACR11**

**GCRI11**

**GCFF11**

## **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.

## **Instruções quando aos CARDS dos fundos**

Alguns assinantes pediram uma legenda para facilitar o entendimento de cada card quanto aos seus segmentos. Ao final do relatório você agora encontrará uma página explicando detalhadamente cada funcionalidade deste recente recurso inserido no relatório.

## **Dados Econômicos**

Esta semana tivemos a divulgação do IGPM de janeiro de 2022, o qual fechou em elevados 1,82%, pressionado principalmente pela elevação do dólar. O índice é um dado bastante negativo, visto que esta constância da inflação medida pelo IGPM deve seguir pressionando o IPCA em um movimento de inflação inercial a não ser que ocorra uma redução do dólar.

E neste ponto de uma possível redução do dólar, temos notícias positivas na semana. O Governo Federal divulgou uma arrecadação para o ano de 2021 recorde, com alta real de 17,36% sobre o resultado de 2020. Isso fez com que o Governo Centro registrasse o menor déficit nos últimos 7 anos, de apenas R\$ 35 bilhões, sendo que a meta do Governo era ter um déficit de R\$ 247,1 bilhões. Este dado é muito positivo do ponto de vista fiscal e pode permitir que mais investidores estrangeiros observem o país, o que poderia auxiliar na redução do dólar.

Ainda sobre o IGPM, o IPC registrou uma variação de 0,42%, metade daquele de dezembro, o que pode nos indicar um IPCA um pouco mais baixo.

Esses dados serão levados em consideração na próxima reunião do Copom, que ocorrerá nesta semana que entra e, novamente, a nossa atenção se volta mais para o comunicado do que para a decisão, que está praticamente “contratada” que serão +150bps.

## **A decisão do Colegiado da CVM no caso MXRF**

Esta semana o universo dos fundos imobiliários foi impactado por uma grande dúvida sobre o limite máximo para distribuição de rendimentos, o que levou diversos especialistas da área a estudarem e discutirem o caso, sem que ainda haja um consenso.

O caso ocorreu após a divulgação de uma decisão tomada pelo Colegiado da CVM, em caso concreto envolvendo o fundo com o maior número de cotistas de nosso mercado, o MXRF11. A decisão do colegiado manteve, por maioria e não por unanimidade, a decisão de sua área técnica de determinar que o fundo faça distribuição de rendimentos apenas quando houver lucro contábil, no exercício ou acumulado, impedindo que o fundo

distribua rendimentos sem que haja lucro contábil para lhe embasar, podendo distribuir, caso assim desejar, no formato de amortização.

O caso é extremamente complexo e houve dúvidas de diversos profissionais de mercado, entre Gestores, Administradores, Analistas, dentre outros, sobre o eventual impacto que esta decisão teria sobre os fundos imobiliários, dada a jurisprudência administrativa que estava passando a existir. A grande dúvida que surgiu foi o tratamento que deverá ser dado as chamadas marcações a mercado de ativos ou reavaliações (imóveis, CRIs, FIs etc) quando da apuração do lucro contábil, para se encontrar o mínimo de 95% do lucro apurado pelo regime de caixa a ser distribuído. Tais remarcações, dependendo da interpretação, poderia fazer com que fundos ficassem sem distribuição de rendimentos em razão da não existência de lucro contábil, ainda que seus ativos tenham gerado caixa, como com o pagamento de aluguéis.

Após muito “barulho” no mercado, a CVM, como instituição, divulgou nota de esclarecimento ratificando sua decisão, esclarecendo que a decisão se tratava de um caso concreto e específico, mas ressaltando que se houver outros casos com características similares o entendimento poderá ser aplicado, encerrando a nota com a informação de que os envolvidos poderão apresentar pedido de reconsideração da decisão.

A nota da CVM foi vista por muitos como preocupante, pois apesar de explicar que a decisão era para o caso concreto, deixava clara a existência de uma jurisprudência administrativa; no entanto, não vislumbro dessa forma. A nota da CVM foi feita dentro da competência que ela, como instituição, poderia fazer, uma vez que uma nota não poderia simplesmente revogar o que já foi decidido, tão pouco interpretar a norma para outros casos concretos.

Assim, o grande ponto neste caso não é entender o alcance da decisão para os outros fundos, pois a jurisprudência administrativa será criada após o pedido de reconsideração e nenhum Administrador deverá ser arriscar a não cumprir essa decisão. O ponto principal é entender o alcance da decisão frente a toda a história e arcabouços legais e interpretativos dos fundos imobiliários.

Após muito estudar a matéria, obter mais informações sobre o caso concreto, discutir o assunto com profissionais altamente gabaritados do mercado, com um destaque especial ao contador Alessandro O. P. Vanzella, da Vanzella Consultoria e Contabilidade, o qual foi essencial neste processo, a minha interpretação é que a decisão da CVM não altera em nada as orientações da autarquia nos anos de 2014 e 2015 sobre o assunto e o impacto seria mínimo na distribuição de rendimentos por parte dos fundos imobiliários, continuando-se a aplicar o entendimento de que o lucro contábil a ser distribuído de forma obrigatória precisaria ser ajustado com receitas e despesas que não geraram efeito caixa, semelhante ao que os REITs fazem para a construção do seu chamado FFO. De forma mais simples, minha interpretação é que nada mudou para o universo dos fundos imobiliários, a não ser para aqueles que tenham distribuído rendimentos acima do seu lucro contábil, utilizando rubricas para reconciliação do seu resultado caixa que não poderia, os quais devem ser objeto de notificação pela CVM.

Mas, como o meu objetivo no relatório é sempre apresentar a reflexão completa, para que os assinantes também possam formar o seu juízo de valor e não apenas aceitar a minha interpretação como verdade, vamos nos aprofundar no tema, mas para isso, prepare-se, pois preciso de muito texto para fazer isso.

Antes, dada a grande complexidade do tema e a dificuldade que é em explicar todos os detalhes de forma escrita, sugiro a quem tiver interesse em se aprofundar mais no tema a assistir a live que realizei com o referido contador, da qual participou, da metade para o fim, o especialista em FII's André Bacci. O vídeo está disponível no meu canal do YouTube, no [LINK](#).

### **Vamos entender o caso.**

Dúvidas e ruídos desta proporção nunca possuem como razão um fato apenas, elas surgem, pois, algumas outras engrenagens já não estão funcionando muito bem, até que o problema em uma delas mostra que as demais não estavam funcionando adequadamente. É como uma grande discussão de casal, na qual, ao final, um dos cônjuges pensa “o que eu fiz não era para tanto”, mas a verdade é que não foi aquele fato em si que gerou a discussão naquela proporção, mas o acúmulo de fatos não tratados anteriormente, sendo o último apenas a ponta do iceberg que culminou na discussão.

E é justamente isso que observo neste momento, a decisão da CVM ao caso do MXRF11 é um fato que desencadeou uma série de dúvidas sobre pontos não muito bem resolvidos na indústria de fundos imobiliários e acabou gerando todo este movimento no mercado, movimento este que algumas pessoas estão chamando de “histeria”, mas é pelo fato de possivelmente lhes faltar conhecimento adequado sobre toda a complexidade dos fundos imobiliários.

E quais dúvidas e pontos não muito bem resolvidos que vieram à tona neste momento?

Eu observo dois pontos em especial. O primeiro é a necessidade de os fundos imobiliários reconhecerem em seus resultados os ganhos e perdas resultantes da avaliação de seus ativos e passivos, especialmente no caso dos imóveis, conforme preconiza a ICVM 516/2011, diferenciando os fundos imobiliários das empresas, as quais realizam esse reconhecimento de resultado de forma excepcional e em alguns casos específicos, sendo o reconhecimento em outras rubricas do balanço.

O segundo, totalmente interligado com o primeiro, é o fato de a Lei 8.668/93, a qual criou os fundos imobiliários, dispor de uma regra mínima de distribuição que seria o lucro apurado pelo resultado caixa, sem uma definição clara do que seria isso. Até então as discussões tratadas sempre ficavam no aspecto de tentar clarear o que seria este “mínimo”, mas nunca se fez, de forma específica, discussões e normatizações sobre o limite máximo. Esse segundo ponto ganhou contornos de maior complexidade com o surgimento e o recente crescimento dos fundos imobiliários de recebíveis, que o assinante DesmistificandoFII vai lembrar que é um assunto tratado aqui há muito tempo sobre a

falta de padronização na forma que esses fundos apuram seus resultados para distribuição, gerando as mais diversas interpretações.

Pois bem, vamos entender um pouco melhor tudo isso.

## **A ICVM 516/2011**

Essa instrução da CVM determina que um fundo proprietário de um imóvel, ao fazer a sua reavaliação, lance o resultado desta, ou seja, a diferença entre a última avaliação e a atual, diretamente no seu resultado. Ao fazer isso, o lucro líquido do fundo, apurado pelo regime de competência, acaba sendo impactado.

Exemplo. Um fundo monoativo, possui um imóvel que, segundo o seu último laudo de avaliação, tem um valor de R\$ 10MM, o qual, ao longo de um ano gera R\$ 1,1MM de receita de aluguel. Este fundo tem, ao longo deste ano, despesas operacionais (Gestor, Administrador, contabilidade e alguns outros) de R\$ 100 mil. Descontando daquele aluguel essas despesas, o fundo tem um resultado de R\$ 1 MM e ao longo do ano o Administrador decidiu distribuir 100% deste resultado.

Ocorre, no entanto, que ao final deste ano o fundo realiza a reavaliação deste imóvel e ele passa a valer R\$ 9MM. Segundo a ICVM 516, a diferença dos R\$ 10MM para os R\$ 9MM deverão ser lançados no resultado do período, ou seja, uma despesa de R\$ 1MM. Ao lançarmos esta despesa de R\$ 1 MM, o fundo simplesmente zera o seu lucro contábil, conseqüentemente, não teria nenhum lucro contábil apto para embasar toda a distribuição já realizada e surge a dúvida de como resolver isso.

Sim, a reavaliação também pode ser positiva e gerará impacto positivo no resultado. Assim, se na reavaliação o imóvel tivesse passado a valer R\$ 11MM, ao final do período o lucro contábil daquele fundo imobiliário teria sido de R\$ 2MM, mas a sua distribuição teria sido de apenas R\$ 1MM e, mesmo que o fundo quisesse distribuir a integralidade do seu lucro contábil, dificilmente teria caixa para isso, pois o fundo só teve o recebimento de R\$ 1MM de caixa (o aluguel) e surge a dúvida da regra da distribuição mínima dos 95% dos lucros, o qual se determina fazer apenas com o “resultado caixa”, mas sem uma definição clara sobre o que seria este.

Essa regra vai ser aplicada para a variação dos CRIs quando observamos a chamada marcação à mercado em razão da curva de juros e para a variação dos FIIs, pelas suas oscilações de valor de mercado.

Fosse o fundo uma empresa, isso não ocorreria, pois essa reavaliação do imóvel não passaria pelo seu resultado, mas por outras rubricas no balanço e não teria este efeito de reduzir o lucro contábil, sendo esta regra objeto de crítica de alguns contadores.

Mas nós sabemos que um fundo imobiliário não é uma empresa, a verdade é que ele sequer tem personalidade jurídica, então acaba tendo regras próprias, as quais por vezes

conflitam com as das empresas, gerando dúvidas, mas a ICVM 516 é expressa em determinar a sua aplicação.

Perfeito, e como resolvemos esta equação criada pela ICVM 516?

A solução é aplicar exatamente a regra prevista na Lei 8.668/93 que determina a distribuição de, no mínimo, 95% dos “lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa”, ou seja, a lei não determina a distribuição mínima de 95% do lucro líquido, mas apenas aquela apurado com base no regime de caixa, muitas vezes chamado apenas de “lucro caixa”, sendo este um nome errado do ponto de vista contábil, visto que tal termo não existe, mas em geral usado para facilitar o entendimento pelos investidores em geral.

Mas como apurar este lucro segundo o regime de caixa?

A lei não apresenta este conceito, mas a ciência contábil consegue dar seus contornos; no entanto, em 2014, a CVM divulgou um ofício-circular orientando e interpretando essa regra, o qual preciso transcrever o parágrafo específico:

*2. Entendemos que a base de distribuição prevista no art. 10o, p.u., da Lei 8.668/93, é obtida por meio da identificação das receitas/despesas reconhecidas contabilmente no período de apuração e que foram efetivamente recebidas/pagas no mesmo período. Com isso, o administrador deverá **partir do resultado contábil (lucro ou prejuízo) apurado pelo regime de competência em um determinado período e ajustá-lo pelos efeitos das receitas/despesas contabilizadas e ainda não recebidas/pagas no mesmo período de apuração. As receitas/despesas contabilizadas em períodos anteriores, mas recebidas/pagas posteriormente, devem compor a base de distribuição do período em que forem efetivamente recebidas/pagas.** grifei*

Mas afinal, o que significa este item “2” supracitado?

Essa orientação basicamente determina os seguintes passos: 1) apure o lucro contábil; 2) retire as receitas contábeis, mas não pagas, ou seja, que não transitaram pelo seu caixa ou não realizadas efetivamente; 3) acrescente as despesas contábeis, mas não pagas, ou seja, que não transitaram pelo seu caixa ou não realizadas efetivamente.

Vamos aos nossos dois exemplos para ficar mais claro.

Exemplo 1, com variação para baixo do imóvel. 1) lucro contábil = R\$ 0,00 – 2) receitas contábeis, mas não pagas = R\$ 0,00 + 3) despesas contábeis, mas não pagas = R\$ 1 MM. Resultado desta equação, R\$ 1MM de lucro apurado com base no resultado caixa, o qual 95% precisarão ser distribuídos. Apenas para ficar muito claro, esta despesa contábil é a variação negativa do imóvel, marcada no resultado como uma despesa, pois é variação negativa, por ordem da ICVM 516, mas que como não vendemos o imóvel, não foi realizada ainda.

Exemplo 2, com variação para cima do imóvel. 1) lucro contábil = R\$ 2MM – 2) receitas contábeis, mas não pagas = R\$ 1MM + 3) despesas contábeis, mas não pagas = R\$ 0,00. Resultado desta equação, R\$ 1MM. Novamente, chegamos no mínimo para a distribuição de 95% do R\$ 1MM, mas veja, efetivamente eu tinha um lucro de R\$ 2 MM, será que eu poderia distribuir todo ele?

Observe que no exemplo 2 inicia o nosso segundo ponto de dúvida e que começamos a chegar no caso MXRF11, qual é o máximo permitido para distribuição?

### Qual o máximo permitido para distribuição?

A lei em momento algum cita, de forma expressa, o máximo possível de distribuição no formato de rendimentos e a orientação, também, em momento nenhum cita o máximo possível de forma explícita, o que sempre ensejou uma série de questionamentos por diversos profissionais da área; no entanto, apesar de não disporem de forma explícita, sempre entendi que este máximo estava bem esclarecido pelos dois textos.

A distribuição no formato de rendimento nada mais é que o lucro e só existe um tipo de lucro, aquele apurado de forma contábil, conseqüentemente, o máximo a ser distribuído é o lucro contábil. Ou seja, no nosso exemplo 2, o mínimo a ser distribuído seria de R\$ 950mil (95%), mas o máximo seria de R\$ 2MM, desde que houvesse caixa para isso. Por sua vez, no exemplo 1, o mínimo a ser distribuído seria de R\$ 950 mil também, mas o máximo seria de R\$ 1MM, que é o nosso lucro que foi ajustado pelo resultado caixa.

Espero que o assinante ainda não tenha se perdido no texto, que é longo para tentar detalhar ao máximo a complexidade dessa equação e o investidor entender melhor tudo que está ocorrendo no mercado.

Antes de seguirmos, é importante tratarmos que quando a lei fixa o mínimo de distribuição do **lucro** ela não permite um entendimento que essa distribuição poderia ser no formato de rendimento ou no formato de amortização, pois distribuir lucro é distribuir rendimentos e amortizar é devolver o capital principal. Rendimento é uma palavra que tem o significado de lucro alcançado por uma empresa ou a remuneração do trabalho ou do capital de um indivíduo, logo, eu não posso interpretar que a distribuição de lucro possa ser feita de outra forma que não rendimento.

Assim, a distribuição do lucro, seja ela na sua forma mínima, seja ele na sua forma máxima, será sempre no formato de rendimento, reservado para a amortização a devolução do capital principal, não podendo ser interpretado como pagamento de lucro. O pagamento por amortização, por sua vez, não tem mínimo, mas tem o seu máximo que é o patrimônio do próprio fundo (não irei me aprofundar no tema com regras tributárias, para não deixar o texto mais complexo e por não ser necessário além desse trecho).

Dito tudo isso, parece claro que o arcabouço de normas e orientações existentes até o momento são claros e objetivos quanto aos mínimos e máximos de distribuição possível no formato de rendimento, o mínimo é o que podemos chamar de “lucro ajustado”, exatamente como os REITs fazem com os seus FFO, e o máximo é o próprio lucro contábil. Sendo assim, fica a dúvida sobre o motivo pelo qual tantas indagações pairaram perante os profissionais e é justamente que neste momento surge um outro tema nunca enfrentado de frente pela indústria de fundos imobiliários e que passaram a ganhar um



tom de complexidade com o crescimento exponencial dos fundos imobiliários de recebíveis.

E qual tema seria este?

A questão nunca enfrentada de frente pela indústria, seja pela CVM, seja pelos próprios administradores e gestores, é quais as rubricas devem ser usadas para fazer os ajustes do lucro líquido e encontrar aquele mínimo previsto na legislação e na orientação, levando a uma série de interpretações por parte de alguns administradores e gestores de que em alguns momentos o mínimo previsto na lei poderia ser superior ao lucro contábil e se não cumprido este mínimo, o fundo seria desenquadrado como fundo de investimentos imobiliários.

E isso ocorre pelo fato de que, enquanto estávamos restritos aos fundos de tijolo, onde basicamente era somadas ou reduzidas as variações dos imóveis que ainda não foram realizados por não serem vendidos, ou então, nos FoFs, em que basicamente somando ou diminuindo as variações das cotas dos FIIs no mercado e que ainda não foram negociados, resolveria toda a questão, nos fundos de recebíveis a questão ganha outro contorno.

Nos fundos de recebíveis, além das variações de seus ativos por marcação à mercado, em razão da curva de juros, que seria semelhante à variação dos imóveis em suas reavaliações, há outros elementos que geram impacto em seu patrimônio e em seu resultado, especialmente as provisões para devedores duvidosos (PDD) e a variações dos valores dos títulos em razão da inflação, as duas levando a remarcação dos títulos. Depois, ainda temos a possibilidade de uma situação em que uma receita não caixa poderia aumentar o lucro contábil, como a marcação a mercado de um título para cima, e, tendo o fundo de recebíveis sempre muito caixa de outras operações, decidir distribuir integralmente o lucro contábil, sem realizar este ajuste; no entanto, quando ocorrer a marcação a mercado para baixo desse mesmo título, decidir, neste momento, realizar o ajuste, para não desenquadrar da regra de distribuição mínima de 95% do lucro auferido pelo resultado caixa. Tal situação não existe nos FIIs de tijolo e nos FoFs, pois eles não possuem a geração de caixa que um FII de recebíveis possui.

E como o mercado nunca enfrentou de frente o tema, nunca realizou uma padronização, conseqüentemente, os administradores possuem interpretações diversas sobre o tema e é justamente aqui que surge aquilo que chamei de problema mais profundo, o qual levou a série de dúvidas e discussões sobre o impacto da decisão em todos os fundos.

Essas remarcações, por qualquer motivo, alteram o valor do título, como as reavaliações de um imóvel ou por variação de mercado de um FII. Como os votos do julgamento tratam as marcações de forma genérica, podem gerar a interpretação de que ou todas ou nenhuma podem/devem ser reduzidas ou somadas no momento do ajuste contábil, entre elas as PDD e as receitas com inflação, com base na orientação de 2014.

Podemos observar que alguns trechos dos votos da decisão do colegiado acabam por misturar esses conceitos como uma coisa só, como podemos ver no item 34 do voto condutor:

34. Foram diversos os fundos de investimento imobiliário que apuraram e distribuíram rendimentos pelo regime de caixa nos últimos semestres, **em valores superiores ao lucro contábil acumulado ou no período**, pelo regime de competência – como manda a Lei n° 8.668/1993 e seguindo os trâmites previstos no Ofício-Circular SIN/SNC n° 01/2014. **Pelos mais variados motivos, como remarcação a mercado ou ajuste a valor justo de ativos que integram suas carteiras**, crise decorrente da pandemia, provisões e contingências, a mesma situação enfrentada neste Processo encontra-se disseminada no mercado. grifei

Observe que o voto, ainda que esteja julgando o caso MXRF11, dá a entender que as marcações a mercado ou ajuste a valor justo dos ativos afetam o seu lucro contábil apurado pelo regime de competência, indo diretamente naquelas variações positivas e negativas de quaisquer ativos, quase como eliminando as orientações de 2014 e 2015 e, evidentemente, deixaria qualquer profissional da área preocupado, já que é uma prática do mercado realizar aqueles ajustes desde sempre.

E para auxiliar na confusão interpretativa, chegamos ao item 45 do voto divergente, o voto dá razão ao MXRF11 em suas demonstrações e dispõe da seguinte forma:

45. Ainda considero importante mencionar que o atendimento ao critério de distribuição exarado pelo Ofício 06/2021 **tem potencial de criar impactos retroativos relevantes**, tanto do ponto de vista regimental quanto do ponto de vista fiscal, o que estaria em desacordo com o art. 2o, parágrafo único, XIII da Lei no 9.784, de 29 de janeiro de 1999, **que veda a incidência retroativa de nova interpretação** e do Decreto-lei no 4.657, de 4 de setembro de 1942, conforme alterado pela Lei no 13.655, de 25 de abril de 2018, que dispõe sobre segurança jurídica e eficiência na criação e na aplicação do direito público. grifei

Observe que o voto divergente interpreta que o voto condutor está justamente dando uma nova interpretação às normas e, conseqüentemente, gerará impactos retroativos relevantes.

Esse trecho acabava por conduzir qualquer primeira interpretação e reflexão, dos profissionais que realmente conhecem o mercado, no sentido de que se alterou as orientações e os fundos passariam a não fazer mais o lucro líquido ajustado com base nas marcações a mercado e de valor justo, impactando os FIs de tijolo, recebíveis, mas principalmente os FoFs, os quais possuem as maiores variações de valor justo em um pequeno intervalo de tempo.

E alguns outros trechos dos votos auxiliam para corroborar essa possível visão de que o Colegiado da CVM estaria alterando um entendimento seu desde sempre, impactando diversos fundos, como no item 35 do voto divergente, quando o Diretor cita que 34% dos FIs analisados de uma amostragem específica seguiram o mesmo procedimento pelo MXRF11 e como não cita qual amostragem é esta, a leitura rápida desse trecho leva a preocupação de que possivelmente 34% de todos os FIs seriam impactados, corroborando com a ideia que realmente havia uma mudança interpretativa.

E para conduzir ainda mais esse tipo de interpretação, no mesmo dia houve a divulgação de fato relevante do fundo MXRF11, justamente afirmando que o Colegiado da CVM havia alterado a sua interpretação sobre as marcações a mercado, do qual destaco os seguintes trechos:

*[...]por meio da qual a SSE, expressou novo entendimento regulatório a respeito do Art. 10, parágrafo único, da Lei 8.668[...]*

*[...]implicando em uma alteração da interpretação atualmente dada pela CVM para a Lei 8.668, conforme expressa, em especial, no Ofício Circular CVM/SIN/SNC/no 01/2014.[...]*

Fonte: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=259497>

Neste momento o leitor deve estar se perguntando “mas como este analista chegou à conclusão de que nada mudou, pois parece tão claro que houve mudança?”.

E é justamente para explicar o meu entendimento que precisei escrever antes sobre o pano de fundo da discussão, aquele ponto que de certa forma parece submerso da ponta do iceberg. Esse ponto que surge nos fundos imobiliários de recebíveis e sobre as dúvidas de quais rubricas devem ser consideradas no seu ajuste do lucro e em quais momentos.

E qual o motivo disso?

É que o caso concreto julgado pela CVM é do MXRF11, um fundo preponderantemente de recebíveis e que absorveu, no passado, um fundo de recebíveis, o XPGA11, com alguns CRIs precisando fazer PDD.

E quando começamos a analisar o caso concreto sobre esse aspecto, a leitura da nota técnica e do voto condutor começa a alterar e é possível observarmos que o Colegiado da CVM não alterou nenhum entendimento anterior, apenas, em princípio, passou a delinear, o que era esperado, de que algumas rubricas não devem entrar no ajuste do lucro líquido, como a PDD, as variações inflacionárias ou eventuais ajustes que não foram feitos quando aumentou o lucro contábil e agora não podem ser feitos quando reduzem o lucro contábil. Digo “em princípio”, pois não temos conhecimento do ofício 06/2021 expedido diretamente ao fundo, então não é possível afirmar qual o detalhe da orientação, mas já observamos situação como essas ocorrer no mercado.

Apesar de não ser possível conhecer todos os detalhes do caso concreto, podemos verificar que a decisão ocorre justamente em um FII de recebíveis, setor que há muito tempo carece de padronização para diversos pontos sobre a questão da definição do seu lucro a ser distribuído. Além disso, é um fundo que teve algumas necessidades de zerar o valor de CRIs, realizando provisão integral desses valores.

Quando passamos a analisar a decisão com base nesse pano de fundo, passo a concluir que o Colegiado da CVM não alterou nenhuma interpretação anterior, apenas se deparou com uma situação nova, em um caso concreto, que diverge do formato de apurar o lucro contábil, como sigo explicando.

Ao interpretarmos uma decisão da CVM é necessário partirmos do pressuposto que a autarquia tem um histórico de consistência de suas interpretações e orientações e se realmente o objetivo fosse alterar a sua orientação de 2014, ratificada em 2015, o faria por meio de uma revogação dessa orientação; no entanto, a decisão fez o contrário de revogar,

a decisão usa a orientação de 2014 como razão de decidir, deixando claro que ela segue válida, como podemos ler:

*Foram diversos os fundos de investimento imobiliário que apuraram e distribuíram rendimentos pelo regime de caixa nos últimos semestres, em valores superiores ao lucro contábil acumulado ou no período, pelo regime de competência – como manda a Lei n° 8.668/1993 e seguindo os trâmites previstos no Ofício-Circular SIN/SNC n° 01/2014.* grifei

Poderia citar outras passagens que mostram a fundamentação com base na referida orientação, a qual deixa claro que ela não foi revogada e nem alterada por essa decisão.

É certo que a decisão não dispõe sobre quais rubricas devem ou não ser usadas para fazer o lucro líquido de ajuste, ela apenas dispõe que o fundo não pode distribuir rendimento se não tiver lucro contábil, o que parece algo evidente. Como distribuir rendimentos se não há lucro? A interpretação é simples, sem lucro, não há rendimento, já que este é uma medida daquele. Ao mesmo tempo que a decisão diz isso, ela dispõe que se deve seguir usando a orientação sobre ajuste de lucro líquido, dada em 2014, para encontrar o lucro mínimo passível de distribuição, do qual não faria sentido utilizar rubricas como despesas por PDD para reconciliar o lucro que precisa ser minimamente distribuído, pois este seria uma despesa realizada, mas continua sendo adequado ajustar as marcações a mercado em razão da alteração da curva de juros, uma vez que ainda não realizado.

Depois, caso realmente ocorra a interpretação de que as orientações anteriores foram alteradas por esta decisão e agora não é mais possível reconciliar o lucro líquido com os efeitos não caixa, chegaríamos ao ponto de ter que distribuir apenas o lucro líquido apurado pelo regime de competência, visto que não faríamos nenhum ajuste. Se fizemos isso, o que significa a expressão “apurados segundo o regime de caixa” previsto na lei? Essa expressão perderia completamente o seu sentido, tornando-se letra morta na lei, o que não é aceito pela hermenêutica jurídica (ramo do direito que estuda as interpretações das normas). Ou seja, a interpretação de que não é mais possível fazer a reconciliação do lucro contábil com os efeitos não caixa não tem amparo em nossa legislação, devendo-se apenas diferenciar as rubricas que não podem ser usadas para este ajuste, o que é totalmente diferente de não permitir o ajuste.

Por fim, o leitor pode pensar que o ajuste continuaria existindo para fixar o mínimo possível de distribuição. Ou seja, se houver no nosso exemplo 2, em que temos um lucro contábil de R\$ 2MM e um resultado sem efeito caixa de R\$ 1 MM, eu poderia ajustar esses R\$ 1 MM para achar o mínimo previsto na lei. Mas no exemplo 1, em que temos o lucro contábil de zero, este não permitiria ajuste para chegar no mínimo previsto na lei, pois neste momento a CVM diz que não se pode distribuir mais que o lucro contábil. Isso não faria o menor sentido, pois estaríamos criando uma regra que só vai para um lado e não vai para o outro lado, o que também não é aceito no universo jurídico, se as condições são iguais, a norma deve ser aplicada para um lado e para o outro lado. Ou então, a CVM estaria criando um segundo mínimo fora da lei, o que também não é aceito e seria facilmente derrubado perante o judiciário.

Assim, estou convicto que a referida orientação de 2014 segue válida e que o caso concreto, por dizer respeito a um fundo preponderantemente de recebíveis, setor que há muito falta padronização sobre quais rubricas devem ser usadas para fazer o ajuste do lucro líquido, com base na orientação de 2014, o julgamento da CVM deu uma orientação ao MXRF11 sobre como apurar o seu lucro máximo passível de distribuição, que tem mais ligação com quais rubricas que efetivamente podem ser ou não usadas para fazer o ajuste.

## **Conclusão**

Depois de toda essa reflexão sobre o tema, estou convicto de que não houve nenhuma alteração interpretativa por parte da decisão do Colegiado da CVM, que as orientações de 2014, ratificadas em 2015, seguem válidas e aplicáveis a todos os fundos imobiliários.

A minha leitura é que a CVM passou apenas a delinear, ao caso concreto, essa questão do limite máximo do lucro contábil, o qual deve gerar impacto naqueles fundos que eventualmente estavam reconciliando o lucro contábil com rubricas que não seria possível, como a PDD.

Isso não significa que eu afirme estar a CVM correta no caso concreto, pois seria imprudente de minha parte afirmar isso sem conhecer o processo na sua íntegra e pode haver outras discussões ainda no processo. Mas vislumbro que, caso as discussões estiverem limitadas ao eventual uso de despesas com PDD na reconciliação do lucro mínimo a ser distribuído ou interpretações de como utilizar as correções monetárias nesse cálculo a CVM estará correta no seu entendimento e fará um excelente serviço aos investidores ao demonstrar essa regra e mostrar aos administradores que a PDD é sim prejuízo e a forma como devem tratar a inflação nessas reconciliações.

Mas se é assim, e os 34% dos fundos que se enquadram? Tantos fundos assim realizaram essas reconciliações de lucro líquido de forma errada? A verdade é que o dado de 34% de um universo está no voto divergente, o voto condutor cita que dos 47 fundos analisados, 16 deles enquadram-se em tal situação, perfazendo um total de 1.187.940 cotistas somados. Quando dito 34% sem dizer a quantidade de fundos, o número parece muito grande, mas quando dito o número, são apenas 16 fundos, o que não significa a impossibilidade de haver outros.

Ou seja, de 47 fundos analisados pela CVM, 16 fundos podem ter um enquadramento semelhante, mas ainda devem depender de esclarecimentos dos fundos. Se o problema fosse os ajustes de marcação a mercado, reavaliação de imóvel ou variação de cotas de FII's, não seriam apenas 16 fundos provavelmente.

## **E se eu estiver errado?**

Nem todos os profissionais concordam que eu esteja correto na minha interpretação da decisão da CVM e seguem com a dúvida de que houve uma mudança de entendimento. O que aconteceria neste caso? Ou qual seria o impacto nos fundos imobiliários?

Neste ponto é importante reforçar que as variações por marcação a mercado, reavaliação de imóvel ou variação das cotas de FII, não ocorrem só para baixo, mas também ocorrem para cima e a solução estaria, caso eu esteja errado, justamente neste ponto.

Para ficar mais claro, vamos usar o nosso exemplo 2 novamente, no qual o imóvel é reavaliado para cima e tenho um lucro contábil apurado pelo regime de competência de R\$ 2 MM. Neste caso, o fundo só recebeu R\$ 1 MM de caixa, oriundo dos aluguéis, mas poderia distribuir R\$ 2MM. Como o fundo só tem R\$ 1 MM, fará a distribuição deste e os outros R\$ 1 MM ficarão em uma conta separada no passivo do fundo, chamada de “lucros acumulados” e, como dito pela decisão da CVM, eu posso utilizar meus lucros do período e os meus lucros acumulados para fazer a distribuição de rendimentos, o que também é algo óbvio, pois tudo é lucro.

Se após o exemplo 2, ocorre o exemplo 1, onde eu tenho um lucro contábil igual a zero, eu poderia simplesmente acionar o meu lucro acumulado e fazer a distribuição de rendimento normalmente.

Assim, para o caso de a minha interpretação estiver errada e as orientações tiverem sido revistas, para avaliarmos se um fundo corre o risco de não poder distribuir rendimentos e ter que fazer por meio de amortização, bastaria nós analisarmos sua última demonstração financeira e verificar o tamanho do seu lucro acumulado e se ele fornece um “colchão” de segurança para os casos de desvalorização dos ativos. Como os fundos de imóveis giram muito menos a sua carteira, é normal que já tenha tido variações para baixo e para cima e tenham acumulado mais lucro, diferentemente dos demais setores.

No entanto, antes de entrarmos nos demais setores, observe esse exemplo 2 que eu voltei a dar e como não é possível interpretar que a CVM alterou o seu entendimento. Neste exemplo o fundo teve um lucro contábil de R\$ 2 MM e se **eu não** permitir ajustar este lucro com base na orientação de 2014, descontando o R\$ 1 MM de valorização, ao distribuir apenas R\$ 1 MM, pois é só o que tem no caixa, o fundo estaria distribuindo apenas 50% do seu lucro e faria com que ele ficasse desenquadrado. Então ou eu obrigaria o fundo a vender o imóvel para distribuir o lucro, o que não faz sentido, ou eu interpretaria que o ajuste orientado em 2014 segue válido. Ocorre que se a orientação de que o ajuste de variações positivas segue válido, para baixo também segue válido, o que reforço a minha interpretação de que nada mudou.

Mas, voltando para o caso de se eu estiver errado. Neste caso os FoFs e os FIIs de recebíveis seriam muito mais afetados que os FIIs de tijolo. Os FoFs giram a sua carteira e na medida que o giro vai ocorrendo, o lucro que possivelmente tenha se acumulado pela variação positiva do ativo vai se dissipando com a apuração do ganho de capital e pouco lucro acumulado vai permanecendo. O mesmo ocorre com os FIIs de recebíveis, os quais, além de girarem a sua carteira, possuem os títulos vão sendo amortizados aos poucos e esse lucro acumulado vai se dissipando também e permanece uma reserva de lucro muito pequena.

Assim, não prevalecendo a minha interpretação, da qual estou convicto dela, realmente os FoFs passariam muito tempo distribuindo apenas amortização e não rendimento e em

outros momentos distribuindo rendimentos sem sequer precisar vender os seus FIs e gerar ganho de capital. Já os FIs de recebíveis passariam a ter oscilações muito maiores de seus rendimentos, especialmente nas alterações dos juros futuros, ficando em alguns momentos com rendimento zero e distribuindo apenas amortização.

### **Qual o problema de pagar via amortização?**

O primeiro problema de se pagar via amortização é que ela é descontada do preço médio do investidor e isso, além de gerar mais trabalho ao investidor que precisa refazer seus preços médios o tempo todo, pode gerar repercussão tributária, já que alterando o preço médio pode alterar o valor de ganho de capital futuro e levar a uma maior tributação.

Depois, alguns fundos possuem previsão de que só podem pagar amortização com autorização de assembleia, o que seria um procedimento complicado, todos os semestres chamar assembleia para pagar amortização, sendo mais provável que não ocorra a distribuição, mas a retenção daquele caixa. Aqui, no entanto, há um caso curioso, retido o caixa, o patrimônio do fundo vai crescer e no passar do tempo o rendimento vai crescer ainda mais, mas, evidentemente que por um tempo é possível ficar sem rendimentos.

Essa explicação é dada apenas para sanar a dúvida do investidor, mas volto a reforçar o meu entendimento do caso, de que as orientações de 2014/2015 não foram alteradas e que o fundo pagaria amortização se não respeitasse o lucro contábil, depois dos ajustes que lhe é permitido fazer e não todos os ajustes que deseja fazer.

### **O que a CVM deveria fazer?**

Na minha visão a CVM decidiu no caso concreto e neste caso concreto pouco deveria ser feito para gerar mais esclarecimentos ao mercado, já que é um caso concreto; no entanto, passado este período, penso que a CVM deveria provocar audiências públicas com os profissionais do mercado para criar uma definição melhor sobre quais rubricas podem/devem ser somadas ou descontadas para a reconciliação do lucro líquido e encontrar o lucro com base no resultado caixa.

Apesar da ciência contábil gerar esses parâmetros, o que observamos são interpretações das mais variadas possíveis, gerando uma competição pelo Gestor mais competente em razão do rendimento que o seu fundo proporciona, quando na verdade por vezes a diferença ocorre apenas por uma interpretação contábil diversa de outros Gestores, confundido o investidor.

Assim, atenta a existência desta situação, a CVM conseguiria ou por meio de audiência pública, ou mesmo por meio de ofício-circular, expor alguns itens a título exemplificativos de quais rubricas seriam e quais não seriam possíveis de reconciliação.

## O que fazer com os meus FIs?

Por fim, depois dessa complexidade toda, o que fazer com os nossos investimentos?

A minha resposta é: **nada**. Visto que na minha visão nada mudou. Os fundos imobiliários seguem excelentes investimentos, mas o investidor deve apenas ficar atento aquilo que venho alertando há muito tempo, sobre um excesso de distribuição de lucro contábil por parte dos fundos de recebíveis, sem ser seguido por eventuais quedas dos rendimentos, pois isso pode indicar que não estão sendo feitas as reconciliações de forma adequada e o fundo pode se enquadrar na regra de estar distribuindo acima do seu lucro contábil ajustado com base no que dispõe a orientação da CVM de 2014. Esse ponto infelizmente é difícil de ser observado e é importante buscar conhecimento sobre a interpretação do Gestor.

Mas se a minha interpretação estiver errada, não seria o caso de vender os FoFs? Entendo que não, o seu patrimônio continuaria existindo, possivelmente eles apenas teriam mais dificuldades de gerar uma renda recorrente, mas eles poderiam optar por não pagar amortização e seguir comprando mais cotas de FIs por preços baixos e substituindo o seu processo de reinvestimento e no futuro os tamanhos dos rendimentos seriam simplesmente elevados exponencialmente, pois teriam mais cotas para ter valorização. Se o seu gestor é competente, o processo seria até mais fácil para quem está em fase de acumulação. A leitura inicial de que os FoFs perderiam sentido, é mais no fato de o Gestor optar por receber rendimentos de um FI e ter que distribuir no formato de amortização, o que desvirtuaria o investimento, mas se o Gestor optar por não amortizar, isso pode gerar um processo futuro de ganhos maiores.

## Como identificar quais FIs podem estar nesta situação

Muitos investidores estão buscando os FIs que se enquadram nesta situação olhando apenas para a última demonstração financeira e buscando um prejuízo acumulado, que geraria o primeiro impacto de distribuição; no entanto, esse prejuízo pode fazer parte de algum daqueles itens permitidos a serem ajustados e assim devem ser feitos, conforme a minha interpretação.

Então o procedimento não é tão simples assim e precisariam ser verificadas as últimas demonstrações financeiras dos fundos e reconstruir seus lucros líquidos, o que não é tão trivial e, ainda sim, divergir do que a CVM pode verificar.

Algo que é fácil e possível de se fazer é verificar se o fundo tem um substancial lucro acumulado, o que geraria um “colchão” de conforto até mesmo para o caso de a minha interpretação estar errada.

## E os FIs da carteira?

Feita toda esta análise e se eu estiver errado, qual a situação dos FIs de nossa carteira?



Como se eu estiver errado, a linha de “lucros acumulados” é o que vai gerar um “colchão” de segurança para o caso de ser necessário considerar as variações para baixo dos ativos na conta para distribuição de rendimentos.

Pois então, fiz um levantamento de todos os FIs de nossa carteira de quanto eles possuem de lucro/prejuízo acumulado e dos ativos, verificando quanto deste lucro/prejuízo representa do ativo. Quanto maior este número, mais os ativos precisariam desvalorizar para o fundo não poder pagar rendimentos.

Os números são os seguintes:

	Lucro/prejuízo acumulado	Ativo	Lucro-prejuízo / Ativo
<b>PQDP11</b>	R\$ 801.985,00	R\$ 865.447,00	92,6671%
<b>FIIB11*</b>	R\$ 217.022,00	R\$ 291.405,00	74,4744%
<b>FIGS11</b>	R\$ 125.329,00	R\$ 270.551,00	46,3236%
<b>JSRE11</b>	R\$ 657.474,00	R\$ 2.397.824,00	27,4196%
<b>HGRE11</b>	R\$ 377.959,00	R\$ 2.197.889,00	17,1965%
<b>KNRI11</b>	R\$ 513.404,00	R\$ 3.892.003,00	13,1913%
<b>XPIN11</b>	R\$ 79.918,00	R\$ 737.722,00	10,8331%
<b>HLOG11</b>	R\$ 54.599,00	R\$ 692.729,00	7,8817%
<b>LVB11</b>	R\$ 108.946,00	R\$ 1.620.569,00	6,7227%
<b>HGRU11</b>	R\$ 147.144,00	R\$ 2.233.245,00	6,5888%
<b>TRXF11</b>	R\$ 60.200,00	R\$ 924.964,00	6,5084%
<b>HSML11</b>	R\$ 94.319,00	R\$ 1.521.234,00	6,2002%
<b>BLMR11</b>	R\$ 2.224,00	R\$ 52.604,00	4,2278%
<b>RFOF11</b>	R\$ 2.531,00	R\$ 103.851,00	2,4371%
<b>CACR11</b>	R\$ 2.640,00	R\$ 122.926,00	2,1476%
<b>BAR11</b>	R\$ 5.017,00	R\$ 233.741,00	2,1464%
<b>GALG11</b>	R\$ 7.507,00	R\$ 760.240,00	0,9875%
<b>BTLG11</b>	R\$ 13.757,00	R\$ 1.710.444,00	0,8043%
<b>AFHI11</b>	R\$ 898,00	R\$ 174.803,00	0,5137%
<b>PLCR11</b>	R\$ 981,00	R\$ 205.697,00	0,4769%
<b>RBRY11</b>	R\$ 375,00	R\$ 357.001,00	0,1050%
<b>CVBI11</b>	-R\$ 11,00	R\$ 360.807,00	-0,0030%
<b>JFLL11</b>	Não há demonstrativo, mas a última remarcação de VP foi positiva		
Valores na base mil			
* penúltima demonstração, a última está corrompida o arquivo			

Observem alguns detalhes. Quanto mais antigo o FII, como FIIB ou PQDP, maior será o seu lucro acumulado. Quanto mais novo, como GAGL, menor será o seu lucro acumulado, pois ainda não passou tempo suficiente para a sua evolução. Ou seja, sendo a minha interpretação equivocada, será difícil surgir fundos novos de imóveis, pois isso poderia levar ao problema de nos primeiros anos ter de distribuir amortização e não rendimento.

Outro detalhe. Os FoFs e os FIIs de recebíveis possuem pouco lucro acumulado, justamente pelo formato que expliquei, os seus ativos vão girando e este lucro desaparecendo.

Um detalhe em XPIN e KNRI, nesses dois fundos uma leitura rápida nos leva a ver lucros acumulados muito elevados, no entanto, é necessário descontar o número logo abaixo dos rendimentos distribuídos, o que reduz o número.

Por fim, CVBI tem um prejuízo acumulado de R\$ 11.000,00. Esse valor é originário de um excesso de distribuição no ano e, comparando com o ano anterior, o fundo soma no ano seguinte, fazendo o ajuste. Curiosamente o fundo não lança no seu resultado a marcação a mercado dos seus títulos, mas apenas das cotas dos FIIs que possui, os ajustes dos CRIs são lançados em outras rubricas do balanço, situação que também foi observada em XPLG11.

Pela demonstração financeira de CVBI11, estou bastante confortável com a situação e não tenho recomendação diversa para fazer.

Não vislumbro necessidade de nenhuma alteração na carteira recomendada em razão de tudo que aconteceu no mercado, principalmente pela minha interpretação dos fatos.

### **MXRF11 – O que fazer?**

Para quem é cotista do MXRF11, o que fazer?

Os dados observados na nota técnica não dão conta de um problema muito grande e o fundo já se manifestou sobre ter ajustado a questão contábil com o resultado de 2021, ainda não divulgado.

Não parece haver maiores preocupações para quem já é cotista. Para quem não é cotista, vislumbro que há opções que possuem menos “barulho” para se comprar no momento, principalmente até se entender o que efetivamente é o caso concreto e o que o fundo defende como correto.

### **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](http://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 BBF11 ou CXCE11.

 **RELATÓRIOS E FATOS RELEVANTES**

O fundo divulgou em seu relatório mensal que fez um dos maiores giros da sua carteira, vendendo 830 milhões em CRI a uma taxa média de IPCA+6,39% e CDI + 2.79% e adquirindo 1,1 bilhões (sendo 297 milhões em novas transações) em CRI a uma taxa média de IPCA+6,36% e CDI + 2.79% gerando assim um ganho de capital bem robusto nessa operação, de 17,9 milhões, acima da média dos últimos meses, decorrente de que uma parte da carteira que ainda estava em lock-up ou sendo usada como lastro para operações compromissadas, e que em dezembro foi liberada para negociação.

No final, as operações servem mais para gerar ganho de capital e melhorar o rendimento imediato do fundo, do que efetivamente para trazer um maior ganho de carregamento dos juros, visto que praticamente não se altera as taxas de juros médios, na verdade, até reduz, mas minimamente. Uma demonstração deste dado é que muitos dos títulos que foram vendidos, foram comprados novamente, pelo menos o fundo não cobra taxa de performance e todo o lucro vai para o cotista.

Desta forma o fundo gerou um resultado de R\$ 1,21/cota sendo que foi distribuído R\$ 1,10/cota, gerando um resultado acumulado de R\$ 0,11/cota onde o fundo provavelmente irá utilizar para linearizar os próximos rendimentos.

O fundo da capitânia, apesar de ser um fundo de recebíveis, contém grande parte da carteira atualmente em FIIs (que reduziu de 40,1% em novembro/21 para 36,1% em dezembro/21) e a gestão explica que o objetivo é reduzir ainda mais essa posição, de modo a reenquadrar o fundo para o máximo de 33% conforme está no regulamento, porém a gestora explica a manutenção dessa posição devido ao alto desconto que ainda enxerga em alguns FIIs.



O fundo ligado ao setor agro do BTG divulgou o seu relatório gerencial, onde podemos verificar um resultado de R\$ 0,69/cota, porém uma distribuição de R\$ 0,83/cota utilizando-se de reservas acumuladas.

Acontece que a partir de agora o fundo possui um resultado acumulado de apenas R\$ 0,09/cota, portanto desde que o fundo não gere algum ganho de capital com os CRIs na carteira atual, poderemos ver nos próximos meses o rendimento reduzir e chegar aos patamares de R\$ 0,70/cota, podendo ficar um pouco mais elevado com os reajustes de contratos agora em fevereiro e março, próximo de R\$ 0,75, conforme dito no relatório de 18/04/2021:

*Todas as aquisições encaminham o fundo para ter um rendimento no final do ano entre R\$ 0,65 e R\$ 0,70, a terminar com a alocação do caixa.*



Os fundos divulgaram fato relevante onde informam que houve reavaliação do investimento no Serra Verde Fundo de Investimento Imobiliário, dentro das carteiras dos fundos, no qual resultou em uma variação de 0,91% em HCTR11 e 3,62% em TORD, porém não informam se essas variações foram positivas ou negativas.

Nas últimas semanas temos visto dezenas de fundos divulgando suas reavaliações e essa é a primeira vez que vemos uma gestora divulgando reavaliação, mas sem indicar se foi positiva ou negativa, demonstrando falta de transparência para com os seus cotistas.



O fundo de nossa carteira divulgou seu excelente relatório gerencial anual que recomendo a todos a leitura, o fundo dá um resumo sobre tudo que aconteceu em 2021 com o seu portfólio, onde destaco alguns pontos.

Sobre a alavancagem de 150MM realizada para a aquisição das torres Ebony e Marble, que tinha vencimento em fevereiro deste ano, a gestora mostra que irá renovar por mais um ano.

Um ponto que sempre falo, apesar de imóveis terem um histórico de valorização com o tempo, por outro lado, com o passar do tempo e a construção de novos imóveis, a tendência é que imóveis já construídos possam perder atratividade e ficando defasados frente às novas construções, sendo de grande importância que seus proprietários garantam não só a manutenção mas também a melhoria de tempos em tempos desses imóveis, justamente para que não percam valor e continuem sendo atrativos para novos inquilinos. É certo que a localização é fator preponderante para uma boa atratividade, contudo a manutenção da qualidade do imóvel também é de extrema importância.

E é isso que vemos acontecer no JSRE11, o fundo destaca diversas melhorias e investimentos realizados em seus imóveis, como novos postos de carga para carros elétricos, reforma de pisos, criação de recepção para visitantes, troca de vidros trincados

em fachada de prédio, bicicletário e vestiário para locatários, reforma de andares de estacionamento e projeto para ativação de áreas comuns para aumento do número de restaurantes e cafés.

O fundo ao longo de 2021 conseguiu aumentar o preço de locação por m<sup>2</sup>, passando de R\$ 95,27 ao final de 2020 para R\$ 112,07 ao final de 2021, sinal que conseguiu passar parte da inflação do período para o preço dos aluguéis. O fundo segue sendo negociado no mercado com o m<sup>2</sup> bem abaixo do seu custo de reposição, estando 30% com desconto frente ao seu valor patrimonial por cota, motivo pelo qual reforço a recomendação de compra.



O fundo de fundos da Mogno divulgou em seu relatório que no mês de dezembro houve um elevado ganho de capital comparado aos meses anteriores, na ordem de 1,5MM, o que já não se via desde julho no fundo, possivelmente decorrente da venda de cotas de KNIP11, CPTS11 e BTLG11.

Com isso, o fundo teve um resultado de R\$ 0,67/cota, sendo distribuído R\$ 0,55/cota, sendo a diferença provavelmente a ser utilizada para linearização dos rendimentos.

Podemos ver que o fundo reduziu posição nos fundos KNIP11 e CPTS11 na visão de que a inflação tenderá a se manter e/ou diminuir nos próximos meses, não mais se beneficiando tanto desses fundos mais atrelados ao IPCA.

Na minha visão sobre inflação, tenho sido menos otimista para esse primeiro semestre de 2022, temos visto aumento da expectativa de inflação no boletim Focus, prévias de inflação ainda em patamares consideráveis, sendo que vislumbro que fundos focados mais em IPCA seguirão se beneficiando até metade desse ano, onde, mediante à novos aumentos da Selic, o índice poderá começar a se arrefecer. Além disso, é importante lembrar que os fundos de recebíveis geralmente são impactados apenas dois meses após a mudança do índice.

O fundo ainda faz uma reflexão muito interessante quanto à Selic em patamares altos, como os de agora, com relação ao caixa dos fundos. Quando a taxa de juros estava na faixa dos 2%, todo fundo que mantinha um alto valor em caixa era prejudicado devido ao baixo retorno proporcionado por esse investimento, sendo a velocidade uma variável muito importante para que não prejudicasse o rendimento do fundo. Fundos que captavam dinheiro via emissões e mantinham por muito tempo em caixa, como vimos em VRTA11 e GGRC11, por exemplo, foram fortemente criticados pelos cotistas devido ao custo de oportunidade da não alocação desse dinheiro a fim de se obter receita imobiliária e melhorar o rendimento do fundo. Agora, o cenário é um pouco diferente, como cita a Mogno, em um ambiente de taxa de juros mais alta, demandará do gestor uma maior capacidade de encontrar melhores oportunidades de investimento, de modo que o tempo que o caixa ficará alocado em CDI não prejudicará tanto o rendimento do fundo e,

portanto, permitirá ao gestor fazer escolhas mais acertadas. É claro que não estou defendendo que o caixa de um fundo pode ficar alto por muito tempo, afinal, se for assim é melhor que o cotista invista diretamente seu dinheiro em CDI, porém nesse ambiente de Selic alta, se torna um desafio maior para os fundos realizarem novos investimentos, uma vez que a competitividade com a taxa de juros dificulta a geração de alfa para o cotista, portanto poderemos ver a dinâmica de alocação um pouco diferente do que tínhamos em meados de 2019 e 2020.



O fundo divulgou fato relevante onde recebeu no dia 25/01/22 uma proposta de aquisição da totalidade do único imóvel do fundo proposta pelo seu próprio inquilino, o Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa.

O valor proposto de compra do imóvel é equivalente ao valor patrimonial do fundo, R\$ 363.922.446,39,

O fundo deverá convocar assembleia para que os cotistas votem favoráveis ou não à proposta. Provavelmente nos próximos dias poderemos ver algum outro potencial comprador do imóvel.

É mais um mono que começa a estar com os dias contados no nosso mercado.



*Campus Faria Lima*



O fundo de recebíveis da KINEA voltado para investidores em geral divulgou sua 4ª emissão de cotas, com objetivo de captar 400 milhões, levando o patrimônio do fundo, caso consiga captar todo o valor, o que geralmente acontece em fundos da Kinea, para 1,1 bilhões, mais um fundo da Kinea que nasceu há pouco tempo e já é um gigante da indústria.

O KNSC11, diferente da maioria dos fundos da Kinea, gera direito de preferência para os cotistas, portanto teremos todas aquelas fases habituais de direito de preferência, sobras e período público. A oferta será do tipo 400 (aberta para todo o mercado). A oferta ainda não foi protocolada na CVM, portanto assim que possível, divulgaremos os dados mais detalhados.



O fundo de fundos da RBR divulgou seu excelente relatório gerencial onde não posso deixar de recomendar a leitura (basta clicar no card que o assinante será direcionado diretamente ao documento).

Destaco o compromisso da gestora em não realizar emissões abaixo do valor patrimonial:

*"Reforçamos o posicionamento do time de gestão de não emitir novas cotas enquanto a precificação do RBRF11 no mercado secundário estiver descontada com relação ao valor patrimonial."*

Também a fala da gestora sobre o desconto duplo que sempre venho dizendo, em cenários onde encontramos fundos de fundos sendo negociados abaixo do seu valor patrimonial:

*"[...] Ou seja, é como se o investidor pudesse comprar todo o portfólio do Fundo 9% mais barato que os preços dos ativos no Home Broker. Ou, como gostamos de falar, é como comprar uma nota de R\$100 por R\$91. Tomando um caso prático para facilitar o entendimento, podemos citar o RBRL11, nossa maior posição dentre os fundos de galpões logísticos. O Fundo encerrou o ano negociando a R\$96,77/cota e PL de R\$107,45/cota (9,9% de desconto). Ao investir no RBRF11, o cotista está comprando o mesmo RBRL11 por aproximadamente R\$88,00. Ou seja, um desconto de 18% vs Patrimônio Líquido. Na nossa visão, esse "duplo desconto" não se justifica e é uma assimetria importante a ser monitorada pelo investidor."*

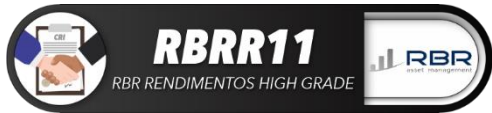
O fundo segue com uma elevada posição em recebíveis (43,64%), sendo 25,57% em fundos de CRI e 14,11 em CRIs diretamente, que se beneficiará ainda nesse semestre de uma inflação instável, além de ter uma boa posição em tijolo no segmento de lajes, como TEPP11, RCRB11, HGRE11, BRRC11 e JSRE11, podendo se beneficiar de uma retomada deste segmento. O fundo segue sendo negociado com um forte desconto frente ao seu valor patrimonial, com um ótimo portfólio e gerido por uma gestora muito experiente, motivo pelo qual entendo ser uma boa opção para compor a classe de fundos de fundos na carteira de um investidor que gosta desse segmento.

O certo é que com o receio dos investidores sobre a questão que envolveu o MXRF11, possivelmente os FoFs se mantenham com descontos elevados por algum tempo.



O fundo de recebíveis High Yield da RBR, presente em nossa carteira, divulgou seu relatório gerencial onde podemos ver o excelente rendimento distribuído (R\$ 1,34/cota), muito acima do seu resultado do mês (R\$ 1,07/cota), sendo complementado pela reserva de lucro, que ainda consta com R\$ 0,29/cota que serão distribuídos nos próximos meses, além do resultado acumulado pela inflação de R\$ 0,27, que são valores acruados nos títulos.

O fundo segue sendo uma das melhores opções de compra atualmente, com uma carteira bem diversificada em IPCA e CDI (48% de CDI, 39% de IPCA e 14% Pré), podendo se beneficiar desse ambiente de taxa de juros elevados e inflação ainda não controlada, portanto mantenho a recomendação de compra para o fundo.



O fundo de recebíveis High Grade da RBR também divulgou seu relatório gerencial, onde podemos ver um ganho expressivo na linha de correção monetária dos CRIs em dezembro, porém não impactando tanto no rendimento devido a cobrança da taxa de performance no mês.

O fundo fez uma distribuição de R\$ 1,07/cota enquanto seu resultado foi de R\$ 1,05/cota, ainda restando uma reserva de R\$ 0,02/cota.

Dois pontos chamam a atenção na demonstração de resultados. A elevadíssima receita de correção monetária, equivalente a 68% da receita total do fundo, o que se destaca ainda mais quando observamos que o fundo tem 60% de sua carteira atrelada à inflação. Ou seja, a inflação que corrige 60% da carteira conseguiu produzir quase 3x a receita que toda a carteira produziu de juros. O outro ponto que chama a atenção no resultado do fundo é que, por ser o último mês do semestre, o fundo teve a cobrança da taxa de performance, equivalente a 0,93/cota, bastante elevada, visto que o seu benchmark é apenas o CDI, diferente do que observamos em RBRY11. O valor é extremamente elevado, mas que deve reduzir de agora em diante, com a elevação do CDI.

O fundo também destaca um ponto importante, um limite do PL definido para operações compromissadas, dando transparência aos cotistas, conforme trecho abaixo:

*"E pontualmente estamos utilizando operações compromissadas lastreadas em CRIs para dar flexibilidade na alocação dos recursos e contribuir com o aumento do retorno do Fundo. Encerramos o ano com 7% do PL nesse tipo de operação, dentro do limite gerencial definido de 10% do PL."*



O fundo divulgou fato relevante onde temos mais uma boa notícia para todo o mercado, assim como tivemos em AIEC11 na semana passada, temos mais uma decisão judicial a favor do fundo.

Em outubro/2021 o fundo divulgou ter conseguido reverter a decisão judicial envolvendo a Covolan, na qual tinha sido autorizada a inquilina a pagar apenas 60% do aluguel, desta forma a Covolan deveria pagar integralmente o aluguel faltante. Essa semana o fundo propôs a execução extrajudicial da Covolan e de seus fiadores, e foi determinado pela justiça a intimação dos executados para pagamento.



O caminho é longo para se receber os valores, caso haja oposição dos devedores, mas já é um dado positivo da supremacia dos contratos.



O fundo de recebíveis da nossa carteira divulgou seu relatório gerencial onde podemos verificar que houve negociação de alguns papéis da carteira onde contribuíram para a geração de um resultado de R\$ 1,35/cota, tendo ainda um resultado acumulado e ainda não distribuído de R\$ 0,21/cota. O fundo dá um pequeno guidance que manterá o patamar de rendimento na próxima distribuição. A venda da carteira é de um CRI de IPCA+5,20% para comprar um de CDI + 5,75%, ou seja, não é apenas um giro de carteira para gerar ganho de capital, mas para mudar a indexação da carteira.

Outra operação que auxiliou no resultado do fundo foi o resgate antecipado de um CRI, mas o fundo não informa se houve multa por pré-pagamento. Essa venda foi totalmente alocada no mesmo título acima de CDI+5,75%.

O fundo também adquiriu o CRI Arena MRV no valor de 1MM, equivalente a 0,5% do PL do fundo. A operação se trata da construção de uma Arena multiuso, um estádio de futebol localizado em Belo Horizonte. A obra envolve a captação de 200MM com previsão de conclusão para o final de 2022. o CRI adquirido pelo fundo taxa de CDI + 5,25% a.a., indo em linha com o objetivo do fundo em aumentar a parcela da carteira indexada ao CDI, que saiu de 8,94% para 12,05%. O fundo informa que após a entrega da obra, prevista para ocorrer no primeiro semestre de 2023, a taxa será reduzida para CDI + 4,75% a.a.

O fundo também aumentou sua posição no CRI Pernambuco Construtora graças a um pré-pagamento realizado do CRI Shopping Alegria a uma taxa de CDI + 5,75% a.a. Ou seja, o fundo segue a sua estratégia de se posicionar fortemente em CDI e ter benefício dessa alta de juros.

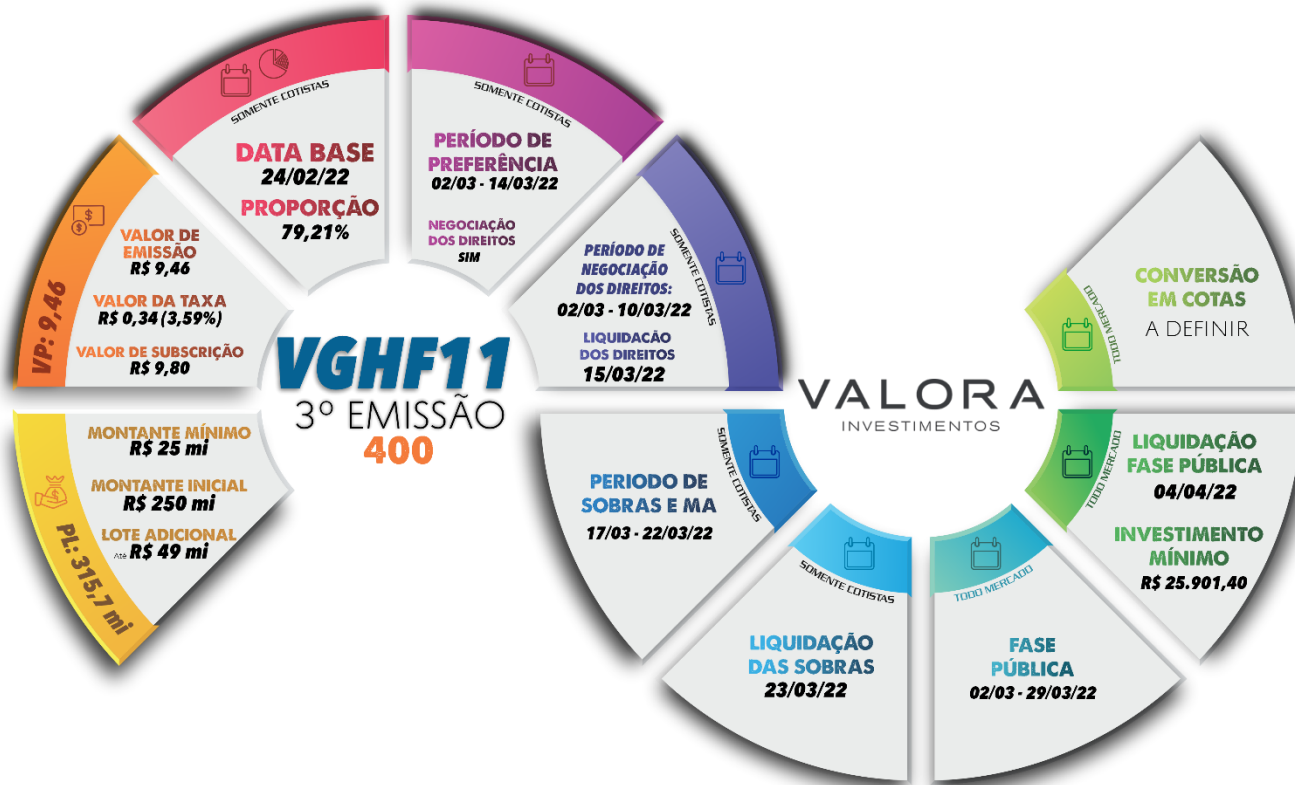
O fundo ainda divulga uma ótima transparência para o mercado, disponibilizando um [LINK](#) para mais detalhes de cada operação presente na carteira do fundo, a qual ficou muito boa.

Com isso o fundo segue realizando uma gestão ativa, tendo agilidade na estruturação de novos CRIs e fazendo negociações, e ainda mostra o objetivo de aumentar a parcela da carteira de CDI a fim de aumentar o seu retorno nesse cenário de juros altos.



O Hedge Fund da Valora comunicou que foi aprovada sua 3ª emissão com objetivo de captar 250 milhões, elevando seu patrimônio líquido de 315,7 milhões para 565,7 milhões.

É uma emissão do tipo 400, com preço de emissão em R\$ 9,46 e preço de subscrição de R\$ 9,80, com uma taxa de distribuição de 3,59%, em linha com os custos de emissão de uma oferta pública, do tipo 400. Segue calendário completo abaixo:



Caso o investidor queira fazer a pré-flipagem, entendendo não ser o melhor momento agora, o ideal seria esperar o prospecto na CVM e ficar mais perto do último dia de negociação "com" direito, que será no dia 24/02/2022.



O fundo divulgou seu relatório mensal onde podemos verificar um expressivo aumento na distribuição em dezembro (R\$ 1,06/cota), já comentado aqui que foi fruto dos altos dividendos recebidos de SYNE3. Pela DRE do fundo podemos verificar que possivelmente foi feita uma realização parcial das ações de SYNE3 e apurado ganho de capital, diminuindo assim os dividendos recebidos quando comparado com a posição do fundo no último relatório trimestral, apurando um resultado menor do que era esperado, mas aumentando o ganho de capital. Em todo caso, esse rendimento foi um não recorrente.



O fundo divulgou fato relevante sobre a aquisição de uma série de CRIs no valor total de R\$ 12MM com remuneração de 12,6825% a.a. + IPCA com vencimento em setembro/25. Os juros serão pagos mensalmente e a amortização ao final (bullet), ou seja, acruando integralmente a inflação dentro do título.

Com isso o fundo segue com mais uma operação em seu portfólio com taxas médias na faixa de IPCA + 12% a.a. sendo uma das melhores opções para o investidor que quer se expor parte da carteira ao IPCA, uma vez que esse fundo é 100% atrelado a esse índice, além de a inflação ficar toda acruada nos títulos, ou seja, a queda da inflação, neste momento, não geraria impacto negativo nos rendimentos.



O fundo de recebíveis da Galapagos comunicou em seu relatório gerencial que a correção monetária acumulada em alguns de seus CRIs em carteira poderá ser distribuída ao longo dos próximos períodos. O fundo explica o mecanismo chamado cash sweep, que é a utilização de recursos excedentes da companhia para o pagamento de débitos antes do pagamento programado, que no caso do devedor do CRI (Seed Incorp), que possui amortização obrigatória somente no vencimento, usaria o recurso proveniente das vendas das unidades do seu projeto imobiliário para que sejam direcionados para a amortização extraordinária.

Desta forma, a depender do sucesso das vendas desta operação, possivelmente poderemos observar um aumento nos rendimentos do fundo para este ano, visto que a inflação acruada poderia ser distribuída. O fundo também informa que a sua correção monetária acumulada está atualmente R\$ 2,47/cota, maior patamar histórico do fundo, que é a receita acruada.



O FoF da Galápagos divulgou fato relevante esta semana que pode ter confundido alguns investidores, dado o momento envolvendo o MXRF11.

O fundo decidiu realizar um processo de amortização entre R\$ 3,00 e R\$ 6,00 ao longo dos próximos seis meses.

Ao divulgar esse fato relevante, dado o julgamento do MXRF11, muitos investidores acreditavam que o fundo já estava se adiantando e passaria a distribuir os rendimentos recebimentos como amortização, quando **não** se trata nada disso.

O fundo apenas decidiu vender parte de sua carteira e devolver aos cotistas, informando que suas cotas no mercado secundário estão muito descontadas e muito abaixo do valor patrimonial e que faria mais sentido este movimento e permitir que os cotistas recomprassem as próprias cotas do fundo.

Seria como um programa de recompra de ações, mas como não é possível fazer, o fundo usa uma estratégia para que o próprio cotista faça esta recompra, sendo uma estratégia muito interessante e o investidor não precisa ficar preocupado, pois não tem nenhuma ligação com o MXRF11.

# CARTEIRA RECOMENDADA

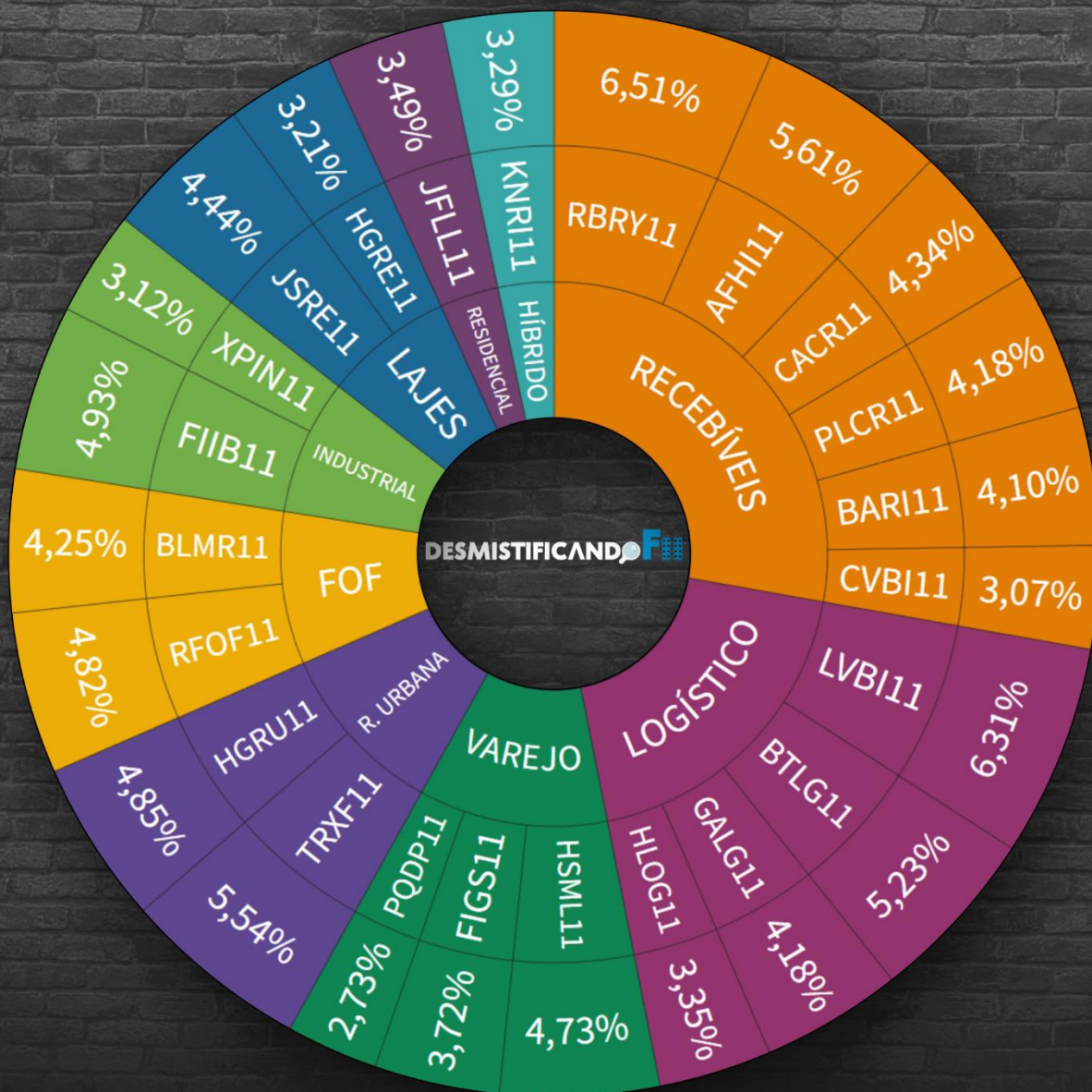
## TABELA

Data da Entrada	Análise	FUNDO	Setor	Cotação	Cotas	Valor Médio	Valor Investido	Peso inicial	Valor Atual	Peso atual	Recomendação
18/10/20	<a href="#">LINK</a>	HGRE11	Lajes	132,50	39	150,37	5.864,43	3,35%	5.167,50	3,21%	Compra
10/11/20	<a href="#">LINK</a>	JSRE11	Lajes	79,55	90	87,68	7.891,20	4,51%	7.159,50	4,44%	Compra
22/08/21	<a href="#">LINK</a>	BLMR11	FoF	7,60	900	7,52	6.768,00	3,87%	6.840,00	4,25%	Compra
16/08/20	<a href="#">LINK</a>	RFOF11	FoF	74,72	104	72,83	7.574,32	4,33%	7.770,88	4,82%	Compra
19/01/20	<a href="#">LINK</a>	FIIB11	Industrial	466,99	17	561,94	9.552,98	5,46%	7.938,83	4,93%	Compra
12/04/20	<a href="#">LINK</a>	XPIN11	Industrial	88,26	57	101,02	5.758,14	3,29%	5.030,82	3,12%	Compra
23/08/20	<a href="#">LINK</a>	BTLG11	Logístico	105,39	80	106,98	8.558,40	4,89%	8.431,20	5,23%	Compra
21/12/20	<a href="#">LINK</a>	HLOG11	Logístico	93,14	58	117,89	6.837,62	3,91%	5.402,12	3,35%	Compra
08/08/21	<a href="#">LINK</a>	LVB11	Logístico	101,68	100	101,94	10.194,00	5,82%	10.168,00	6,31%	Compra
24/04/21	<a href="#">LINK</a>	GALG11	Logístico	98,98	68	111,30	7.568,40	4,32%	6.730,64	4,18%	Compra
19/01/20	<a href="#">LINK</a>	KNRI11	Híbrido	132,43	40	175,79	7.031,60	4,02%	5.297,20	3,29%	Compra
06/06/21	<a href="#">LINK</a>	AFHI11	Recebíveis	100,48	90	92,94	8.364,60	4,78%	9.043,20	5,61%	Compra
19/01/20	<a href="#">LINK</a>	BARI11	Recebíveis	104,91	63	107,62	6.780,06	3,87%	6.609,33	4,10%	Compra
19/01/20	<a href="#">LINK</a>	CVBI11	Recebíveis	102,90	48	105,33	5.055,84	2,89%	4.939,20	3,07%	Compra
21/11/21	<a href="#">LINK</a>	CACR11	Recebíveis	107,45	65	102,00	6.630,00	3,79%	6.984,25	4,34%	Compra
20/12/20	<a href="#">LINK</a>	PLCR11	Recebíveis	88,50	76	87,31	6.635,56	3,79%	6.726,00	4,18%	Compra
19/01/20	<a href="#">LINK</a>	RBRY11	Recebíveis	104,82	100	104,38	10.438,00	5,96%	10.482,00	6,51%	Compra
19/01/20	<a href="#">LINK</a>	HGRU11	R. Urbana	114,80	68	129,39	8.798,52	5,02%	7.806,40	4,85%	Compra
05/07/20	<a href="#">LINK</a>	TRXF11	R. Urbana	101,40	88	101,99	8.975,12	5,13%	8.923,20	5,54%	Compra
19/01/20	<a href="#">LINK</a>	FIGS11	Varejo	54,96	109	84,83	9.246,47	5,28%	5.990,64	3,72%	Compra
24/10/21	<a href="#">LINK</a>	HSML11	Varejo	76,20	100	77,83	7.783,00	4,44%	7.620,00	4,73%	Compra
12/12/21	<a href="#">LINK</a>	JFLL11	Residencial	72,00	78	68,59	5.350,02	3,06%	5.616,00	3,49%	Compra
19/01/20	<a href="#">LINK</a>	PQDP11	Varejo	2.200,00	2	3.721,00	7.442,00	4,25%	4.400,00	2,73%	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\$ 2.017,56
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.



# EXPLICAÇÕES SOBRE OS CARDS



## LEGENDA DE CADA SEGMENTO

 <b>LOGÍSTICA</b>	 <b>LAJES / CORPORATIVOS</b>	 <b>SHOPPINGS</b>
 <b>HÍBRIDOS</b>	 <b>RECEBÍVEIS</b>	 <b>FUNDO DE FUNDOS</b>
 <b>DESENVOLVIMENTO</b>	 <b>RESIDENCIAL</b>	 <b>AGRO</b>
 <b>AGÊNCIAS</b>	 <b>EDUCACIONAL</b>	

Ao clicar/tocar em cada card, você será direcionado ao documento oficial comunicado pelo fundo





## 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 GCR111, PVBI11, JFLL11, TRXF11, BRRC11, FIGS11, HGRE11, BARI11, XPIN11, HGRU11, CVBI11, BLCPI1, FIIB11, KNRI11, BTLG11, JSRE11, HLOG11, BRCO11, GALG11, RBRL11, LVBI11 e PQDP11 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.