

RELATÓRIO MENSAL

FEVEREIRO/MARÇO 2023



Introdução:

Todos os meses eu rodo o Método Fayh para atualizar a seleção de FIs do “Onde Investir”.

Como eu faço a seleção dos melhores FIs utilizando o Método Fayh? Está tudo explicado num vídeo curto lá na seção “Comece Aqui”. Se você ainda não assistiu, volte lá e depois continue a leitura aqui. É muito importante que você veja o vídeo para compreender como cheguei às conclusões que divulgarei neste documento.

Só para recapitular, **o Método Fayh faz a seleção dos melhores FIs por eliminação. Primeiro uma eliminação por critérios bem objetivos, depois por uma análise qualitativa** que é carregada de subjetividades e opinião do analista. Os que sobram depois desse crivo todo são os melhores Fundos Imobiliários do mercado. Simples assim.

O objetivo dessa publicação é comentar porque fundos, que passaram nos critérios objetivos, foram excluídos durante a análise qualitativa.

Se você ficar com alguma dúvida, mande para o “Plantão de Dúvidas” que é realizado ao vivo toda semana aqui no canal.

Spoiler do Relatório:

Como você sabe, eu valorizo o seu tempo, por isso eu criei essa seção.

*Aqui eu antecipo aquilo que quem não quer gastar tempo lendo muita coisa precisa saber: **houve a exclusão de 2 FIs da lista do “Onde Investir”**. Fora isso, apenas variações pontuais nos valores máximos a se pagar pelos FIs que lá estão recomendados.*

A Escolha dos FI's no “Onde Investir”

Dessa última vez que rodei o método, **50** FIs passaram pelos critérios objetivos. Desses, **14** eu eliminei na análise qualitativa/comparativa.

Para fazer essa análise e comparação eu divido os FIs por tipos e segmentos. Assim eu tenho pequenos grupos e fica fácil colocá-los lado a lado para eliminar alguns e ficar só com os melhores de cada segmento.

Você verá que alguns serão eliminados por pequenos detalhes só para que não tenhamos uma quantidade grande demais de fundos num mesmo segmento. Essa lista precisa ser sucinta para ser útil para você. Quando a disputa afunila no final, um pequeno detalhe é a diferença entre entrar ou não na nossa seleção.

RELATÓRIO MENSAL

FEVEREIRO/MARÇO 2023



Fundos de Recebíveis

Vamos começar falando dos Fundos de Recebíveis, categoria na qual mais passaram FIs nos critérios objetivos do Método Fayh.

Num primeiro nível, divido eles conforme seu risco de crédito, sendo **High Grade** (baixo risco e retorno mais modesto), **High Yield** (alto risco e alto retorno) e **Médio** (quando não dá para definir claramente qual deles é dominante na carteira).

Num segundo nível, classifico os fundos entre sendo de **Inflação** (mais de 70% dos CRIs atrelados a índice de inflação), **CDI** (mais de 70% dos CRIs atrelados ao CDI) e **Misto** (tudo que não se encaixa nas duas anteriores).

Sendo assim, temos até nove subgrupos onde alocamos os FIs que passaram nos critérios objetivos.

Os fundos citados abaixo foram excluídos na fase de análise qualitativa / comparativa.

High Yield

- **Inflação**

URPR11: Minha maior ressalva quanto a esse fundo sempre foi a presença grande de operações subordinadas e sua baixa diversificação. Esses dois pontos vêm melhorando com o tempo. Mesmo os *high yields* sendo fundos de onde se espera mais risco, o URPR11 vai além do que entendo ser razoável para fazer parte da nossa lista de recomendações.

HCTR11 e DEVA11: Sobre esses dois fundos eu já escrevi uma análise completa explicando por que eu prefiro ficar bem longe deles. O link para essa análise [está aqui](#). Se não quiser ir lá ler, o resumo da ópera é: não confio na gestão desses fundos. Há muita coisa suspeita acontecendo com eles e eu não vou pagar para ver. Existe um mesmo controlador por trás dessas duas gestoras e os negócios realizados por eles são permeados de conflitos de interesses e obscuridades. Está cheio de fundos de recebíveis bons no mercado, não há motivo para ter esses dois na carteira.

- **Misto**

RBRY11: Esse fundo deu um salto de liquidez recentemente em função de sua última emissão de cotas, mas sua média mais longa (considerando os últimos 12 meses) é de pouco menos de R\$ 1 milhão negociados diariamente. Portanto, para diminuir o “bota e

RELATÓRIO MENSAL

FEVEREIRO/MARÇO 2023



tira” da nossa seleção, ele fica no banco de reservas mais um tempo, já que é comum a liquidez diminuir poucos meses após as emissões. Fora a preocupação com a liquidez, nada que desabone o fundo. Ele é bom candidato a fazer parte da nossa recomendação.

Médio

- **Inflação**

Esse grupo é grande, são seis FIIs no total e em sua maioria bons fundos. Alguns serão eliminados aqui por detalhes no comparativo entre eles, pois ter fundos demais no grupo mais atrapalha do que ajuda na hora de investir.

VCJR11: dos que passam nos critérios VCJR11 sai por eliminação, com objetivo de não deixar esse grupo superpovoado. É um dos mais recentes dentre os que fazem parte e o que tem segunda menor liquidez, ficando ligeiramente acima da linha de corte de R\$ 1 milhão negociados em média por dia durante o último mês.

- **Misto**

Esse grupo é grande, são seis FIIs no total, e alguns são eliminados aqui por detalhes. Ter fundos demais no grupo mais atrapalha do que ajuda na hora de investir.

RZAK11: dos que passam nos critérios, ele é o mais novo de todos, com pouco mais de dois anos de vida. Nesses fundos, longo histórico é fundamental para avaliar a competência da gestão em conceder crédito, já que os problemas demoram um pouco a aparecer.

XPCI11: dessa gestora, já temos o MXRF11 no grupo. Sai por eliminação até porque justamente por serem da mesma gestora, eles têm certa sobreposição de ativos.

Fundos de Tijolo, FoF's e outros

Os seguintes fundos foram eliminados:

HSML11

Nesse segmento de shoppings, um total de cinco fundos passam nos critérios objetivos. O HSML11 sai por eliminação em detalhes, para que não tenhamos um segmento “superpovoado”. Dos FIIs de shoppings que passam no primeiro filtro ele é o com

RELATÓRIO MENSAL

FEVEREIRO/MARÇO 2023



menor diversificação de portfólio e uma das menores NOI/m². Esse indicador NOI/m² pode ser entendido como o lucro líquido por metro quadrado que dá uma boa noção de eficiência da gestão dos seus empreendimentos. Não é um fundo do qual você deveria sair correndo de perto, mas há outros melhores e ficaremos com eles.

RZTR11

O Riza Terrax é um fundo dito de imóveis, mas que realiza operações imobiliárias com característica mais de crédito do que qualquer outra coisa. As operações que ele realiza dão a opção de recompra do imóvel para o inquilino por um preço pré-definido, o que tira do fundo a possibilidade de ter valorização patrimonial com as terras que ele adquiriu. Ademais, as operações originais que o fundo fez na época de seu IPO, diga-se de passagem recente, são operações que geram 12% ao ano de receita para o fundo. Quando o fundo fez seu IPO a Selic estava nas mínimas históricas e agora está acima de 13%. Quero ver como o fundo vai se comportar num ambiente de juros elevados, uma vez que o próprio gestor falou lá no início do fundo que ele “tinha essa ideia de operação há muito tempo já, mas ela era inviável com os juros mais altos”, por isso ele esperou para lançar o fundo. Agora estamos numa mesma situação em que ele não enxergava viabilidade para sua operação de crédito travestida de operação imobiliária. Mais uma vez: se for olhar sob a ótica de crédito, melhor ir para um fundo de recebíveis. Se olhar pela ótica imobiliária, tem coisa melhor entre os que entraram na seleção.

GGRC11

Um fundo de galpões industriais e logísticos. Este fundo tem um passado conturbado, no qual sócios da gestora já foram até presos em operações policiais que investigavam crimes falimentares. Isso, sozinho, já é motivo para eu manter distância dele. Afinal, o gestor é quem toma as decisões de investimentos e eu não quero esse tipo de desconfiança em quem eu mais deveria confiar. Outro problema estrutural do fundo é sua política de investimentos que é rígida demais a ponto de exigir a presença de determinadas cláusulas contratuais nos negócios realizados pelo fundo. Isso já deixou o fundo engessado a ponto de ele passar anos sem conseguir realizar negócios por causa dessas travas.

SARE11

Um fundo que investe parte em lajes corporativas e parte em galpões logísticos. Recentemente superou a barreira dos R\$ 1 milhão negociados por dia, no mês seguinte ficou abaixo e agora voltou a superar a barreira de liquidez. Portanto é prudente esperar alguns meses para ver se ele se firma acima disso, até porque ele continua bem

RELATÓRIO MENSAL

FEVEREIRO/MARÇO 2023



próximo da marca de R\$ 1 milhão. Ele por si só, não é um fundo ruim. Acontece que ele vai entrar para disputar espaço na carteira com o KNRI11, que faz essa mesma mistura. Nessa comparação, o KNRI11 ganha do SARE11 em todos os quesitos como: quantidade de imóveis, tamanho, histórico da gestão, tradição da gestora, entre outros. Nesse contexto, não há pressa alguma em adicionar o SARE11 na nossa seleção. Ele ficará esperando no banco de reservas mais um pouco, mesmo que firme acima da nossa régua de liquidez.

MCHF11

Esse é um Hedge Fund da Mauá, uma excelente gestora. Os Hedge Funds são uma estratégia nova dentro de FIs que permite ao gestor fazer de tudo dentro deles. O objetivo é que o gestor tenha liberdade para atuar de acordo com o momento. O que joga contra ele aqui é que sua liquidez ainda fica ora acima ora abaixo do nosso corte em um milhão de reais por dia em média. Para evitar o "bota e tira" fundos da carteira, ele fica no banco mais um tempo. Nesse segmento, a alternativa é o VGHF11.

RZAT11

Esse é um fundo de tijolo, mas que faz operações que mais parecem ser de crédito, já que ele dá ao inquilino o direito de recompra do imóvel por um preço pré-definido (bem parecido com o que faz o RZTR11, da mesma gestora mas em imóveis agro). Os imóveis, que são o real lastro da operação, não são lá essas coisas. Portanto, melhor ficar com os outros fundos de galpões ou diversificados que possuem qualidade imobiliária indiscutível. Mesmo que se olhe pela ótica de crédito, seria melhor ficar com os FIs de recebíveis que são infinitamente mais diversificados.

RBVA11

O Rio Bravo Renda Varejo é um fundo que nasceu da união de dois fundos de agências bancárias com o intuito de transformá-lo num fundo de varejo de rua. Para tanto, o fundo assumiu a dura missão de mudar o perfil de imóveis do seu portfólio. Desde então o fundo não teve vida fácil, enfrentando disputas com seus inquilinos e levando mais tempo do que gostaria para vender as agências bancárias. Durante esse processo de transformação do fundo, não vejo muito valor a ser extraído pelos cotistas. Depois, quando o fundo finalmente atingir seu portfólio desejado, reavaliarei a situação.

Fundos que saíram da lista do “Onde Investir”

RELATÓRIO MENSAL

FEVEREIRO/MARÇO 2023



MGFF11

O FoF da Mogno, apesar de eu gostar dele e apreciar a transparência do gestor, teve sua liquidez reduzida para cerca de R\$ 800 mil reais por dia na média do último mês. Para nos mantermos disciplinados como Método Fayh, vamos retirá-lo da lista e ele poderá voltar caso retome patamar de liquidez acima de R\$ 1 milhão por dia.

O mercado todo de FIIs está tendo sua liquidez reduzida, não é caso isolado do MGFF11. Naturalmente que uns FIIs sofrem mais do que outros desse efeito.

Para quem já tem o fundo, recomendo a troca pelo RBRF11 que está num nível de desconto bastante similar ao MGFF11. Assim a carteira permanecerá com a mesma diversificação e com o mesmo nível de desconto no FoF.

Como eu disse acima, o MGFF11 é um fundo de que gosto, portanto não é o caso de ter pressa para se desfazer de suas cotas. Isso pode e deve ser feito com parcimônia.

BTAL11

O fundo de imóveis do agronegócio do BTG Pactual é outro FII que teve sua liquidez reduzida, negociando abaixo de R\$ 1 milhão por dia na média do último mês., foram R\$ 880 mil. Mais uma vez, para nos mantermos disciplinados com o Método Fayh, vamos retirá-lo da lista e ele poderá voltar caso retome patamar de liquidez acima de R\$ 1 milhão por dia.

O fundo negocia hoje com um desconto frente ao seu então preço teto de 14%. Para efeitos de comparação a maioria dos FIIs de shoppings negocia nesse mesmo nível de desconto, os de logística a maioria negocia ainda mais descontado do que isso, os de lajes corporativas idem, os de varejo, no entanto, com desconto menor. Trago esses dados para dizer que a recomendação é que o valor investido no BTAL11 seja distribuído entre os seus outros FIIs de tijolo que estejam num nível de desconto semelhante (essa informação está bem clara na última coluna da tabela do "Onde Investir").

Sobre o BTAL11 e a possível origem desse desconto todo: em parte entendo que isso é reflexo do problema que ocorreu no BTRA11, outro fundo de imóveis do agronegócio (só que esse de terras agrícolas / fazendas) gerido também pelo BTG Pactual e pelo mesmo gestor, Leonardo Zambolim. Outro possível motivo é a situação delicada que o CRI da Serpasa, que representa 10% do patrimônio líquido do fundo, se encontra. Recentemente o devedor contratou a Alvarez & Marsall para atuar como consultor financeiro, a mando dos credores (BTG e outros). Perceba que não é o devedor contratando a consultoria para "se defender" dos credores, e sim os próprios credores atuando para que alguém de fora e com muita expertise na área, ajude a fazer a operação rodar redonda e aumentar o nível de governança da empresa. Mesmo assim, essa situação denota que as coisas estão em situação delicada por lá.

Esse CRI foi feito para financiar a construção de uma usina de moagem de cana para produção de etanol combustível. A usina deveria estar produzindo e vendendo desde o segundo semestre de 2021. Por falta de uma licença da ANP (Agência Nacional de Petróleo) a usina até poderia produzir mas não poderia emitir nota fiscal de combustível, portanto as receitas ficaram seriamente comprometidas, já que isso impossibilita a venda. Etanol para outros usos, que não combustível, poderia ser comercializado e isso estava ocorrendo, mas a receita é obviamente insuficiente para viabilizar o projeto todo. Esse devedor então deixou de pagar ou pagava em parte as parcelas do CRI (negociado e em comum acordo com os credores) até que a licença saísse. Essa licença só foi

RELATÓRIO MENSAL

FEVEREIRO/MARÇO 2023



sair agora em janeiro de 2023 e a expectativa é que com isso o fluxo financeiro da usina se estabilize o devedor comece a fazer regularmente os pagamentos das parcelas, mesmo que não integralmente. Note que caso, mesmo ele estando apto a vender sua produção, ele não consiga honrar integralmente seus compromissos, então é porque a sua operação ficou comprometida. Portanto é importante que vejamos a situação começar a ir na direção da normalidade a partir de agora. Caso contrário só restaria ao fundo, endurecer a relação e, no limite, executar as garantias.

Ainda que a situação seja delicada, o patrimônio do fundo está seguro pois há garantias robustas: uma fazenda avaliada em R\$ 90 milhões na época da operação, em março de 2021, que hoje deve valer mais do que isso, frente a dívida de R\$ 60 milhões. Então há margem de segurança no caso de execução das garantias. Só que esse caminho é lento e tortuoso. Certamente nem o fundo, muito menos o devedor, quer esse desfecho.

Caso ocorra, o impacto na renda do fundo seria no mínimo de R\$ 0,09 por cota por mês. Nesse cenário, a cota do fundo poderia cair bastante no curto prazo.

Perceba que no nível atual de desconto, é como se esse CRI (e mais um pouco) estivesse saindo de graça. Portanto mais queda na cotação, mesmo no cenário ruim, não faria sentido. Mas o mercado não vem fazendo sentido há bastante tempo e continua respondendo de forma muito sensível às variações nos rendimentos mensais. É um tal de rendimento sobe, cota sobe. Rendimento cai, cota cai. É tolo, mas é o que vem acontecendo.

Com tudo isso que expus aqui, quero dizer que o fundo no atual nível de preço continua sendo uma alternativa que eu recomendaria, mas a sua retirada da lista pode ser oportuna caso o cenário ruim se concretize.

Você pode estar pensando: mas e se o devedor começar a pagar em dia integralmente, não será bom? Sim, será. Mas acredito que isso não fará preço (pelo menos não muito), pois a distribuição mensal do fundo não seria aumentada em função disso. Hoje, para o fundo compensar a renda não gerada pelo CRI, ele vem negociando seus CRIs (vendendo seu CRI e recomprando em seguida) de forma a conseguir “sacar” a inflação que está acruada (embutida) dentro deles. Isso é uma forma legal, mesmo que artificial, de gerar lucro para turbinar os rendimentos mensais. Então se o CRI voltar a pagar, o gestor deve parar de fazer essas operações e a renda não aumentará. Ela apenas permanecerá igual.

O risco do fundo fica bem mais suave caso o devedor volte a pagar corretamente, mas não haverá benefícios visíveis (aumento de renda) além desse.

Abraço e bons investimentos.

Marcelo Fayh.