



# Análise

# IRD M11

**Produzido por SIMPLA CLUB**

Carlos Humberto Junior

## Última Atualização

O IRDM11, fundo com mais de 270 mil cotistas e R\$3 bilhões de patrimônio, está passando por um momento bastante conturbado. Apenas nos últimos cinco dias, sua cotação caiu quase 10%, como mostra a figura abaixo.

Resumo do mercado > Fundo Investimento Imobiliario Iridium Recebeveis...

**60,91** BRL

+ Seguir

-6,09 (-9,09%) ↓ últimos 5 dias

21 de jul., 10:10 BRT • Exoneração de responsabilidade

1 D | 5 D | 1 M | 6 M | YTD | 1 A | 5 A | Máx

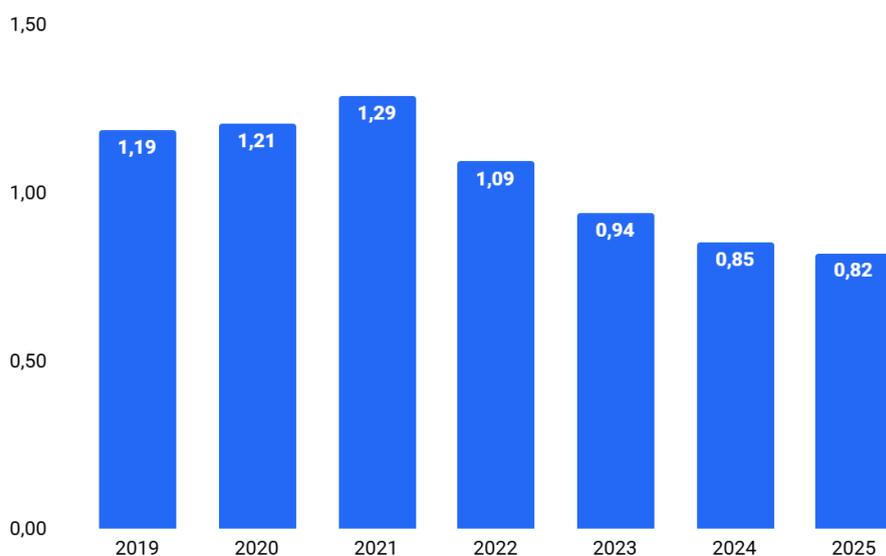


Queda da cotação.  
Fonte: Google.

Antes de entender os motivos que geraram essa forte queda, é preciso contextualizar a estratégia e a fase do fundo.

O IRDM11 já foi considerado o melhor fundo de papel da bolsa. Sua equipe de gestão era formada por profissionais com experiência em outros FIs, e as práticas de crescimento do fundo eram bastante alinhadas com os interesses dos cotistas. Seu sucesso foi tanto que, com pouco mais de três anos de história, saiu de R\$100 milhões de patrimônio líquido para R\$3 bilhões.

Entre 2020 e 2022, o fundo viveu sua melhor fase. Mesmo no cenário de pandemia, foi capaz de gerar excelentes dividendos, superiores aos de boa parte dos pares. O gráfico abaixo mostra o histórico do P/VP médio anual do fundo.

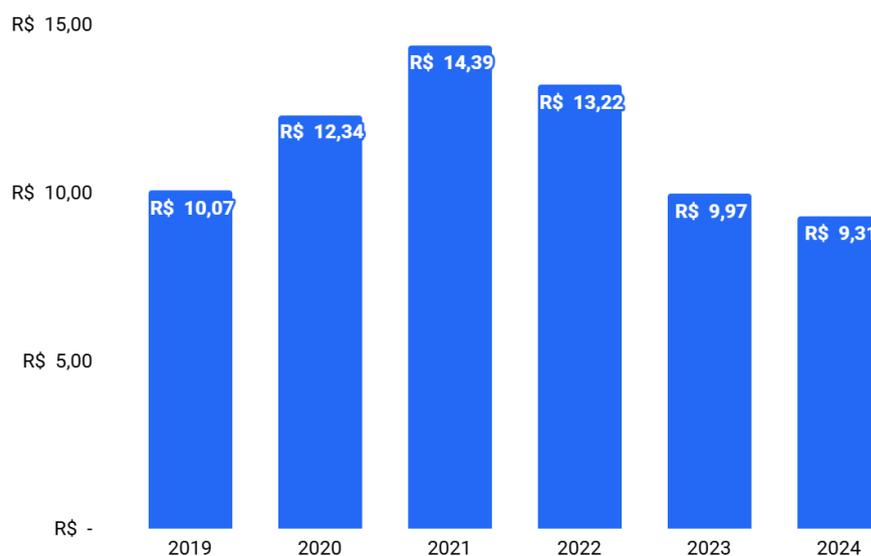


Histórico de P/VP médio anual.  
Fonte: Simpla Club.

Fundos de papel tendem a ser negociados a valores próximos ao seu valor patrimonial, portanto os números apresentados pelo IRDM11 entre 2019 e 2022 mostram como ele viveu dentro de uma grande euforia.

A estratégia do IRDM11 era baseada no investimento de dois terços da carteira em CRIs e um terço em outros FIs. O investimento em outros fundos imobiliários foi o que alavancou os resultados do IRDM11, principalmente pelo fato de a gestão ter acertado o *timing* de compra de ativos arriscados.

Entretanto, quanto maior a altura, maior a queda. A mesma gestão que acertou o momento de entrada nos FIs *high yield* foi a que errou a hora certa de sair. Esses ativos mais arriscados começaram a apresentar problemas, e o fundo ficou preso com eles na carteira. Com o início da crise de calotes nos FIs *high yield*, o IRDM11 começou a se desvalorizar, como podemos ver na queda do seu P/VP médio ao longo dos anos. A figura abaixo mostra a queda do rendimento do fundo por conta desses prejuízos.



*Histórico de dividendos na base anual.  
Fonte: Simpla Club.*

Por conta dos problemas vividos pelo fundo, foi feita uma modificação na equipe de gestão. Alguns profissionais à frente do fundo foram desligados, incluindo o mais famoso deles e grande referência no período de euforia, Rafael Selegatto.

A nova equipe assumiu o fundo com a missão de recuperar os rendimentos e o prestígio no mercado. Por conta dos enormes prejuízos dentro da carteira do fundo, este é um trabalho que demanda tempo e paciência. Observando os dividendos do fundo na base mensal, já podemos visualizar uma leve melhoria.

Em resumo, o IRDM11 é um FII em processo de recuperação. Sua carteira de fundos imobiliários possui grandes prejuízos que devem prejudicar o rendimento do fundo por muitos anos. Além disso, a carteira de CRIs também sofreu com alguns calotes e inadimplências.

Entendido quem é o IRDM11, podemos passar para os eventos mais recentes que desencadearam fortes críticas à gestão e grande desvalorização do fundo.

O gestor de um FII tem o poder de tomar diversas decisões, porém algumas precisam passar pela aprovação dos cotistas. Para isso, são realizadas as assembleias, nas quais os investidores votam pela aprovação ou reprovação das matérias em questão.

O IRDM11 passará por duas assembleias, por isso precisamos dividir nossa análise.

A primeira assembleia tem como intenção aprovar a 13.<sup>a</sup> emissão de cotas do fundo, com o objetivo de captar R\$120 milhões. É importante dizer que o preço de emissão irá respeitar o valor patrimonial, portanto esse não é um problema da oferta.

Para ser aprovada, é necessária maioria simples; ou seja, se houver um voto positivo a mais do que os negativos, a emissão estará aprovada.

O grande problema da 13.<sup>a</sup> captação do IRDM11 é a destinação de seus recursos. Os documentos informam que o objetivo é adquirir um FII proprietário de um único imóvel de padrão construtivo AAA e localizado em São Paulo.

Embora as especificações do imóvel sejam atrativas, a aquisição de um FII de lajes foge de tudo o que o IRDM11 já fez. Além disso, o ativo encontra-se vago, portanto não está gerando renda. A gestão do IRDM11 afirma que a tese de aquisição é a obtenção de ganho de capital, mas não estamos convencidos de que essa é uma boa decisão.

Ademais, mais detalhes sobre o FII proprietário do imóvel não foram divulgados, o que levanta a suspeita de conflito de interesses. A Iridium tem uma forte relação com o BTG, de forma que, se as partes estiverem envolvidas na negociação, é possível supor que existam outras motivações para o negócio.

Portanto, acreditamos que a proposta dessa primeira assembleia é um grande desastre. A aquisição de um imóvel foge da tese do IRDM11 e as condições da transação não são atrativas. No cenário ideal, essa proposta deve ser recusada em assembleia. Os cotistas do fundo têm até o dia 30 de julho de 2025 para manifestar seu voto.

Partindo para a assembleia de número dois, temos um movimento de grande magnitude. A proposta é a incorporação do IRDM11 pelo IRIM11; portanto, o primeiro deixaria de existir e os cotistas receberiam cotas do segundo. A figura abaixo exemplifica o funcionamento dessa operação.

VALOR PATRIMONIAL IRDM11 <sup>1</sup>		VALOR PATRIMONIAL IRIM11 <sup>1</sup>	
Cota Patrimonial (A) [Mês TBD]/2025	R\$ 82,63	Cota Patrimonial (A) [Mês TBD]/2025	R\$ 86,22
Dividendo (B) [Mês TBD]/2025	R\$ 1,45	Dividendo (B) [Mês TBD]/2025	R\$ 1,75
<b>Cota Referência A-B</b>	<b>R\$ 81,18</b>	Cota Referência A-B	Não Aplicável
Amortização Caixa (C) [Mês TBD]/2025	R\$ 4,73	Amortização Caixa (C) [Mês TBD]/2025	Não Aplicável
<b>Cota Líquida IRDM (D) D = A-B-C</b>	<b>R\$ 76,45</b>	<b>Cota Líquida IRIM (D) D = A-B-C</b>	<b>R\$ 84,47</b>

Distribuição Incluindo Reserva Acumulada

RELAÇÃO DE TROCA	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Relação de Troca = Cota Líquida IRDM ÷ Cota Líquida IRIM = R\$ 76,45 ÷ R\$ 84,47 = <b>0,905</b></li> <li>• <b>1 Cota do IRDM será equivalente a 0,905 cotas do IRIM</b></li> <li>• Exemplo: Cotista que detém 10 cotas do IRDM, receberia R\$ 61,8 (amortização e rendimento)<sup>2</sup> e 9 cotas inteiras e 0,05 fracionadas do IRIM<sup>3</sup></li> <li>• A cota patrimonial reflete o valor dos ativos no fechamento do mês. Esses valores podem sofrer alterações a até a data da integralização, o que pode refletir em mudanças na relação de troca</li> </ul>	

*Exemplo da troca de cotas do IRDM11 pelo IRIM11.  
Fonte: Fato relevante IRDM11.*

A transação acima tem efeitos financeiros e tributários no curto prazo, porém não iremos aprofundá-los. Nossa intenção é julgar o mérito e a qualidade da proposta para que nossos clientes estejam mais informados na hora de votar. Caso seja aprovada, podemos analisar os demais aspectos.

Diferentemente da primeira assembleia, na qual só enxergamos pontos negativos, nesta existem tanto qualidades quanto defeitos.

O grande defeito da proposta é a existência de taxa de performance no IRIM11; inclusive, esse custo foi adicionado ao fundo via assembleia em

junho deste ano. O IRIM11 possui poucos cotistas, e o BTHF11, fundo gerido pelo BTG, detém 77% das cotas, o que lhe confere grande controle nas decisões. Não é comum que os cotistas aprovem um aumento de taxa, mas, como o BTHF11 tem esse poder dentro do IRIM11, a matéria foi aprovada.

Se o IRDM11 for incorporado, seus mais de 270 mil cotistas passarão a ter um fundo com taxa de performance. A vida de vários cotistas será influenciada pela decisão de um forte investidor institucional.

A forma e o prazo em que essas questões foram conduzidas prejudicam a imagem da Iridium, pois geram dúvidas sobre conflito de interesses e real alinhamento com seus cotistas.

Aqui é preciso destacar que a taxa de performance do IRIM11 incide sobre os rendimentos que excedem o IPCA + yield do IMA-B5. O *benchmark* é bom, inclusive muito melhor que o CDI, usado em outros fundos imobiliários. A grande questão é a forma e o momento em que essa cobrança foi aprovada, sem passar pelo crivo dos investidores do IRDM11.

A Iridium ouviu muitas críticas sobre esse ponto e afirmou que pretende postergar a cobrança da taxa de performance. Nada foi oficializado, pois esse “compromisso” foi assumido pelo gestor em lives com influenciadores. Acreditamos que a carência de 12 a 18 meses é uma forma de amenizar esse defeito da proposta de incorporação do IRDM11.

A grande qualidade dessa proposta é a aceleração da recuperação do IRDM11. Ao ser incorporado, os prejuízos que o fundo tem em fundos imobiliários não mais afetariam os dividendos, pois já estão contabilizados no valor patrimonial do fundo. Essa é uma questão meramente contábil, que recebeu o nome de “zerar o preço médio”. A figura abaixo mostra os principais prejuízos da carteira do fundo.

ATIVO	QUANTIDADE DE COTAS	PREÇO MÉDIO	VALOR INVESTIDO	COTAÇÃO	VALOR HOJE	RESULTADO
DEVA11	1.449.067,00	R\$ 101,00	146.355.767,00	R\$ 33,06	R\$ 47.906.155,02	-R\$ 98.449.611,98
HCTR11	490.991,00	R\$ 119,00	58.427.929,00	R\$ 23,63	R\$ 11.602.117,33	-R\$ 46.825.811,67
TORD11	1.191.383,00	R\$ 62,00	73.865.746,00	R\$ 3,53	R\$ 4.205.581,99	-R\$ 69.660.164,01
SRVD11	2.854.915,00	R\$ 8,00	22.839.320,00	R\$ 0,01	R\$ 28.549,15	-R\$ 22.810.770,85
VSLH11	2.011.176,00	R\$ 10,00	20.111.760,00	R\$ 2,90	R\$ 5.832.410,40	-R\$ 14.279.349,60
					<b>TOTAL</b>	-R\$ 252.025.708,11

Principais prejuízos do IRDM11.

Fonte: Simpla Club.

Apenas nestes cinco FIIs, o IRDM11 acumula cerca de R\$250 milhões em prejuízo, o equivalente a R\$6,92 por cota. Se considerarmos toda a carteira de fundos imobiliários, o resultado negativo é de, aproximadamente, R\$13,90 por cota. Caso a gestão resolvesse realizar todo esse prejuízo de uma única vez, o fundo passaria mais de 12 meses sem pagar dividendos.

Ao ser incorporado, essa possibilidade deixa de existir, pois o prejuízo passa a estar atrelado ao valor patrimonial do fundo, liberando o pagamento de dividendos de maneira mais confortável.

Aprovamos essa solução por dar mais liberdade à gestão para se desfazer de ativos ruins. Hoje, não é possível vender HCTR11, DEVA11, entre outros ativos problemáticos, pelas implicações que isso geraria na renda. Após a incorporação, torna-se possível melhorar a carteira do fundo.

É importante destacar que o IRIM11 possui um regulamento mais amplo. Diferentemente do IRDM11, que investe em CRIs e FIIs, o IRIM11 é um fundo multiestratégia que pode alocar recursos em CRIs, FIIs, debêntures, imóveis, ações etc. Essa mudança também deve ser considerada pelos cotistas ao manifestar seu voto.

A aprovação da incorporação depende de quórum qualificado, portanto, no mínimo, 25% dos cotistas do IRDM11 precisam votar “sim”. Historicamente, matérias que exigem quórum qualificado têm dificuldade em ser aprovadas.

## Opinião do Analista

Via de regra, não gostamos da transformação de fundos de papel em *hedge funds*. No Simpla, entendemos que é mais seguro ter um FII com regulamento “amarrado”, que só possibilite a alocação em algumas classes de ativos. A liberdade dos *hedge funds* para investir em imóveis, debêntures, ações, entre outros, não nos agrada num primeiro momento.

Mesmo assim, vemos valor na proposta de incorporação do IRDM11. O fundo já vinha se recuperando da grande crise que enfrentou a partir de 2023, mas, com esse movimento, seu processo de melhoria será mais rápido.

Além disso, o *timing* para a incorporação é muito bom, pois estamos em um mercado de baixa. Com a possível queda da Selic e a recuperação do mercado, o “preço médio zerado” dos FIIs ajudará na obtenção de lucros. Mantendo a estrutura atual via IRDM11, a valorização dos FIIs em carteira ainda não compensaria os prejuízos; mas, dentro do IRIM11, ela se tornaria lucro a ser distribuído. Sem contar a possibilidade de melhorar a qualidade da carteira, livrando-se de ativos muito ruins sem reduzir os dividendos.

O erro da Iridium foi propor a incorporação junto a uma assembleia para aquisição de um FII monoativo de lajes corporativas que, além de tudo, está sem pagar dividendos. A primeira assembleia é um desastre, pois não estamos convencidos de que esse FII é um bom investimento e, numa análise mais profunda, ela ainda levanta a suspeita de conflito de interesses.

O assunto conflito de interesses também surge na aprovação recente da taxa de performance no IRIM11. A Iridium erra ao propor a incorporação do IRDM11 um mês após conseguir aprovar a cobrança da taxa de performance no IRIM11. Numa eventual incorporação, os cotistas do IRDM11

serão maioria e sofrerão com as repercussões desta decisão. A imagem da gestora sai muito arranhada de todo esse processo.

Em resumo, gostamos da proposta de incorporação, mas a Iridium cometeu alguns erros que prejudicam sua imagem e a possibilidade de aprovação da matéria.

Para piorar o cenário, a primeira assembleia — a desastrosa — precisa apenas de maioria simples para ser aprovada. Acreditamos que o resultado será favorável à realização da 13.<sup>a</sup> emissão de cotas e à posterior aquisição do imóvel. Existem cotistas institucionais no IRDM11 que provavelmente formarão maioria frente aos cotistas pessoa física. Os investidores têm até o dia 30 de julho para votar.

Ficaríamos surpresos se os cotistas pessoa física conseguissem se mobilizar para formar maioria nesta primeira etapa. Seria um evento marcante no mercado e, na nossa visão, muito positivo para o fundo. Por isso, reforçamos a importância de manifestar seu voto.

A segunda assembleia precisa de quórum qualificado para ser aprovada; isso significa que, além de maioria, é preciso ter, no mínimo, 25% dos cotistas votando positivamente. Achamos difícil que isso aconteça, tanto pela necessidade de mobilização de muitos investidores quanto pela imagem negativa que foi passada. Os comentários no mercado sobre a Iridium são mais negativos do que positivos.

O erro da gestora ao tentar adquirir um imóvel que foge da estratégia e ao instituir a cobrança de taxa de performance prejudicaram as chances de uma incorporação bem-sucedida.

Nosso cenário mais provável é a aprovação da matéria da primeira assembleia e a reprovação da segunda. Portanto, apenas notícias ruins para o IRDM11.

Diante de tudo isso, surge a dúvida entre os investidores sobre o que fazer com as cotas do IRDM11. Definitivamente, não é um fundo para ser comprado neste momento, já que existe uma enorme incerteza sobre quais serão seus próximos passos.

A venda também não nos parece a melhor opção. O IRDM11 já vinha sendo negociado com desconto e, após toda essa confusão, sua relação P/VP é de 0,73 vezes. Mesmo com todos os seus problemas, esse preço não condiz com a realidade.

Estamos diante de uma clara recomendação de aguardar. Acreditamos que, após as assembleias, independentemente das decisões tomadas, o fundo passará por uma fase de acomodação, para depois voltar a se valorizar. Hoje, o IRDM11 está “no olho do furacão”; portanto, é preciso ter cautela e buscar agir em um momento mais normalizado do mercado.

A recomendação é de manutenção do IRDM11.

## Equipe



**Gabriel Bassotto**

Analista CNPI especialista em

Ações Brasileiras



**Carlos Júnior**

Analista CNPI especialista em

Fundos Imobiliários



**Thiago Armentano**

Analista CNPI especialista em

Investimentos no Exterior

## Acompanhamento

relatório atualizado em 21.07.2025

Nossa equipe de analistas está atenta a todas as movimentações relevantes, mantendo os rankings e seus respectivos fundamentos atualizados todas as semanas. Em caso de grandes mudanças, os relatórios também podem ser atualizados. Já em caso do ativo receber recomendação de venda, nossa sugestão se refere, única e exclusivamente, à retirada do ativo da carteira do investidor, uma vez que não incentivamos a prática de venda à descoberto.

## Disclaimer

*Todas as análises aqui apresentadas foram elaboradas pelo analista de valores mobiliários autônomo Carlos Humberto Rodrigues Nunes Junior (CNPI EM-7932), com objetivo de orientar e auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; portanto, o material não se constitui em oferta de compra e venda de nenhum título ou valor imobiliário contido. O investidor será responsável, de forma exclusiva, pelas suas decisões de investimento e estratégias financeiras. O relatório contém informações que atendem a diversos perfis de investimento, sendo o investidor responsável por 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. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Resolução CVM nº 20/2021, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa jurídica à qual estão vinculados. Além disso, Os analistas de valores mobiliários envolvidos na elaboração do relatório (e/ou seus cônjuges ou companheiros) são, ou podem ser, titulares de valores mobiliários objeto do relatório, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros. Na emissão deste relatório, a Simpla Invest, controladora do Simpla Club, poderá estar agindo em conflito de interesses em relação ao emissor, podendo (i) ter interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou (ii) estar envolvida na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto deste relatório. A elaboração desse material se deu de maneira*

*independente, e o conteúdo nele divulgado não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em*

