



RELATÓRIO SEMANAL



Período

30/05 a 03/06/22



Divulgação

05/06/22



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:

PQDP11

HGRU11

FLCR11

MCCI11

MXRF11

RBRL11

AFHI11

CACR11

TORD11

BMLC11

VGIR11

SHPH11

KNHY11

KNIP11

KNSC11

KNCR11

MBRF11

GAME11

NSLU11

BLCP11

TRXF11

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.

Neste momento estamos retornando o status de PQDPII para “compra”.

O tópico de TRXFII nos auxilia a entender um pouco a estratégia geral da carteira recomendada do DesmistificandoFII, um rendimento sustentável e crescente no longo prazo.

Como TRXFII, vários outros fundos da carteira recomendada apresentaram melhoras constantes de rendimento, ainda que a sua cotação não tenha variado, melhorando o rendimento recorrente do investidor. A carteira recomendada tem como foco principal um rendimento sustentável e crescente ao longo do tempo e a valorização das cotas é um processo natural de médio e longo prazo. Busco sempre evitar de ficar focado só em ter valorização de cotas e ganhar do IFIX no curto prazo, pois isso pode distorcer a visão do que para mim é mais importante, o rendimento sustentável e crescente de longo prazo, proporcionado por uma carteira boa e diversificada. O resultado dessa estratégia é, no longo prazo, ter resultados melhores que o IFIX ou outros indicadores, como a carteira recomendada segue tendo, mas no curto prazo é possível que nem sempre a variação das cotas proporcione esse ganho, mas o importante é que os rendimentos sigam sendo sustentáveis e elevados. Neste cenário, é claro que devemos saber que manter o atual nível de rendimentos não é fácil, tendo em vista que os rendimentos dos fundos de recebíveis atuais não é sustentável no longo prazo, pois estão assim em razão da inflação elevada, a qual precisa arrefecer, sob o risco de gerar danos as carteiras de recebíveis também.

Entendi interessante destacar este trecho, para o assinante entender um pouco como se baseia a carteira do DesmistificandoFII, o objetivo de gerar rendimento sustentáveis e crescentes, os quais, no médio e longo prazo, vão permitir uma valorização da cota, mas que no curto prazo, nem sempre podemos observar.

Dados econômicos

Esta semana tivemos algumas boas notícias no âmbito econômico. Observamos um superávit das contas públicas em abril, pelo nono mês seguido, sendo que o superávit foi recorde para o mês de abril desde a sua série histórica, iniciada em dezembro de 2001. Isso faz com que a dívida pública bruta / PIB passasse para 78,30%, chegando a patamares próximo ao pré-pandemia. Infelizmente parte disso é as custas de inflação, mas, sabendo o Governo aproveitar, pode ser um ótimo sinal.

Depois, a divulgação da taxa de desemprego trouxe um excelente dado de uma taxa de 10,50%, com possibilidade de fecharmos o ano em um dígito, o que, diante do cenário recente da economia, é um ótimo dado.

Também houve a divulgação do PIB do 1º trimestre, o qual avançou 1%, em relação aos últimos 3 meses de 2021 e de 1,70% em relação ao mesmo período do ano passado, o que foi um ótimo dado.

Outros dados que podem ser positivos no curto prazo são dois projetos de lei aprovados, um na Câmara e outro no Senado, os quais podem auxiliar no controle da inflação. Na Câmara foi aprovado o projeto de Lei que limita o ICMS do combustível e da energia elétrica, agora vai para o Senado e sofre pressão dos Estados para alterar o projeto de lei. Este projeto de lei terá impactos substanciais em toda a cadeia inflacionária, por reduzir as contas de energia e os preços dos combustíveis. Caso aprovado, auxiliaria no controle da inflação.

O outro projeto de lei foi aprovado no Senado e envolve o PIS/Cofins sobre o ICMS da energia elétrica. O STF já decidiu que esta cobrança é ilegal e este projeto de lei determinou que os valores atrasados sejam devolvidos nas contas de energia elétrica dos consumidores. Este projeto agora vai para a Câmara para análise e votação.

Os projetos geram impacto deflacionário considerável, dependendo o momento que ocorrerem, poderíamos até ter um processo de inflação próxima de zero, motivo pelo qual são projetos de lei importante de serem acompanhados. Os projetos de lei também podem ter efeitos negativos, na medida que reduz a arrecadação dos Estados e pode levar a algum risco fiscal, aumentando a dívida/PIB, outro ponto a ser acompanhado, mas vislumbro que o maior efeito positivo ainda seja prevalente.

Onde isso impacta os FIIs? Impacta justamente em nossos FIIs de recebíveis, que poderia ter redução dos seus rendimentos.

Decisão do CARF no FII Península e os impactos no ABCP11 e no PQDP11

Para quem não recorda dos casos, vamos recordar rapidamente. O fundo ABCP11 foi autuado pela Receita Federal por estar enquadrado no art. 2º da Lei 9.779/99, sendo o fundo considerado, para fins tributários, como uma pessoa jurídica qualquer e não como um FII, tendo que pagar impostos normalmente. O processo começou com a notificação da CVM e depois da Receita Federal, sendo que nenhum deles aponta em qual das regras o cotista relevante do fundo se enquadra, se sócio, construtor ou incorporador. Apesar disso, segundo as análises que já fiz aqui no DesmistificandoFII, há indicados suficientes de que o cotista relevante do fundo foi o construtor do shopping, quando da reforma de uma fábrica que virou shopping.

Na sequência, situação semelhante acabou ocorrendo com PQDP11 e que explorei bem no relatório de 23/06/2021. A CVM notificou o fundo de que este também estaria enquadrado nesta regra, ocorre que, desta vez, indicou em qual figura o cotista estaria enquadrado, que era a figura de incorporador.

Como expliquei naquele relatório, discordo na posição da CVM, pois conforme verifiquei nas matrículas dos imóveis, antes de recomendar a compra, o empreendimento não foi

precedido de incorporação imobiliária, o que vem a ser afirmado também pelo administrador do fundo e pelo próprio cotista relevante, a ALSO3.

Apesar disso, entendi como prudente, na época, colocar o fundo em manutenção, uma vez que a CVM afirmava ser da competência da Receita Federal a atuação e, assim, oficiaria para o órgão tributário. Como ao final de 2019 tínhamos tido uma decisão da Receita Federal envolvendo o FII Península, alargando o conceito da figura de “sócio do empreendimento imobiliário” que consta na lei, passei a verificar como um risco a Receita Federal fazer o mesmo no PQDP11, ou seja, não considerar como incorporador a ALSO3, mas como “sócia do empreendimento imobiliário”.

Sempre discordei da interpretação da Receita Federal no caso no FII Península, além de entender que os casos do FII Península e do PQDP11 serem diferentes. O risco era que, havendo uma interpretação tão ampla no FII Península, havia o risco de ter também em PQDP11.

No caso do FII Península a Receita Federal entendia que o grupo CBD e o FII faziam parte do mesmo empreendimento imobiliário e, sendo o empresário Abílio Diniz sócio da CBD e sócio da pessoa jurídica que era a única cotista do FII, então tínhamos o enquadramento do fundo na regra do art. 2º da Lei 9.779/99. Sempre discordei deste alargamento do conceito de sócio e de empreendimento imobiliário da Receita Federal, no qual sempre defendi que a figura do sócio deveria ser sócio do imóvel propriamente dito, como expliquei no relatório de 13/09/2020, mas, apesar de discordar, sempre fui cauteloso frente aos assinantes quanto ao tema, visto que a decisão poderia nunca ser revista.

Eis que esta semana temos uma nova decisão do CARF¹, em recurso especial, alterando completamente a decisão do FII Península e considerando ele como um fundo imobiliário para fins tributário, ou seja, desenquadrando-o do art. 2º da Lei 9.779/99, como sempre defendi como correto. Desta decisão não caberá recurso, mas apenas embargos de declaração para clarear a decisão, o que não me parecer ser necessário.

Assim, como esta análise embasa a nossa mudança de status do fundo PQDP11, importante detalhar e transcrever alguns trechos desta decisão.

O primeiro ponto de destaque é do voto de Luis Henrique Marotti Toselli, no sentido de que para haver o desenquadramento como FII naquele caso, seria necessário demonstrar que a estrutura criada realmente gerou prejuízo ao fisco, ou seja, o contribuinte deixou de pagar impostos pela criação do FII e isso pode mudar completamente a atuação da Receita Federal em Fundos Imobiliários. É o seguinte trecho:

Nesse contexto, chama atenção o fato de que a fiscalização não alegou nenhuma “economia indevida de tributos” no uso dessa estrutura; não questionou o preço dos negócios celebrados entre as partes (venda e locação dos imóveis); não questionou eventual interposição fictícia ou inexistência de causa jurídica do FII Península; não arguiu nenhuma ocorrência de simulação ou fraude; e também não invocou nenhuma

¹ Conselho de Administração de Recursos Fiscais

outra teoria (“falta de propósito negocial”, “abuso de direito” ou “fraude”) que eventualmente pudesse desqualificar o Fundo propriamente dito.

Pelo contrário, a tributação do FII Península como pessoa jurídica não se deu pelo caminho da sua requalificação jurídica, mas sim por uma interpretação, digamos, forçada da regra de equiparação prevista no artigo 2o da Lei no 9.779/99.

Agora o ponto mais importante do voto de Luis Henrique Marotti Toselli e que nos auxilia a entender e aplicar ao PQDPII, é quando da citação de um artigo de uma jurista, dando exatamente os 3 passos para que um fundo seja enquadrado na regra da Lei 9.779/99, o qual transcrevo integralmente aqui:

Em artigo denominado “Tributação de Fundos de Investimento Imobiliários”, Lavinia Moraes de Almeida Nogueira Junqueira buscou construir com propriedade o que denominou de “matriz de incidência” da equiparação prevista no referido artigo 2o da Lei no 9.779/99. Em suas palavras:

(...). O administrador diligente precisará seguir os seguintes passos para identificar se o FII deve ser tributado como pessoa jurídica.

Passo 1 – Selecionar o Cotista que com Partes Ligadas tenha mais de 25% do FII

Deve analisar, em primeiro plano, o rol de cotistas do FII, buscando identificar se, de fato, há algum cotista que, em conjunto com suas partes ligadas, possui mais de 25% do total das cotas do FII. Parte ligada à pessoa física são seus parentes até o segundo grau e as pessoas jurídicas controladas por eles: pai, avós, filhos, netos, irmãos, sogros, avós do cônjuge, enteados e seus filhos; pessoas jurídicas controladas por essas pessoas. O diagrama abaixo ilustra as partes ligadas à pessoa física:

(...)

Parte ligada à pessoa jurídica são seus controladores, diretos e indiretos, pessoas físicas ou jurídicas, ou as empresas investidas que sejam coligadas ou controladas, diretas ou indiretas. (...)

Passo 2 – identificar os empreendimentos imobiliários do FII

Caso exista um cotista que, em conjunto com suas partes ligadas, possua mais de 25% do FII, deve-se ainda analisar se o FII tem empreendimento imobiliário em sua carteira de investimentos, diretamente ou por sociedades controladas. Afinal, o que é empreendimento imobiliário? O conceito de empreendimento imobiliário é definido pelos artigos 28 e seguintes da Lei no 4.591/64, como a incorporação imobiliária: atividade organizada para aquisição de imóvel, construção e posterior alienação, total ou parcial, de edificações ou conjunto de edificações. O empreendimento imobiliário modifica o espaço que ocupa o seu entorno.

Já a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) chegou a definir “empreendimento imobiliário” de forma mais ampla, para efeito do FII, como “construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, ou investimentos em projetos visando viabilizar o acesso a habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais, para posterior alienação, locação ou arrendamento. Veja que, por esse conceito, empreendimento imobiliário englobaria também a mera aquisição de imóveis prontos para aluguel. Vale notar que, atualmente, esse texto foi revogado e a CVM não apresenta mais uma definição clara de empreendimento imobiliário.

Para nós, adquirir um imóvel pronto apenas para alugar e receber renda é o que se chama de atividade passiva, o oposto de empreender. Para que houvesse um empreendimento seria necessário que o FII de alguma maneira participasse dos esforços ou dos riscos da modificação que se fez naquele imóvel.

(...)

Empreendimento imobiliário é sem dúvida a aquisição de imóveis para construir e formar, vender e alugar. Não deve englobar a aquisição de imóveis prontos apenas para alugar,

que é atividade passiva. Porém, a mera existência do conceito trazido pela In CVM 205/94, embora revogada, pode gerar dúvidas quanto à aplicação das normas tributárias também às hipóteses de imóveis de renda, meramente.

O administrador do FII então buscará, no rol de investimentos do fundo, aqueles que são ou podem ser empreendimentos imobiliários.

Passo 3 – Definir se o Cotista selecionado é Construtor, Incorporador ou Sócio do Empreendimento Imobiliário

(...)

Passo 3.3. O que significa ser um sócio de um empreendimento imobiliário?

Sócio é a pessoa jurídica que compõe o quadro social de uma sociedade. Assim, se o fundo investe em uma sociedade, “sócio” são os sócios ou acionistas dessa sociedade. Em nossa visão, “sócio” também pode ser quem faz junto (compartilha) o empreendimento imobiliário. É alguém que tem participação paralela no empreendimento imobiliário ao mesmo tempo em que é cotista do FII. Sócio nesse sentido pode ser o co-titular ou alguém que se beneficia da propriedade e dos seus lucros e ainda divide seus riscos e obrigações. O administrador identificará se o cotista tem investimento paralelo no empreendimento, que não esteja no âmbito do fundo. (...) Em tese, não há problema se só o fundo investe no empreendimento, porque nesse caso o fundo não tem “sócios”. Em outras palavras, o administrador deverá identificar se os cotistas são, ao mesmo tempo, “sócios” do empreendimento, no qual o fundo também investe, paralelamente. Não há proibição para que o cotista seja comprador ou locatário do empreendimento, o que ele não pode ser é sócio do empreendimento, se o for, o FII será tributado como pessoa jurídica. (sem negrito no original)

Observem, especialmente, a parte negritada, sobre o que seria a figura do “sócio do empreendimento imobiliário”, este artigo de uma jurista, parte integrante da fundamentação da decisão, nos apresenta o conceito que sempre defendi, de que esta figura “sócio do empreendimento imobiliário” é aquele coproprietário do imóvel, no meu entender, não qualquer coproprietário, mas quando a o imóvel pertence a uma pessoa jurídica, como uma SPE e esta pessoa jurídica possui mais de um sócio, o fundo e uma outra pessoa, a qual também é cotista do fundo.

Mais adiante, Luis Henrique Marotti Toselli destaca isso em seu voto, da seguinte forma:

De qualquer forma, em casos como o presente - em que o dito empreendimento imobiliário consistiria na aquisição de imóveis prontos para locação -, por óbvio afasta-se de imediato a presença das figuras do incorporador ou do construtor.

E quanto à figura do “sócio”?

“Do latim socius (companheiro, associado, sócio), designa, em sentido amplo, a pessoa que faz parte, que participa ou é membro de uma sociedade”. Em sentido técnico, sócio designa a pessoa que, além de investir no empreendimento, participa do risco do negócio e da partilha dos seus resultados, a exemplo da definição do contrato de sociedade positivado pelo art. 981 do Código Civil:

Art. 981 - Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.

Esse dispositivo legal define o contrato de sociedade, mas também se presta a definição de sócio da sociedade, já que são sócias, por definição legal, as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.

Ora, em qualquer acepção, incluindo um empreendimento imobiliário, não se pode pensar na figura de sócio a alguém que não contribua com bens ou serviços para a respectiva atividade econômica, participando por isso diretamente dos lucros obtidos.

Sob este viés, ainda que a atividade de aquisição de imóveis prontos para locação fosse um empreendimento imobiliário, admissível como sócio do empreendimento seria tão somente o coproprietário ou condômino dos imóveis adquiridos pelo FII Península. Seria, assim, necessário que o Sr. Abílio Diniz (ou a RECO), únicos quotistas, fossem, ao mesmo tempo, coproprietária dos imóveis, partilhando do resultado na proporção da sua participação na propriedade. (sem negrito no original)

Nesta parte ele destaca como coproprietário ou condômino a figura do sócio. Isso resolve a situação do FII Península e do PQDP11, já que tal figura não existe, no entanto, tal tema pode vir a ser enfrentado no futuro em outros fundos, já que este conceito de sócio também não parecer ser o mais adequado, chamar o condômino de sócio do empreendimento, mas pelo menos é um conceito menos abrangente e resolve as situações existentes, e não nos interessa estudar este ponto agora.

Destaco mais uma parte desse voto:

Também a CBD nunca foi “sócia” do FII nos imóveis. Nem mesmo ninguém do Grupo Diniz, que são sócios indiretos do único cotista (RECO), e não coproprietário dos imóveis. A CBD, embora locatária e antiga proprietária dos imóveis, não manteve qualquer direito de propriedade sobre os imóveis, afinal alienou integralmente esses direitos ao FII Península, que passou a ser o beneficiário dos aluguéis e titular desses ativos imobiliários. Diante, então, da alienação integral dos imóveis ao Fundo, somada ao fato de que os atos praticados não foram requalificados e nem tiveram suas causas jurídicas colocadas em xeque, deve-se admitir todos os efeitos jurídicos quanto à titularidade dos imóveis pelo FII Península, fato este mais do que suficiente para afastar qualquer possibilidade jurídica de existência de um sócio do empreendimento.

Outro trecho interessante de destacar é do outro voto, agora de Luiz Tadeu Matosinho Machado, o qual tinha votado contrário ao FII Península em outra oportunidade:

*Nesse diapasão, observo que, embora tenha acompanhado o relator do Acórdão 1302-002.053, utilizado como paradigma neste recurso, necessário se faz reconhecer, reexaminando a questão, que meus fundamentos hoje seriam outros, concordando apenas com as conclusões do seu voto **no sentido de que a CBD não poderia ser considerada sócia do empreendimento pelo simples fato de ter vendido os imóveis e permanecer em sua posse mediante locação**, verbis: (sem negrito no original)*

Novamente, a ideia de que o vendedor do imóvel não pode ser tido como sócio do empreendimento, ponto que se enquadra bem no PQDP11.

Por fim, o terceiro voto é contrário ao FII Península, tendo a decisão sido por maioria em seu favor.

Dito tudo isso, vamos realizar uma conclusão do que seria esta figura de “sócio do empreendimento imobiliário” segundo esta decisão em recurso especial do CARF e o seu olhar para o PQDP11.

Segundo a decisão, esta figura é aquela que, com mais de 25% das cotas do FII, também seja coproprietário ou condômino do empreendimento. O fato de alguém ter mais de 25% das cotas do FII e ter sido o vendedor do imóvel, ou, seguir explorando o imóvel como

inquilino, ou mesmo prestando serviço para o imóvel como administrador, não poderia implicar a sua classificação na figura de “sócio do empreendimento imobiliário”.

O caso PQDP11. Antes, importante lembrar que o cotista com mais de 25% é a ALSO3, que tem no seu grupo de controle a Sonae Sierra, a qual foi proprietária integral do shopping no passado e se mistura quando da fusão do grupo Aliansce com Sonae Sierra Brasil. Resumidamente podemos dizer que a ALSO3, por uma empresa que lhe antecedeu, foi a proprietária do Shopping, este que foi dividido em 3 blocos. Um primeiro bloco foi vendido para um investidor chamado Redevco do Brasil LTDA e os outros 2 blocos foram vendidos, integralmente, ao SHDP11, o qual venderia uma parte, posteriormente, ao PQDP11. Futuramente aquele primeiro bloco vendido para Redevco seria vendido para um outro FII não negociado e, futuramente, vendido para o SHDP11 e para o PQDP11.

Como é possível verificar dessa cadeia, confirmada por este Analista já no passado e revisado novamente, com base em todas as matrículas imobiliárias, nunca houve copropriedade entre a ALSO3 ou alguma empresa do grupo ou que lhe antecedeu e depois foi incorporada e os fundos SHDP11 ou PQDP11.

Assim, com base nesta nova decisão em recurso especial do CARF, o PQDP11 não estaria enquadrado nesta figura de “sócio do empreendimento imobiliário” e, aquele receio de a Receita Federal vir a enquadrar o PQDP11 neste ponto, parece que desaparece com esta decisão.

“Rodrigo, mas a CVM disse que a ALSO3 (cotista com mais de 25% do fundo) fez a incorporação do shopping.” Pois é, mas neste ponto a CVM não está correta, como mostrei isso em outros relatórios.

Segundo a própria decisão anterior da Receita Federal no caso do FII Península, o significado de incorporação é:

a) incorporação, o que se define por duas características: destinação do terreno, antes de iniciada a venda, à propriedade comum das unidades autônomas e início das vendas de tais unidades antes de concluída a obra;

A incorporação é o ato de dividir a construção que se iniciará para vender ela durante a obra e isso não aconteceu no Shopping Parque Dom Pedro, pois foi feita toda a construção do shopping e, somente ao seu final, é que se procedeu a instituição do condomínio, que é diferente de uma incorporação, sendo o seu proprietário a Sonae Sierra. Essa é facilmente observável nas matrículas do imóvel, tanto que o fundo e a empresa destacam que o imóvel não teve incorporação.

Assim, não tem como a ALSO3 (ou alguém do seu grupo ou daquelas empresas incorporadas) ter sido a incorporadora de algo que não teve incorporação.

Por fim, a figura de construtor não passa nem perto, visto que o grupo nunca foi construtor e esta parte destaco bem no relatório de 13/09/2020.

A minha conclusão é que esta decisão do CARF retira o risco de o PQDP11 vir a ser enquadrado na regra do art. 2º da Lei 9.779/99; no entanto, infelizmente, não sou a Receita Federal e não posso dar 100% de certeza de que o fundo não sofreria uma autuação e precisaria se defender, igual o FII Península.

A minha análise é que o risco de enquadramento do fundo se reduziu para praticamente zero; no entanto, o seu preço atual é como se este risco fosse de 99%, com base nisso, o risco X retorno de PQDP11 é extremamente positivo, **motivo pelo qual o retorno do status do fundo para “Compra”**.

“Rodrigo, você está voltando o status para “compra”, mas a última distribuição do fundo foi horrível.” Bem, vamos tratar disso no tópico de PQDP11 no início deste relatório, para poder separar melhor os temas.

Importante destacar que o fundo não entrou na carteira recomendada exclusivamente pelo seu potencial atual de geração de renda, mas também pelo seu potencial de geração de ganho imobiliário em razão dos vários projetos que podem ser desenvolvidos em seu terreno, como bem analisei no relatório de 24/03/2019, o qual vale a pena o assinante revisitar e farei um resumo adiante no tópico.

Mas e o ABCP11, pode se beneficiar da decisão do CARF?

O caso do ABCP11 entendo ser diferente. O grande cotista do fundo é a Syne, a qual foi uma das construtoras que realizou toda a reforma do imóvel e transformou uma fábrica em um shopping.

O fundo foi constituído ainda quando o empreendimento estava em obra, ou seja, o cotista com mais de 25% do ABCP11 era também o construtor da reforma do shopping naquela época.

Não quero entrar nas análises de se fazer uma reforma é o mesmo que construtor, que há um vício no termo de autuação de que não enquadra o fundo adequadamente em uma das três figuras, o que lhe dificulta a defesa e pode ser objeto de anulação da autuação, o objetivo aqui é ver o impacto da decisão do CARF ao ABCP11.

Não vejo esta atual decisão do CARF mudando consideravelmente a situação do ABCP11, que trato bem no relatório de 31/08/2020, a não ser por dois pontos. O primeiro ponto é o trecho já citado acima no voto, mas que vou citar aqui novamente:

Nesse contexto, chama atenção o fato de que a fiscalização não alegou nenhuma “economia indevida de tributos” no uso dessa estrutura; não questionou o preço dos negócios celebrados entre as partes (venda e locação dos imóveis); não questionou eventual interposição fictícia ou inexistência de causa jurídica do FII Península; não arguiu nenhuma ocorrência de simulação ou fraude; e também não invocou nenhuma outra teoria (“falta de propósito negocial”, “abuso de direito” ou “fraude”) que eventualmente pudesse desqualificar o Fundo propriamente dito.

Pelo contrário, a tributação do FII Península como pessoa jurídica não se deu pelo caminho da sua requalificação jurídica, mas sim por uma interpretação, digamos, forçada da regra de equiparação prevista no artigo 2º da Lei no 9.779/99.

Como vemos, o CARF entendeu que seria necessário demonstrar que houve economia indevida de tributos, o que possivelmente não ocorreu, já que a Syne, como cotista pessoa jurídica, os rendimentos recebidos são tributados na sua base empresarial, não sendo isentos como para pessoas físicas, ou seja, todos os impostos seguem sendo pagos. E isso não ficou demonstrado na autuação e pode ser aproveitado pelo ABCP11.

O segundo ponto que eu destacaria uma espécie de freio que o CARF coloca à fiscalização da Receita Federal em uma espécie de “caças as bruxas aos FIIs”, por um certo preconceito ao instrumento, nas próprias palavras do Relator:

Não foi esse, entretanto, o caminho que seguiu a fiscalização responsável pelo presente lançamento, que optou, talvez até por um certo preconceito quanto à origem e destino dado aos imóveis adquiridos pelo FII Península, a equivocadamente equipará-lo à pessoa jurídica para fins de tributação com base no artigo 2º da Lei no 9.779/99.

Tirando esses dois trechos, que podem auxiliar na defesa do ABCP11, pouco muda a linha de defesa do fundo, que deve seguir fazendo a defesa da irretroatividade da lei, ponto que discordo, mas também a defesa de que a reforma não poderia ser enquadrada como construção, o que teria um pouco mais de sentido, mas também um certo vício formal que dificulta a defesa do fundo, pois a autuação não enquadra adequadamente o fundo em uma das três figuras do art. 2º da Lei 9.779/99, o que praticamente lhe impede a defesa e costuma ser objeto de anulação das autuações.

Ou seja, neste momento não muda muito para o ABCP11, não significa que a Rio Bravo não terá sucesso em sua defesa, apenas que o caso é diferente do FII Península, o que não me parece ocorrer no PQDP11.

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 “tão”, 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.



A última distribuição do fundo foi de R\$ 6,51, sendo que o fundo vinha com distribuições próximas de R\$ 15,00.

Claramente o fundo reteve lucro líquido em seu caixa e o seu rendimento deveria ser próximo de R\$ 14,50. Isso é facilmente observável pelo fato de que o rendimento de PQDP11 sempre tem uma correlação com o de SHDP11. O rendimento de SHDP11 não caiu e a correlação apontava para um rendimento próximo de R\$ 14,50 em PQDP11.

Assim, o fundo deve ter retido parte do lucro para fazer frente as despesas de revitalização do shopping que estão sendo feitas e para o qual foi feita a 3ª emissão de cotas, motivo que a redução é temporária, mas poderá se repetir em alguns meses.

Em complemento a análise de PQDP11 feita na carta inicial, destaco a capacidade construtiva de 548 mil m² da área de terreno do shopping:

Parque D. Pedro Shopping

- Aprovação de 320 mil m² de capacidade construtiva, totalizando 548 mil m² de potencial total para desenvolvimento de hotéis, torres de escritórios e outros edifícios comerciais.

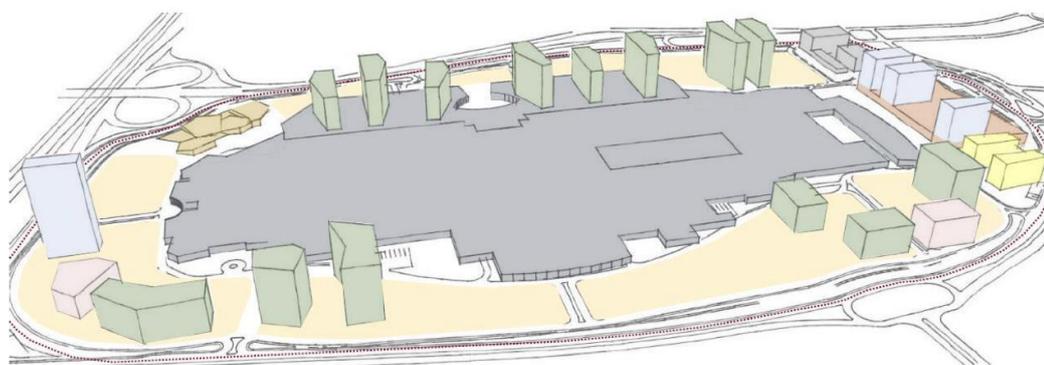


Imagem conceitual, os projetos futuros serão estudados individualmente.



Se o shopping fizesse uma permuta simples de terreno por área construída e essa permuta recebesse um percentual relativamente baixo para a média de mercado de 15% do potencial construtivo, o shopping receberia uma área de 82.200 m², cabendo ao fundo a área de 24.660 m², o qual, caso tivesse um valor de negociação baixo, de R\$ 8 mil o m², teríamos R\$ 197 MM de valor escondido dentro de PQDP11, olhando de forma conservadora. Este é o tipo de valor que só aparece no longo prazo e que poucos investidores conseguem observar. Como o nosso olhar para FIs sempre foi o longo prazo, geração de renda sustentável e crescente, PQDP11 faz parte de nossa carteira há muito tempo.

Para o assinante ter uma noção de grandeza, os R\$ 197MM equivalente a aproximadamente 40% do valor de mercado atual de PQDP11.

Apesar do número empolgar, isso é um resultado que só apareceria em um intervalo de tempo de pelo menos 10 anos, ou seja, demora para aparecer.

Outro dado que nos auxilia a ver valor em PQDP11 é a notícia divulgada no Valor Econômico sobre o interesse da Sonae Sierra de Portugal ter o interesse de vender a sua participação de 30% no Parque Dom Pedro Shopping, detida por meio da participação do SHDP11. Segundo a notícia, o valor pretendido na transação varia entre R\$ 600MM e R\$ 900MM e tem como objetivo, segundo o jornal, levantar capital para a empresa comprar ações da ALSO3.

O PQDP11 tem a mesma participação no Parque Dom Pedro Shopping, de 30%. Se considerarmos como R\$ 600MM o valor mínimo para pagamento desta parcela do shopping e à vista, teríamos que o seu valor mínimo justo seria de R\$ 2.450,00.

Como PQDP11 tem uma liquidez muito baixa e o DesmistificandoFII passou a ter um número muito maior de assinantes desde a sua entrada na carteira, é importante fixarmos um preço teto considerando o rendimento potencial de curto prazo de PQDP11, quando comparado com a média de mercado, ainda que tenhamos os valores acima indicados.

Considerando o potencial de rendimento de 2019, que é próximo de R\$ 15,00 ao mês, e considerando um rendimento de 0,70% a.m., em linha com Floripa Shopping e com alguns FIs multi ativos de shopping, temos como um preço teto para PQDP11, neste momento, de R\$ 2.150,00.

Assim, renovo o status de compra e um valor teto de R\$ 2.150,00, neste momento de mercado, mas considerando que no longo prazo este ativo tem um valor muito mais elevado, como explicado acima.

Por fim, muito importante. Se o PQDP11 não se enquadra no art. 2º da Lei 9.779/99 e a Receita Federal assim entender, é possível que nunca haja um pronunciamento formal a este respeito, pois seria possível ao Auditor da Receita que receber o ofício da CVM fazer a análise inicial e não dar início ao processo de fiscalização, por não ver indício de enquadramento, principalmente pelo que insisto desde o episódio, não tem como dizer que é um caso de incorporação imobiliária. Por isso é importante respeitar um preço teto, pois um gatilho de valorização que seria um documento pondo fim a história poderá nunca existir e a valorização da cota ocorrer apenas com o tempo, na medida que o rendimento do fundo melhorar.



Parece até fato relevante repetido, mas não é. Novamente o fundo divulgou mais um comunicado de venda, dessa vez não mais de um imóvel, e sim de um direito de aquisição de um imóvel situado em Planalto de Carapina, Serra, Espírito Santo.

O fundo em dezembro/21 havia assumido um compromisso de adquirir o imóvel pelo valor de R\$ 20.808.634,22, porém, antes mesmo de efetivar a compra, o fundo já consegue uma promessa para vender o imóvel, desembolsando assim somente custos baixos de transação. Já descontando esses custos de aquisição, o fundo venderá, confirmada a promessa, o direito de aquisição do imóvel pelo valor de R\$ 14.191.365,78.

O fundo informa que, considerando os compromissos financeiros do comprador para a compra do Imóvel, o valor será de R\$ 35 MM. Portanto, caso o fundo tivesse efetivado a aquisição pelo referido valor divulgado em dezembro/21, o lucro gerado seria de 68% sobre o valor de aquisição, muito acima do IPCA ou IGP-M no período, demonstrando uma excelente visão imobiliária da gestora quando da aquisição deste imóvel.

Contudo, como o fundo não chegou a realizar desembolso do valor de compra, o lucro obtido nessa operação é praticamente o valor da cessão do direito de aquisição do imóvel, ou seja, de R\$ 14.083.811,04 já descontando os custos de transação (somam um pouco mais de R\$ 100 mil), o que equivale a aproximadamente R\$ 0,77/cota e uma TIR que nem se deveria calcular, mas se quisesse, seria 28.839,4%, já que o custo de aquisição foi próximo de R\$ 100 mil para um lucro de mais de R\$ 14 MM.

Aqui, antes de terminar esta promessa de compra e venda, importante fazer um parêntese de reflexão ao investidor sobre alavancagem. Quando eu faço uma alavancagem, um dos pressupostos é justamente ter um ganho de capital colocando pouco dinheiro. Este ganho de capital poderá ser exercido, como estamos vendo agora, ou não exercido e ficar no patrimônio. O objetivo de alavancar deve ser comprar um imóvel por um valor agora, que dificilmente compraria no futuro, maximizando o meu ganho. Aqui em HGRU11 não teve alavancagem, mas o efeito é semelhante e isso mostra a potencialização do resultado quando temos uma alavancagem.

A forma de recebimento desse valor será dividida em 4 parcelas, (i) um sinal no valor de R\$ 2.522.336,61, já pago em 27/05, (ii) R\$ 3 MM assim que concluída a cessão de direitos, (iii) R\$ 8 MM divididos em 8 parcelas mensais e (iv) uma parcela final de R\$ 669.029,17 no mês subsequente ao término do pagamento das Parcelas Iguais.

Com isso, quando concluída a cessão de direitos, o fundo deixará de receber a receita imobiliária do imóvel, equivalente a R\$ 0,01/cota, mas receberá todo o valor da venda conforme o cronograma descrito.

Mais uma vez não posso deixar de elogiar a competência que a gestora do fundo vem tendo, como já dito, comprando os imóveis no atacado e vendendo no varejo, gerando grande valor para seus cotistas, sendo que podemos esperar um alto nível de distribuição de rendimentos no semestre, decorrente dos lucros dessas vendas. Isso nos mostra como minha recomendação de compra desse fundo lá em janeiro de 2020 foi acertada.



Essa semana o fundo, em seu relatório gerencial, divulgou como boa notícia a respeito do CRI Calçada Vogue, um CRI onde a pessoa jurídica devedora faz parte de um grupo que entrou com pedido de recuperação judicial em fevereiro deste ano. O assunto já foi detalhadamente tratado no relatório de 06/02/2022.

A notícia é que o crédito referente a este CRI foi reconhecido como extraconcursal, ou seja, não sujeito ao plano de recuperação judicial, ou seja, não se sujeito ao concurso de credores pelos valores, o que não poderia ser diferente, pois é o que está na legislação. Isso não significa que os valores serão obrigatoriamente pagos, apenas que os créditos não vão para o rol de todas as dívidas do processo de recuperação judicial. Ocorre que o fluxo de pagamento do CRI é originário de um imóvel que foi dado em garantia de uma dívida com o Bradesco e, este imóvel pode vir a ser vendido por ocasião da recuperação judicial, reduzindo ou até eliminando o fluxo de pagamento do CRI, como foi alertado pela securitizadora quando da assembleia de credores do CRI no final de 2021.

O fundo sempre informou que, apesar desse problema com o devedor, desde quando anunciado a recuperação judicial o CRI nunca apresentou problemas no pagamento.

De lá para cá, a posição deste CRI no fundo reduziu de 10% para 8% de seu patrimônio líquido, tendo em vista o crescimento do patrimônio do fundo e a diluição deste CRI, mas ainda sendo uma posição relevante. Este fato relevante, em conjunto com o relatório extenso que escrevi em fev/22 sobre este tema, nos mostra mais uma vez a preocupação que o investidor deve ter ao selecionar fundos de recebíveis pequenos. Por muitas vezes, haverá uma alta concentração em poucos CRIs, sendo que um problema em um deles já pode causar grandes impactos no fundo. Quanto maior é o fundo, maior pode ser sua carteira e mais diversificado em vários CRIs o fundo pode ser, mitigando o risco de possíveis problemas de pagamentos e não prejudicando o rendimento final do fundo, ou não impactando de forma tão relevante.



No relatório de 10/04/22 disse o seguinte a respeito da 6ª emissão do fundo:

"[...] olhando para a emissão de RECR11, o fundo da Mauá poderia se inspirar no fundo da REC e encerrar sua alavancagem, que é uma das mais altas do mercado [...]"

No relatório desta semana, o fundo mostra que zerou totalmente suas operações compromissadas, no valor de R\$ 198 MM, o que me agrada muito este movimento, vindo a reduzir o risco do fundo com esse tipo de operação e com o CDI cada vez mais elevado.

No mês de abril o fundo gerou um rendimento final de R\$ 0,59/cota, bem abaixo da sua distribuição de R\$ 1,00/cota, utilizando-se de reservas acumuladas para complementar o rendimento. O fundo atualmente possui o equivalente a R\$ 2,36/cota de reservas acumuladas e já anuncia a possibilidade de um aumento de rendimento no próximo mês, visto aos altos índices de inflação nos últimos meses.

Essa queda do lucro líquido chamou a atenção pela linha que ela ocorreu, que foi na linha de "correção monetária", justamente uma linha que veio muito elevada em todos os fundos neste mês de abril. Em um primeiro momento podemos observar que a linha de correção monetária de março foi muito elevada, acima de qualquer média do fundo e de outros fundos, o que pode ter gerado impacto neste mês de abril. No acumulado de 2022 o lucro líquido ainda está levemente acima do rendimento distribuído, R\$ 4,15 x R\$ 4,00; no entanto, dados os índices inflacionários que estamos observando em nossa economia, o fundo deveria estar com lucro e distribuições bem mais elevadas, alinhada com os outros FII's de recebíveis. Parte disso pode ser explicada pelo elevado custo do fundo, que chega a 20% da receita total no acumulado do ano, sem considerar os outros 10% de despesas com as operações compromissadas.

O fundo não está sendo tão eficiente em gerar bons rendimentos com a inflação elevada, como temos vistos em vários outros FII's de recebíveis, como os da carteira recomendada, **motivo pelo qual eu recomendo a venda do fundo** e que o cotista avalie os nossos fundos da carteira ou outro fundo que esteja sendo mais eficiente.



Venho falando há meses e temos vistos diversas notícias sobre um dos impactos de uma inflação elevada no país, que é o aumento do custo dos materiais de construção, tornando o custo de construir mais caros do que antes. O resultado disso para empresas de construção é o repasse dos custos no preço do aluguel, no preço de venda dos imóveis e/ou uma compressão de suas margens de lucro.

E podemos ver esse fenômeno através de MXRF11, que em seu relatório demonstra que terá desafios em seu portfólio de permutas financeiras frente a esse cenário, informando

que, devido a maior dificuldade em repasse dos custos, as margens de novos projetos tendem a ser mais comprimidas. Por isso, o fundo informa que, à medida que o valor das permutas volte ao seu caixa, a intenção é reinvestir em novos CRIs, onde a Gestão vê melhores oportunidades de retorno atualmente.

Portanto, quanto a pequena parte do fundo que hoje é destinada a permutas financeiras, atualmente em 11%, poderemos ver nos próximos meses diminuindo ainda mais, dando espaço para um aumento na participação na alocação de CRIs, que hoje encontra-se em 72% do PL do fundo.



O fundo no mês de abril apurou uma receita de locação maior que nos últimos meses, explicado pelo recebimento da receita de locação do empreendimento Extrema I, na qual recebeu extraordinariamente 100% da receita do imóvel, em razão do pagamento da última parcela do imóvel. Ocorre que, a partir de maio, receberá proporcionalmente a sua participação no imóvel, de 50%. Assim, a renda imobiliária do fundo proveniente desse empreendimento foi equivalente a aproximadamente R\$ 0,26/cota em abril e a partir de maio será de aproximadamente R\$ 0,13/cota.

Dessa forma, a partir do próximo mês podemos esperar um resultado normalizado, ou seja, não tão alto como veio em abril. O rendimento recorrente que prevejo é de aproximadamente R\$ 0,56. Isso, no entanto, não significa que vamos observar queda nos rendimentos, uma vez que o fundo tem alguns ganhos de capital que vão auxiliar no rendimento, teremos agora os 3 maiores meses de reajustes dos aluguéis (abril, maio e junho), reajustando 76% dos contratos, portanto poderemos esperar novos aumentos na receita de locação para esses meses, além do pré-pagamento de parte da dívida do fundo, tratado adiante. Sobre os reajustes, é certo que o fundo em abril teve 36% da receita de locação passada por reajuste, porém nada foi informado no relatório, o fundo poderia divulgar estes dados nos próximos relatórios gerenciais, dando mais transparência aos cotistas de como está sendo o reajuste desses aluguéis, mas como não são revisionais, a tendência é que haja o reajuste apenas para cima.

Por fim, o fundo informa que destinará R\$ 20 MM do valor da venda do imóvel de Itapevi I para reduzir a sua alavancagem. Essa alavancagem, feita em 2020, tem juros de CDI+2%, o que gera uma despesa de quase 1% a.m. sobre o saldo devedor ao fundo; no entanto, aqui temos um ponto importante e semelhante ao que já falei recentemente nas cartas iniciais, dívida em CDI impacta diretamente o rendimento, pois todo o custo de dívida é pago mensalmente, e se o fundo passa a ser precificado com este rendimento, o potencial de melhora é enorme, igual ocorre em JSRE11. Só este pagamento de R\$ 20MM colocam aproximadamente R\$ 0,03 a mais de rendimento no fundo.

Assim, considerando todos esses gatilhos, o fundo terá facilidade de manter o atual nível de rendimento do fundo e até melhorar, caso pague um pouco mais desta dívida.



O fundo de recebíveis de nossa carteira divulgou seu relatório gerencial de maio, onde podemos ver algumas operações de venda e de compra de CRIs, já realizando novas aquisições com os recursos captados da 2ª emissão de cotas do fundo. Resumindo as operações:

- Venda de R\$ 145.566,84 do CRI Arena MRV à taxa de CDI + 4,32%, gerando um lucro na operação de R\$1.898,27;
- Venda de R\$ 4.010.413,20 do CRI Oba, à taxa de IPCA + 6,40%, na mesma taxa de compra, mas gerando receita de correção monetária neste título;
- Venda de R\$ 48.357,93 do CRI Rede D'or, à taxa de IPCA + 5,21% a.a., gerando um pequeno prejuízo.

Aquisições com os recursos captados da emissão:

- Compra de R\$ 3.030.883,34 do CRI You Inc., à taxa de CDI + 4,25% a.a.;
- Compra de R\$ 6.826.144,78 do CRI Direcional à taxa de CDI + 3,50% a.a.;
- Aumento de posição no CRI Almeida Junior no valor de R\$ 10.014.624,28 à taxa de CDI + 2,77% a.a.;
- Aumento de posição no CRI Arena MRV no valor de R\$ 3.018.701,45 à taxa de CDI + 5,25% a.a., ou seja, o fundo vendeu a uma taxa de CDI + 4,32% a.a. e recomprou a uma taxa de CDI + 5,25 a.a., aumentando a rentabilidade do fundo neste título.

A operação do CRI Arena MRV é um caso interessante, o fundo conseguir vender com uma taxa e comprar com uma taxa maior, mostrando que o Gestor está atento ao mercado. Em um primeiro momento até poderíamos criticar a venda do CRI com taxa de 4,32% + CDI, sendo que foi comprar CRI Direcional com 3,50% + CDI; no entanto, são perfis de créditos diferentes e difícil de compararmos. Quando comparamos o mesmo perfil, no caso, o mesmo crédito, a operação gerou valor, ainda que pequeno, mostrando a atenção do Gestor.

Com isso, o fundo diminui a sua alocação em IPCA, passando de 80,39% para 69,46% e aumentando sua posição em CDI +, passando de 16,36% para 25,94%, ambos movimentos de março para abril/2022.

O fundo também informa que houve uma pequena queda na cota patrimonial devido a remarcação a mercado, que é dada pelo spread sobre a NTN-B, passando de R\$ 97,24 para R\$ 96,16, movimento muito comum em fundos de recebíveis.

A cotação do fundo vem apresentando altas constantes essa semana, chegando a bater R\$ 107,00 na segunda feira, mostrando que tem agradado muito o mercado as boas práticas que vem sendo realizadas pela gestão, ou temos algum investidor querendo formar posição elevada no fundo.



O fundo da Cartesia, ao divulgar seus rendimentos essa semana, gerou uma pequena confusão por ter divulgado informações erradas, vindo depois a divulgar novamente com as informações corretas.

Para quem ainda está com dúvidas: o fundo irá distribuir um rendimento de R\$ 1,41/cota (CACR11) e um rendimento pro-rata, proveniente dos recibos de subscrição, de R\$ 0,31/cota (CACR13). Todos serão pagos nada data de 08/06/22.



O fundo divulgou fato relevante informando que seu patrimônio foi reavaliado a valor justo, resultando num aumento no valor patrimonial do fundo de 11,95%, portanto, passando de R\$ 13,31 para R\$ 14,9.

Essa alteração ocorre apenas pela reavaliação dos investimentos de desenvolvimento imobiliário e não as remarcações mensais dos CRIs, isso nos daria uma remarcação de praticamente 30% nesses projetos de desenvolvimento imobiliário, o que precisaremos confirmar no próximo relatório gerencial.



O fundo de lajes que está passando por AGE para deliberar a substituição da atual gestora do fundo (Argucia Capital Management) para a Suno Gestora de Recursos, essa semana divulgou um novo fato relevante comunicando que recebeu proposta de aquisição da participação do fundo em seus 2 imóveis, proposta feita pela empresa 7 BRIDGES BRASIL EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA.

Os valores de compra propostos, bem como sua forma de pagamento, estão indicados na tabela abaixo:

Imóvel	Preço	Forma de Pagamento
Brascan Century Corporate	R\$ 14.712.171	<ul style="list-style-type: none"> • 40% ou R\$ 5.884.868 de sinal • 60% ou R\$ 8.827.303 em dez-22
Rio Sul Center	R\$ 83.287.829	<ul style="list-style-type: none"> • 10% ou R\$ 8.328.783 de sinal • 90% ou R\$ 74.959.046 em dez-22
Total	R\$ 98.000.000	<ul style="list-style-type: none"> • 14.5% ou R\$ 14.213.651 de sinal • 85.5% ou R\$ 83.786.349 em dez-22

Se considerarmos a última avaliação da participação do fundo nos imóveis informada no último informe anual, os valores estavam avaliados em:

Valor Contábil dos ativos imobiliários do FII	
Relação de ativos imobiliários	Valor (R\$)
Edifício Brascan Century Plaza	15.231.000,00
Edifício Torre Sul	92.471.000,00

Portanto, as 2 vendas seriam abaixo do valor da última avaliação, porém, um pouco acima do valor de aquisição pelo fundo quando da sua compra. Se consultarmos as demonstrações financeiras do fundo de 2012, vamos encontrar que a aquisição da participação do fundo nos dois imóveis soma o valor total de R\$ 94.780.000,00. Isso nos mostra que de 2012 até 2022, em 10 anos, considerando o valor proposto de venda, o fundo iria auferir uma valorização dos imóveis de apenas 3,4%. Muito abaixo da inflação do período (próximo de 80%). Mesmo se considerássemos que a venda fosse feita nos preços da última avaliação, estaríamos falando de uma valorização de apenas 12,58%.

Isso nos mostra que a ideia de que todo imóvel se valoriza com a inflação não é verdade, há imóveis que não acompanham este movimento, principalmente quando localizados em regiões que não se desenvolveram com o tempo, ou em regiões que entram em crise, como é o caso do Rio de Janeiro, no caso o Torre Sul, o edifício mais importante.

Claro que a proposta de compra também não significa o valor justo do imóvel, possivelmente o imóvel ainda tem um valor acima da proposta, afinal, quem normalmente oferece para comprar um imóvel que pagar um preço mais baixo.

O fundo recebeu a proposta de compra no período em que estava sendo deliberado pelos cotistas a substituição da Gestora, sendo o prazo final para manifestação do voto até 01/06, contudo, com esse novo fato relevante, a atual Gestora prorrogou o prazo de votação para 16/06, sendo que, o cotista que já tinha votado pode alterar o seu voto mediante este novo fato.

Sobre a proposta de compra dos imóveis, também será convocada outra AGE para que os cotistas votem, caso a Administradora, o Comitê de Investimentos e a Gestora entendam que seja interessante para o fundo.

Portanto, um fundo que há pouco tempo era pouco conhecido pelo mercado, agora entra no radar com 2 fatos de fato "relevantes".



O fundo em seu relatório gerencial de abril apresentou uma distribuição muito acima de seu lucro líquido no período, o lucro líquido foi equivalente a R\$ 0,65/cota sendo que a distribuição foi de R\$ 1,20/cota, porém, o fundo ainda conta com um bom resultado acumulado no ano para manter este nível de rendimento, ainda mais com o alto patamar de taxa de juros atualmente.

Interessante notar que no mês de abril houve uma despesa bem acima do normal, na ordem de R\$ 2,7 MM. As despesas do fundo, as quais são tradicionalmente de R\$ 400 mil, vieram em R\$ 2,7MM e o fundo não esclarece que despesa é esta. O fundo não demonstra transparência em seu relatório, não informando o motivo dessa alta despesa.

Como o fundo chama esta linha de “despesas (saída de caixa)”, é possível que esta despesa anormal seja na verdade um desembolso de caixa para pagar parte dos custos da emissão recente, não cobertos pela taxa de emissão cobrada. Se for isso, temos, além da taxa de emissão de 1,33%, um custo extra de aproximadamente de 0,75%. Infelizmente sem o fundo detalhar o motivo não é possível afirmarmos com certeza, já que esta taxa extra não é uma despesa do fundo, mas uma redução do patrimônio líquido, como já explicado em outros relatórios.

De qualquer forma, o dado não é bom para a Gestora, dada a falta de transparência em seu relatório gerencial sobre este dado.



O fundo informou que mais uma vez foi postergado o exercício do direito de preferência da emissão de cotas, que passou de 09/06/22 para 19/06/22. o motivo da postergação, o fundo alega ser devido aos "graves acontecimentos geopolíticos globais e momento de incerteza nas decisões de investimento e desinvestimento", sem dar mais detalhes.



O fundo High Yield da Kinea divulgou que em junho fará a distribuição de R\$ 1,75/cota, a maior distribuição do fundo desde o seu início, resultado de uma grande receita dos seus CRIs, devido ao alto IPCA nos últimos meses. Com isso, o fundo gera um retorno mensal de 1,67% a.m., um yield extremamente alto.

Naturalmente este patamar de distribuição não se manterá por muito tempo à medida que o IPCA se arrefeça nos próximos meses. Mas é um excelente rendimento para os cotistas.



Assim como KNHY11, KNIP11 também apresentou um excelente rendimento, de R\$ 1,70/cota, também a maior distribuição do fundo desde o seu início, gerando um yield de 1,65% a.m., resultado de uma grande receita proveniente da linha de seus CRIs, também resultado de um alto IPCA.

O fundo gerou um resultado acima do distribuído, gerando R\$ 1,98/cota, sendo distribuído R\$ 1,70/cota. Assim, o fundo aumenta seu resultado acumulado para ajudar linearizar as próximas distribuições.

O mesmo dito em KNHY11 vale aqui, não esperem que essa alta distribuição seja constante nos próximos meses.

Os fundos da Kinea auxiliam a exemplificar a minha crítica ao fundo da Mauá, enquanto vários fundos melhoraram o seu rendimento com a inflação elevada, o MCC11 segue no mesmo R\$ 1,00, o que demonstra uma certa ineficiência.



O fundo da Kinea voltado para o público geral, divulgou que foram realizados 120 milhões em aquisição de 2 novos CRIs, R\$ 80 MM a uma taxa de IPCA + 7,40% a.a. e R\$ 40 MM a uma taxa de CDI + 3,50% a.a., ambas levemente abaixo da taxa média do fundo nos dois índices.

O fundo também apresentou um forte resultado proveniente dos seus CRIs, explicados pelos altos índices de inflação de abril (1,06%) e março (1,62%), sendo que distribuiu a

totalidade do seu lucro líquido, gerando um rendimento de R\$ 1,35/cota, equivalente a um yield de 1,43%.



E os rendimentos dos fundos da Kinea estão bombando. O fundo de recebíveis focado em CDI também divulgou um excelente rendimento, distribuindo 100% do seu lucro líquido, resultando em um rendimento de R\$ 1,08/cota, equivalente a 1,05% de yield. Para um fundo com 83,3% em CDI, considerando os altos patamares de taxas de juros, e que mostra sinais de que pode se manter assim por um tempo, é um excelente rendimento.

Diferente do que foi dito nos fundos da Kinea atrelados ao IPCA quanto a não esperarmos aqueles patamares nos próximos meses, aqui em KNCR11 já é de se esperar rendimentos acima destes por mais algum tempo, visto que ainda há margem de o Banco Central aumentar a taxa de juros nas próximas reuniões.



Fundo de agência, tendo como inquilino o Banco Mercantil do Brasil, pouco comentado aqui no DesmistificandoFII. Essa semana o Raio Bravo, atual administradora do fundo (somente administradora, e não gestora) comunicou fato relevante comunicando AGE para que os cotistas deliberem 2 assuntos. O primeiro, sobre a alteração do contrato de locação para o banco em seus 2 imóveis. O segundo, tornar a Rio Bravo a Gestora do fundo, com gestão ativa, tornando praticamente um fundo híbrido a partir de então.

Os principais pontos da alteração do contrato são (i) a fixação do aluguel da Agência Matriz em R\$ 65.000,00 mensais, (ii) fixação do aluguel mensal para os andares 2º ao 11º, garagens e parte do térreo do Ed. Sede em R\$ 285.728,00, (iii) redução do aviso prévio de devolução de 8 (oito) para 6 (seis) meses de antecedência para todas as unidades do Ed. Sede e da Agência Matriz, (iv) devolução dos andares 12º ao 20º, sem aplicação de quaisquer penalidades contratuais, (v) possibilidade de realização de locações diárias para os andares 19º e 20º, pelo valor de R\$ 15,00/m² por dia, (vi) alteração do índice de reajuste dos aluguéis do IGP-M para o IPCA e (vii) a revogação da penalidade contratual de devolução ao Fundo dos descontos concedidos ao Locatário sobre o valor do aluguel.

Quanto à proposta da gestora, a Rio Bravo sugere a alteração dos seguintes itens no regulamento: (i) a alteração do nome “Mercantil do Brasil” para “FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO RIO BRAVO OPORTUNIDADES IMOBILIÁRIAS – FII”, (ii) Alteração política do fundo para torná-lo com Gestão ativa, de modo a poder investir em outros tipos de ativos, não somente outros imóveis, mas CRIs e cotas de FII também, (iii)

possibilidade de o fundo poder fazer emissões, já com o capital autorizado de R\$ 1 bilhão, (iv) alteração da atual taxa de administração de 0,3% sobre o PL para 1,1% sobre o PL enquanto o fundo não faça parte do IFIX, e sobre o valor de mercado quando o fizer, bem como uma taxa de performance de 20% sobre futuros lucros nas vendas de ativos.

A primeira parte da pauta é sempre estranha para o cotista votar, aprovar uma drástica redução do valor do aluguel, além de renunciar à parte da multa rescisória e do aviso prévio da devolução de andares. A parte do aluguel diário de dois andares não está muito claro por quanto tempo ocorreria, mas desconsiderando ele e aprovando o aumento da remuneração da Gestora, a mudança de rendimento no fundo seria radical, passando de R\$ 10,00 para próximo de R\$ 2,60.

Aqui nos mostra o desafio da análise de fundos antigos, mono-inquilinos, com imóveis velhos. Possivelmente o inquilino esteja ameaçando, “ou aceita as minhas condições ou desocupo integralmente o prédio”, um prédio velho e muito difícil de ser alugado, lembrando um pouco de FAMB11.

Este é o tipo de fundo que não teria na carteira em hipótese alguma. Um mono-mono como CEOC ou GTWR, imóveis novos, podem fazer sentido em uma carteira, mas imóveis velhos como BBFI, FAMB ou MBRF, não fazem sentido e essa convocação de assembleia mostra isso.

Acredito que nenhum assinante do DesmistificandoFII tenha este fundo, mas caso tenha, não tenho dúvida que seria melhor sair do fundo o quanto antes. Se o problema psicológico é vender algo com 40% de desconto sobre o valor patrimonial, saiba que este valor patrimonial não vai se sustentar diante dos novos aluguéis. O seu patrimônio vai agradecer se você sair deste fundo rapidamente e poderá investir em outros FIIs com risco e com potencial de a cotação melhorar, como NSLU e GTWR, ao invés de manter o patrimônio em um fundo com um patrimônio tão velho.

Sobre a pauta, não tem muito o que discutir. Se reduzir é ruim, se o inquilino sair é pior. Depois, uma gestão mais ativa será necessária para tentar, pelo menos, vender o imóvel, o que será muito difícil; no entanto, manter uma gestão passiva será pior ainda.



O fundo de recebíveis da Guardian Gestora essa semana criou uma inovação no mercado.

A gestora promete presentear os cotistas de alguns fundos com 1 ou 2 cotas de GAME11, a depender de qual fundo o cotista tem em carteira. Conforme as regras, quem possui o fundo GALG11 ou GAME11 poderá ganhar 2 cotas de GAME11, e ganhará 1 cota de GAME11 quem possui um dos fundos a seguir: MXRF11, IRDM11, CPTS11, VRTA11, RBRR11, MCC11,

HGCR11, CVBI11, MGFF11, BARI11, RBFF11, MORE11, CPFF11, MCHF11, RVBI11, OUFF11, CXRI11, GCFF11, GCFF11, CRFF11, NAVT11, RECX11, DVFF11, QIRI11.

Para participar, basta fazer o cadastro no seguinte [LINK](#). A gestora informa que há limitação no estoque dessas cotas fornecidas como presente, de modo que serão distribuídas por ordem de chegada. O prazo para solicitação é até 15/06/2022.

Após o encerramento do período de inscrições, as cotas serão transferidas em até 45 dias para a custódia do investidor e somente poderão ser negociadas 90 dias após a efetuação da transferência, até lá ficarão impossibilitadas de serem negociadas. Uma espécie de Lockup, que geralmente ocorre para investidores profissionais durante ofertas restritas.

O investidor deve estar se perguntando como a Gestora dará gratuitamente parte de suas cotas para os investidores, de onde sairá esse dinheiro? Do bolso da própria gestora. Assim como vimos em AFHI e NCHB, gestoras que decidiram tirar do próprio bolso os custos da emissão, vemos na Guardian um movimento semelhante, só que de outra forma, presenteando os cotistas com uma ou duas cotas. Naturalmente é um movimento que tem objetivo de Marketing para dar mais visibilidade ao fundo, contudo, é uma estratégia que beneficia os cotistas de uma forma ou de outra. A proposta realmente é bem estranha e será difícil a Gestora tirar este custo em suas receitas, mas é uma sacada de marketing bem interessante e que pode estimular os investidores a terem cotas de GAME11 e depois facilitar uma emissão, afinal, o fundo aumentaria consideravelmente a sua base de cotistas. Vamos acompanhar.

Outro ponto que pode gerar dúvidas, é como será tratado o custo dessa posição, visto que o investidor não desembolsará nada nesta operação. O custo será zero, portanto, para fins de venda futura, todo o valor da venda será considerado como lucro. Assim, o valor de imposto a ser pago, caso o investidor decida vender essa(s) cota(s), será de 20% sobre todo o valor vendido. Caso o investidor já tenha alguma posição no fundo, o preço médio continuará o mesmo.



O Juiz do processo de cumprimento de sentença que se cobra o valor de R\$ 27 MM dos aluguéis atrasados pagos pelo hospital ao fundo decidiu sobre o pedido do fundo para não incidir a multa de 10% e os honorários de 10%, determinando que tais percentuais deverão incidir sobre os valores atrasados.

O fundo tentou argumentar de que não tinha como pagar os valores, pois não tinha recursos suficientes, pois a legislação lhe obriga a distribuir 95% do lucro pelo regime de caixa a seus cotistas.

O Juiz, no entanto, não aceitou tais argumentos e determinou a aplicação de mais 20% sobre aqueles valores ainda não pagos, ou seja, mais prejuízo ao fundo. Para demonstrar a atuação do BTG no caso e que gerou prejuízo aos cotistas, como já insisti em outras oportunidades ao analisar o caso NSLU11, sou obrigado a citar parte da decisão do Juiz, conforme segue:

O executado fora condenado ao pagamento da referida quantia nos autos do processo principal em sentença publicada em outubro de 2019 e v. Acórdão publicado em agosto de 2021.

*Assim, ainda que o trânsito em julgado tenha ocorrido apenas em março de 2022, isto só se deu em razão do recurso especial interposto pela exequente, pois o executado não se insurgiu contra o v. Acórdão de fls. 1.105/1.115 dos autos principais. **Ou seja, desde novembro de 2021 se conformou com a condenação, mas só tomou providências para provisionar o débito quando intimado para pagá-lo em março de 2022.***

Portanto, o descuido do executado em provisionar meios de quitar o seu débito em nada se confunde com o disposto na Lei 9.779/1999.

Ressalto que a referida lei alterou o artigo 10 da Lei 8.668/1993, no qual se menciona a distribuição de 95% dos lucros auferidos. Como se sabe, lucro não significa necessariamente tudo aquilo que se recebeu, e a lei não vedou o provisionamento de valores em balanço ou balancete para fazer frente aos débitos do fundo, que já eram conhecidos desde dezembro de 2021.

Por fim, observo que a injeção de capital por meio da emissão de cotas não era a única forma para a quitação do débito, posto que a própria convocação da assembleia fez previsão à possibilidade de securitização, o que, repita-se, poderia ter sido providenciado desde novembro de 2021 (fls. 220/225). (sem grifo no original)

A parte grifada destaca exatamente aquilo que já destaquei em momentos anteriores ao analisar o caso, que o administrador deveria ter tomado as providências necessárias para provisionar o valor devido para pagar esta dívida, exatamente como destacado pelo Juiz.

Importante destacar que, quando dito isso em outros relatórios e neste momento, não desconheço a orientação da CVM do memorando 01/2015, o qual dispõe que o fundo não pode realizar este tipo de provisão; no entanto, este mesmo memorando diz que os cotistas podem aprovar este tipo de provisão por meio de quórum simples em assembleia. O BTG poderia ter feito uma carta consulta nos respectivos semestres e ter aprovado a provisão necessária para evitar prejuízo ao fundo, ao invés disso, os cotistas sequer foram informados desta situação.

Além disso, destaco que o fundo sequer reteve os 5% que a lei lhe permitiria sem convocar assembleia, demonstrando um grande descuido com o fundo.

Depois, como o Juiz bem destaca, o fundo desde novembro de 2021 poderia ter iniciado os procedimentos para levantar recursos e pagar esta dívida e poderia ter partido para a securitização, que sempre me pareceu o mais apropriado.

Ou seja, uma sequência de atos do administrador, que também administra um fundo que controla o inquilino, levou a mais prejuízo aos cotistas. Aqui é importante fazermos um parêntese, não podemos nunca partir do pressuposto de uma atuação de má-fé do BTG, por administrar as duas pontas do contrato, no entanto, não consigo ver como isso possa ser mantido sem levantar a desconfiança dos cotistas, assim, parece até que seria bom para o próprio BTG que outro administrador/gestor assumisse o fundo.

Tal situação nos tira pelo menos mais 3 meses de rendimentos do fundo. Considerando o valor que o fundo já conseguiu captar na emissão e que, com a última ação judicial, não deverá conseguir novas captações, o restante da dívida pagar-se-á integralmente com o aluguel e não faria mais sentido emitir um CRI para pagamento, já que as multas incidiram. Com isso, cálculo que o fundo ficará mais 7 meses sem distribuições, ou seja, a próxima distribuição só deve ocorrer em janeiro de 2023.

Essa situação ainda não é suficiente para alterar a minha visão sobre o fundo; no entanto, cada vez mais vejo que para melhorar o fundo será necessário retirar o BTG da administração do fundo e aqui importante fazer um destaque sobre o trabalho do BTG, uma vez que temos fundo dele em nossa carteira.

Há uma grande diferença no serviço prestado pelo BTG em seus diversos fundos, especialmente quando um fundo tem a Administração e Gestão do BTG, como BTLG11 ou FEXC11, do que quando um fundo tem exclusivamente o BTG como administrador, sem que tenha um Gestor.

Os fundos que possuem Gestão BTG são BCFF, BRRCR, FEXC, BTLG, BTCR, BPML, BTAL e BTRA, desses, apenas BPML (shopping) e BRRCR (laje) não possuem um histórico de resultados muito bom, o primeiro não soube dosar a enorme alavancagem e o período de vencimento desta, que ocorre este ano, e gera prejuízo aos cotistas, já o BRRCR, que já foi um dos FII's preferidos do mercado no passado, foi marcado por uma sucessão de alterações e negócios não bem-sucedidos, os quais geraram prejuízo aos cotistas e com uma dificuldade de um horizonte adequado para um dia resolver. Nos demais fundos, FEXC11 é o mais antigo de crédito do Brasil e um case de sucesso, BTLG11 é um grande caso de turnaround no setor logístico, BTAL e BTRA do setor agro são muito novos, mas possuem uma estrutura interessante, apesar de faltar transparência no BTRA sobre as regras de recompra das terras, BTRC11, outro fundo de crédito, já com um foco maior em exposição ao CDI, tem bons resultados para o cotista, e, por fim, BCFF11, que dentre os FoFs, fica apenas com um resultado mediano.

Por sua vez, os fundos que possuem apenas administração BTG, observo um excesso de passividade. Fundos como EDGA, ALMI, FAMB, NSLU, HCRI, JRDM, MAXR, são exemplos de que em algum momento de sua história uma ação mais proativa ou antecipada teria evitado prejuízo ao fundo ou se preparando melhor para os eventos adversos do futuro, especialmente quando se tratam de ações judiciais. Este episódio do NSLU11 exemplifica bem esta situação, pois se o fundo precisa de um planejamento, nem que seja mínimo,

para um futuro próximo, este não é feito, simplesmente é ignorado pelo fundo, trabalhando o administrador apenas para resolver o problema que aparece no momento, nunca em uma antecipação.

É verdade que esses fundos pagam muito pouco ao administrador, são da velha guarda dos FIs; no entanto, receber pouco não deveria ser justificativa para um serviço ruim. Se não está adequado, deveria o BTG buscar sair da administração e entregar para quem o faça, nem que seja cobrando um valor mais adequado. Temos excelentes fundos passivos nesta situação e os cotistas não podem ficar a mercê de um administrador que não faz uma preparação mínima de futuro do fundo, como vimos agora em NSLU11. Em NSLU11, desde 2019 o fundo marca esta ação como possível perda e nunca fez nenhum preparativo, nem mesmo reter os 5%, isso não é responsável com os cotistas, muitos dos quais vivem das rendas dos FIs e agora além de ficarem meses sem rendimentos, pagam 20% mais caro por uma dívida por falta de planejamento.

“Rodrigo, mesmo diante de tais críticas, mantém a recomendação de compra de NSLU?”

Sim, pois tudo isso está no preço. O difícil era pagar R\$ 240,00, R\$ 250,00, mas atualmente, abaixo de R\$ 160,00, tudo isso e mais um pouco está no preço. O imóvel é bom, bem localizado, estratégico para a Rede D’or, o fundo só precisa de um novo administrador, como na verdade, todos os fundos que possuem exclusivamente o BTG como administrador, sem um Gestor, precisam de um novo administrador, com um mandato mais forte e, possivelmente, recebendo mais, mas entregando um serviço de qualidade aos cotistas.



O fundo de logística gerido pela Blue Cap divulgou em seu relatório gerencial que a obra de expansão do ativo CityGate Cabreúva II encontra-se suspensa. O motivo é a falta de uma licença para movimentação de terra em uma das áreas do terreno, onde realizadas as docas do galpão.

O fundo alega, através de consultor especializado, que houve imperícia ou negligência por parte do órgão responsável pela análise e também por solicitação de adiamento, por mais de uma vez, por parte da vendedora do imóvel a respeito da apresentação de resposta ao último pedido de esclarecimento do fundo.

Esse fato nos mostra mais uma vez os riscos de um desenvolvimento, principalmente em fundos pequenos. Como ensinado no curso, os riscos de um desenvolvimento vão desde os riscos de projeto, de obra, trabalhista, comercial e legal. Neste caso, o atraso de uma autorização para movimentação de terra acarretou atraso em toda a obra, o que pode gerar redução do rendimento para o fundo caso este atraso supere o período da renda

mínima garantida (RMG). O fundo informa que está buscando a prorrogação da RMG para que não haja prejuízos em sua receita.

Além disso, este dado do relatório nos mostra que a ideia de se construir um galpão logístico de forma muito rápida não é bem assim. Erguer a alvenaria, com os pré-moldados, realmente é rápido, mas preparar terreno, aprovar projetos etc., não é assim tão rápido como alguns imaginam e envolve alguns riscos. Essa é uma das partes que me faz ver o setor com otimismo ainda, apesar de observar muitos investidores com o medo de uma sobre oferta no setor.



O fundo divulgou o seu rendimento em R\$ 0,85, acima do que vinha pagando e em linha com o que eu já tinha previsto para o seu aumento. Na sequência, o fundo divulgou o seu relatório gerencial e alterou o guidance do rendimento para o intervalo entre R\$ 0,80 e R\$ 0,85.

Essa melhora é exatamente como havia previsto nos relatórios anteriores do DesmistificandoFII, especialmente marcado pelos reajustes inflacionários que já ocorreram e ainda vão ocorrer ao longo de 2022.

O fundo também adianta que em junho agora deverá fazer uma distribuição acima dos R\$ 0,85 para cumprir a regra de distribuir no mínimo 95%, ou seja, não só aumentou o rendimento, como segue retendo 5% e ainda terá uma distribuição extra. O fundo estima esta distribuição de junho em R\$ 1,05.

Neste mês, a rentabilidade do fundo foi de R\$ 0,94, reforçando o caixa de rendimentos acumulados, que agora é de R\$ 0,86 e a necessidade de fazer a distribuição maior em junho, como dito no parágrafo anterior.

CARTEIRA RECOMENDADA

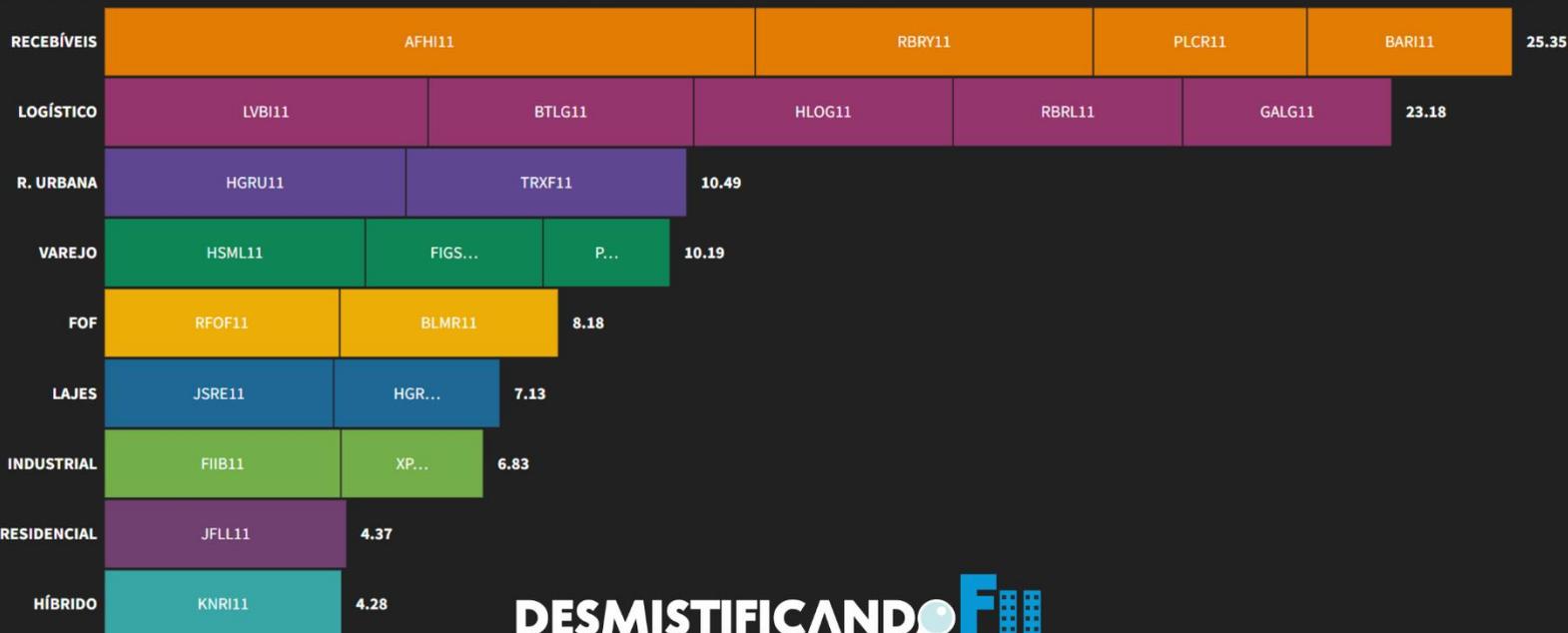
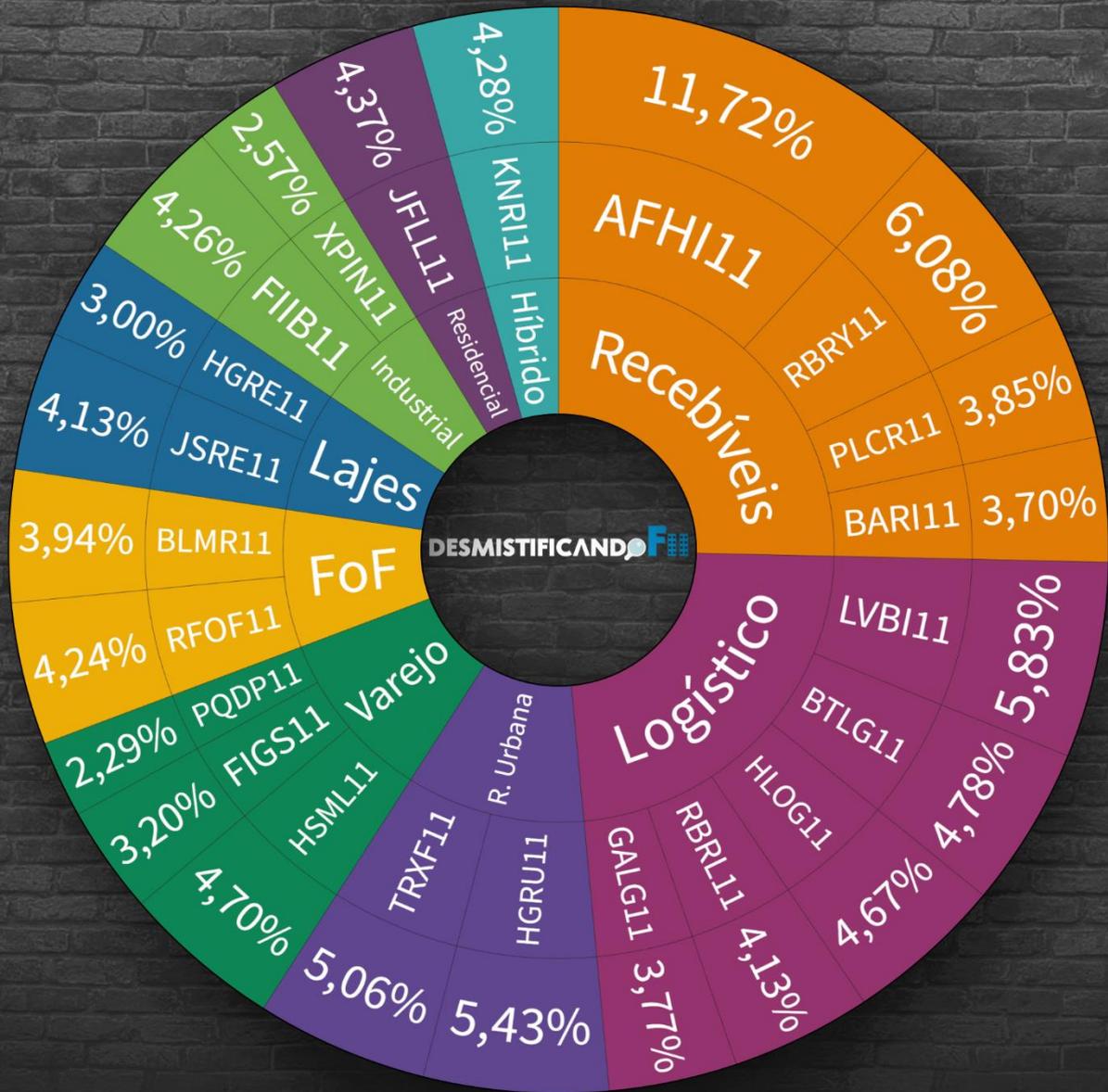
TABELA

Qnt	Data da Entrada	Análise	FUNDO	Setor	Cotação	Cotas	Valor Médio	Valor Investido	Peso inicial	Valor Atual	Peso atual	Status
1	18/10/20	LINK	HGRE11	Lajes	131,25	39	150,37	5.864,43	3,11%	5.118,75	3,00%	Compra
2	10/11/20	LINK	JSRE11	Lajes	78,25	90	87,68	7.891,20	4,18%	7.042,50	4,13%	Compra
3	22/08/21	LINK	BLMR11	FoF	7,45	900	7,52	6.768,00	3,59%	6.705,00	3,94%	Manutenção
4	16/08/20	LINK	RFOF11	FoF	69,51	104	72,83	7.574,32	4,01%	7.229,04	4,24%	Compra
5	19/01/20	LINK	FIIB11	Industrial	427,1	17	561,94	9.552,98	5,06%	7.260,70	4,26%	Compra
6	12/04/20	LINK	XPIN11	Industrial	76,87	57	101,02	5.758,14	3,05%	4.381,59	2,57%	Compra
7	23/08/20	LINK	BTLG11	Logístico	101,89	80	106,98	8.558,40	4,53%	8.151,20	4,78%	Compra
8	21/12/20	LINK	HLOG11	Logístico	87,44	91	107,66	9.797,06	5,19%	7.957,04	4,67%	Compra
9	08/08/21	LINK	LVB11	Logístico	99,39	100	101,94	10.194,00	5,40%	9.939,00	5,83%	Compra
10	24/04/21	LINK	GALG11	Logístico	94,35	68	111,3	7.568,40	4,01%	6.415,80	3,77%	Compra
11	20/02/22	LINK	RBRL11	Logístico	86,9	81	84,84	6.872,04	3,64%	7.038,90	4,13%	Compra
12	19/01/20	LINK	KNRI11	Híbrido	132,44	55	163,71	9.004,05	4,77%	7.284,20	4,28%	Compra
13	06/06/21	LINK	AFHI11	Recebíveis	103,88	90	92,94	8.364,60	4,43%	9.349,20	5,49%	Manutenção
	08/05/22		AFHI13	Subscrição	96,47	110	96,47	10.611,70	5,62%	10.611,70	6,23%	Compra
14	19/01/20	LINK	BARI11	Recebíveis	100,1	63	107,62	6.780,06	3,59%	6.306,30	3,70%	Compra
15	20/12/20	LINK	PLCR11	Recebíveis	86,25	76	87,31	6.635,56	3,51%	6.555,00	3,85%	Compra
16	19/01/20	LINK	RBRY11	Recebíveis	103,5	100	104,38	10.438,00	5,53%	10.350,00	6,08%	Compra
17	19/01/20	LINK	HGRU11	R. Urbana	118,5	78	127,66	9.957,48	5,27%	9.243,00	5,43%	Compra
18	05/07/20	LINK	TRXF11	R. Urbana	98,02	88	101,99	8.975,12	4,75%	8.625,76	5,06%	Compra
19	19/01/20	LINK	FIGS11	Varejo	50	109	84,83	9.246,47	4,90%	5.450,00	3,20%	Compra
20	24/10/21	LINK	HSML11	Varejo	79,99	100	77,83	7.783,00	4,12%	7.999,00	4,70%	Compra
21	12/12/21	LINK	JFLL11	Residencial	72,2	103	69,35	7.143,05	3,78%	7.436,60	4,37%	Compra
22	19/01/20	LINK	PQDP11	Varejo	1.954,16	2	3.721,00	7.442,00	3,94%	3.908,32	2,29%	Compra

Para saber em qual relatório foi recomendada a manutenção de um fundo, basta clicar/tocar no do status "manutenção".

CARTEIRA RECOMENDADA

GRÁFICOS



 **Números da carteira**

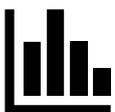
Caixa	Saldo histórico
LCI 85% CDI	R\$ 29,63

RENDIMENTOS DA CARTEIRA	
Janeiro	R\$ 1.489,13
Fevereiro	R\$ 1.372,32
Março	R\$ 1.382,53
Abril	R\$ 1.436,39
Maio	R\$ 1.465,20
Junho	
Julho	
Agosto	
Setembro	
Outubro	
Novembro	
Dezembro	

CÁLCULO DA TIR	
Janeiro	-R\$ 162.808,80
Fevereiro	- R\$ 2.019,24
Março	-R\$ 1.997,59
Abril	R\$ 0,00
Maio	-R\$ 3.979,86
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.



EXPLICAÇÕES SOBRE OS CARDS

TICKER DO FUNDO ▲

▲ **SEGMENTO DO FUNDO**  **HGLG11**  **GESTORA DO FUNDO** ▲

COR DE CADA SEGMENTO ▲ **NOME COMPLETO DO FUNDO** ▲

CSHG LOGÍSTICA

LEGENDA DE CADA SEGMENTO

 LOGÍSTICA	 LAJES / CORPORATIVOS	 SHOPPINGS
 HÍBRIDOS	 RECEBÍVEIS	 FUNDO DE FUNDOS
 DESENVOLVIMENTO	 RESIDENCIAL	 AGRO
 AGÊNCIAS	 EDUCACIONAL	 HOSPITAL

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

 **HGLG11**  **CSHG LOGÍSTICA**




CSHG Logística FI
Dezembro 2021

EVANTE – Complemento Reavaliação Anual de Imóveis

Fundo de Investimento Imobiliário - FI
CVM: 146-5
Código: 53: HGLG11

HEDGING-GRIFFO CORRETORA DE VALORES S.A., com sede na Rua Leopoldo de São Paulo, inscrita no CNPJ sob o nº 61.808.182/0001-30, na qualidade de "Administradora" do **CSHG LOGÍSTICA – FUNDO DE INVESTIMENTO** no CNPJ sob o nº 11.728.688/0001-47 ("Eunã"), vem, em complemento ao 30 de novembro de 2021, informar aos cotistas e ao mercado em geral que, em 30 de dezembro de 2021, em atendimento à Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 516, de 29 de dezembro de 2016, o Fundo realizou a reavaliação dos imóveis detidos pelo Fundo pela empresa Hedging-Griffo Corretora de Valores S.A. (Hedging-Griffo), resultando em uma variação positiva informada anteriormente, de 0,53% (cinquenta e três por cento) no valor patrimonial da cota do Fundo com base na carteira de fechamento de 30 de novembro de 2021, em uma nova variação positiva de 0,53% (cinquenta e três por cento) no valor patrimonial da cota do Fundo com base na carteira de fechamento de 30 de dezembro de 2021.

CSHG Logística
Fundo de Investimento Imobiliário - FI
CNPJ Logística FI: 11.728.688/0001-47
CNPJ nº 11.728.688/0001-47
Fundo de Investimento Imobiliário - FI
Código: 53: HGLG11

CSHG LOGÍSTICA – FUNDO DE INVESTIMENTO
CORRETORA DE VALORES S.A.
FUNDO IMOBILIÁRIO - FI

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 LGCP11, ALM111, GCRI11, RBRD11, FVPQ11, NSLU11, RFOF11, PQDP11, FLRP11, PVBI11, JFLL11, TRXF11, FIGS11, HGRE11, BARI11, XPIN11, HGRU11, BLCPI1, VVPR11, FIIB11, KNRI11, BTLG11, JSRE11, HLOG11, BRCO11, GALG11, RBRL11, LVBI11, KNIP11, por sua vez, a Cônjuge do Analista possui cotas de HGRU11, HFOF11, JSRE11, XPIN11, TRXF11, BARI11, 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.