



Análise

MXRF11

Produzido por SIMPLA CLUB

Carlos Humberto Junior

Última Atualização

Sempre gostamos de dividir a análise do MXRF11 em dois ângulos: um voltado para sua operação e outro para a fama que ele possui entre os investidores. Especialmente neste relatório, precisamos comentar sobre um evento ocorrido no mercado de CRIs, antes de focarmos diretamente no fundo.

A notícia abaixo trata de uma irregularidade praticada por uma securitizadora em 2025.

Caso Virgo: acusação envolvendo CRIs e CRAs é sinal para investidor ser mais cauteloso

De acordo com a denúncia, houve uma movimentação irregular de, pelo menos, R\$ 216 milhões de fundos de reservas de certificados de recebíveis imobiliários (CRIs) e do agronegócio (CRAs)

Por **Cris Almeida**, Valor Investe — São Paulo

20/08/2025 06h00 - Atualizado há 3 semanas



*Notícia sobre as más práticas da Virgo.
Fonte: Valor Investe.*

A securitizadora é responsável pela emissão dos CRIs, mas também pela administração dos créditos, ao fazer a ponte entre investidores e devedores. A Virgo é uma instituição com grande número de CRIs emitidos, muitos deles presentes na carteira dos fundos imobiliários.

Para aumentar a segurança dos CRIs, existe o fundo de reserva — capital investido em aplicações de baixo risco e com liquidez — que será utilizado para honrar as parcelas da dívida em caso de inadimplência do devedor.

A Virgo descumpriu a norma ao alocar esses recursos em um fundo com baixa liquidez e risco acima do permitido. Após a descoberta, houve uma grande reestruturação na empresa, com a saída de vários executivos.

É importante entender que o que foi feito pela Virgo não afeta a qualidade de pagamento dos devedores dos CRIs. Por outro lado, em caso de problemas, os investidores podem enfrentar dificuldades para acionar as garantias.

O MXRF11 possui cerca de 15% do seu patrimônio líquido investido em CRIs emitidos pela Virgo. Reforçamos que os devedores seguem adimplentes e que, após a denúncia, as autoridades já estão atuando no caso.

As más práticas da Virgo, até o momento, não geraram impacto financeiro no mercado, mas causaram uma perda de credibilidade da companhia. Além disso, o mercado como um todo está mais atento à atuação das companhias securitizadoras.

Partindo especificamente para a análise do MRXF11, começamos pela sua operação.

Como sabemos, é muito importante para um FII de papel ter sua carteira diversificada. Dessa forma, ele reduz o risco de que um eventual calote provoque impactos significativos em seus resultados.

A diversificação do portfólio desses fundos pode ser feita de várias formas: quantidade de CRIs, devedores, distribuição geográfica das garantias, securitizadoras, segmentos da economia, entre outras.

O MXRF11 possui, em sua carteira, 87 CRIs. O mais representativo equivale a 3,4% do patrimônio líquido, portanto, a chance de um calote causar um impacto relevante no resultado é baixíssima.

Um cuidado que devemos ter na análise dos FIs de recebíveis é que muitos costumam ter vários CRIs atrelados ao mesmo devedor, o que acarreta risco de concentração. Mesmo o MXRF11 possuindo diversos certificados emitidos para o GPA, Assaí e Grupo Mateus, a representatividade dentro do patrimônio líquido é muito baixa.

A XP Asset, gestora do fundo, não divulga um gráfico com a distribuição geográfica das garantias, portanto, não temos como analisar esse quesito.

Ao observarmos a diversificação em segmentos da economia, notamos uma grande exposição ao setor residencial. Apesar de valorizarmos os fundos que conseguem acessar diferentes segmentos, em conversa com os gestores, entendemos que essa concentração faz parte da estratégia, pois reflete a expertise da equipe de gestão em determinada área.

A figura abaixo mostra a distribuição setorial da carteira de CRIs do MXRF11.



*Diversificação setorial.
Fonte: Relatório gerencial.*

A diversificação não é um problema dentro do MXRF11. Há espaço para melhorias, mas não vemos urgência.

Além de entregar uma carteira segura para seus cotistas, é função da gestora de um FII de CRI otimizar o retorno do fundo. O portfólio dessa classe é um organismo vivo que exige alocação constante de recursos.

Em todos os nossos relatórios sobre fundos desse segmento, reforçamos que estamos diante de uma boa oportunidade para os gestores melhorarem a rentabilidade das carteiras.

Os CRIs são produtos de renda fixa e, com a Selic elevada, é possível encontrar taxas de remuneração muito atrativas para o longo prazo. Melhorar a taxa média da carteira é uma exigência que os cotistas devem fazer aos gestores de seus fundos neste momento.

Em janeiro de 2024, a carteira do MXRF11 estava majoritariamente alocada em CRIs indexados à inflação, com taxa média de 8,09% ao ano. Atualmente, a inflação segue sendo o indexador mais relevante, mas a taxa média subiu para 8,68%. Portanto, a XP Asset foi competente ao aproveitar o cenário para melhorar o retorno de longo prazo do portfólio.

Em resumo, acreditamos que o MXRF11 possui boas características. Ele fica atrás de algumas alternativas do seu segmento, mas está longe de ser um ativo ruim.

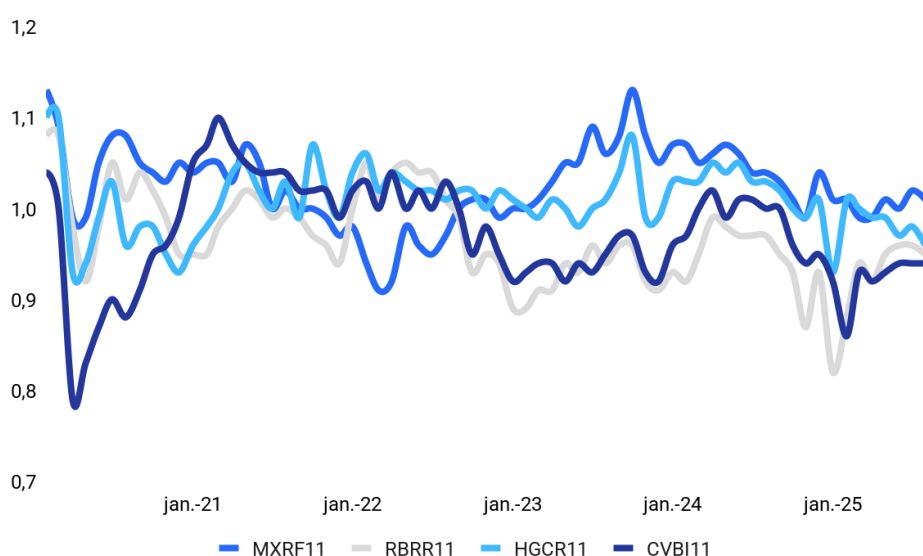
Entretanto, é aqui que começamos a outra parte de sua análise. O MXRF11 não é um fundo comum, pois sua fama faz com que ele tenha um comportamento diferente dos demais ativos.

O prestígio do fundo está muito associado à ideia de que ele é um ativo barato. O MXRF11 é o fundo mais conhecido negociado por volta de R\$10, e sabemos que muitos investidores têm uma percepção equivocada sobre esses produtos. Inclusive, no Simpla, temos um relatório inteiramente dedicado a esse tema.

Custar menos não significa que o fundo está barato ou caro. Supondo que o valor justo do MXRF11 seja R\$10 e que ele esteja sendo negociado por R\$9,50, o desconto é de apenas 5%. Um fundo com valor justo de R\$120 e cotação na casa dos R\$100 está com 17% de desconto, portanto, muito mais barato.

A forma de avaliar o preço justo de um FII de recebíveis é por meio da relação entre o preço e o valor patrimonial (P/VP). Para esta análise, escolhemos outros fundos recomendados pelo Simpla como referência. Lembrando que um P/VP abaixo de 1 é sinal de oportunidade, enquanto um valor acima de 1 indica que o FII aparenta estar caro.

O gráfico abaixo mostra o histórico do P/VP do MXRF11 em comparação com outros fundos de papel desde fevereiro de 2020.



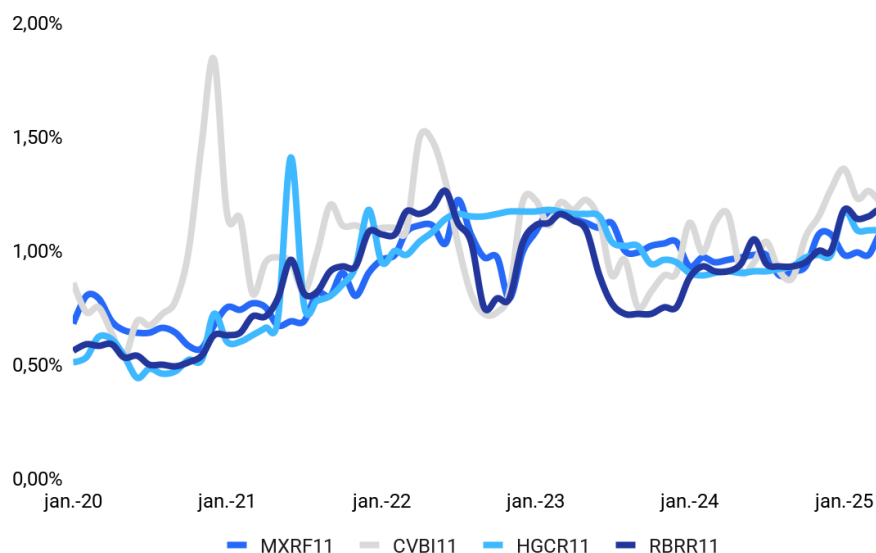
*Histórico de P/VP.
Fonte: Simpla Club.*

Dos 67 meses analisados, o P/VP do MXRF11 foi superior ao do RBRR11 em 59 (88,06%), ao do HGCR11 em 48 (71,64%) e ao do CVBI11 em 49 (73,13%) dos casos. Portanto, ele ficou mais caro que seus concorrentes em mais de 70% do período.

Além da análise de preço, é fundamental observar os dividendos desses fundos imobiliários, já que a renda é o principal interesse dos investidores nesta classe de ativos.

Realizamos o mesmo estudo para o *dividend yield* mensal desses FIIs, com a única diferença de que conseguimos dados desde janeiro de 2020.

O gráfico abaixo compara os dividendos distribuídos por esses ativos ao longo do período analisado.

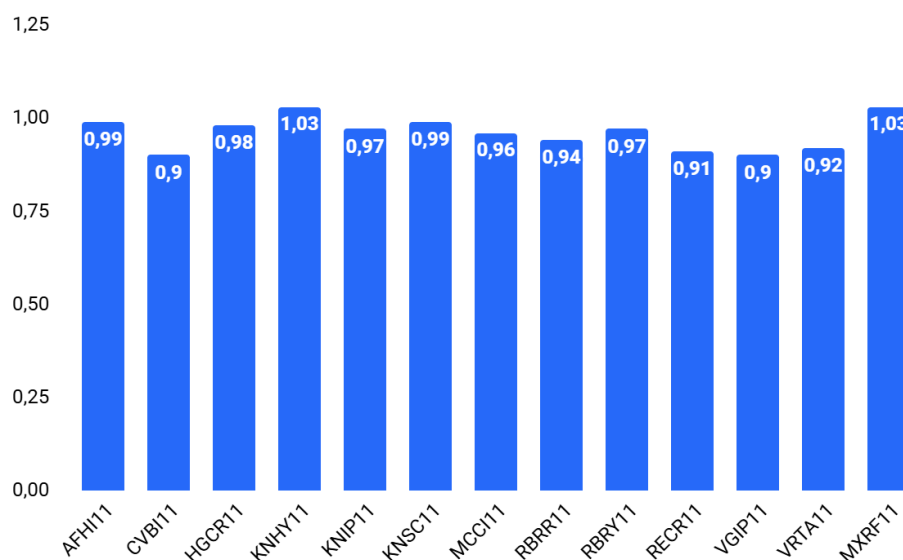


Nos 68 meses analisados, o dividendo do MXRF11 superou o do CVBI11 em 18 ocasiões (26,47% do tempo), o do HGCR11 em 35 (51,47%) e o do RBRR11 em 40 (58,82%).

Para um fundo com mais de 10 vezes o número de cotistas de seus concorrentes, era de se esperar resultados melhores. Lembrando que, por serem negociados com maior desconto, os concorrentes do MXRF11 apresentam maior potencial de valorização. Portanto, ao somar dividendos e valorização, a expectativa é de que os concorrentes gerem resultados superiores.

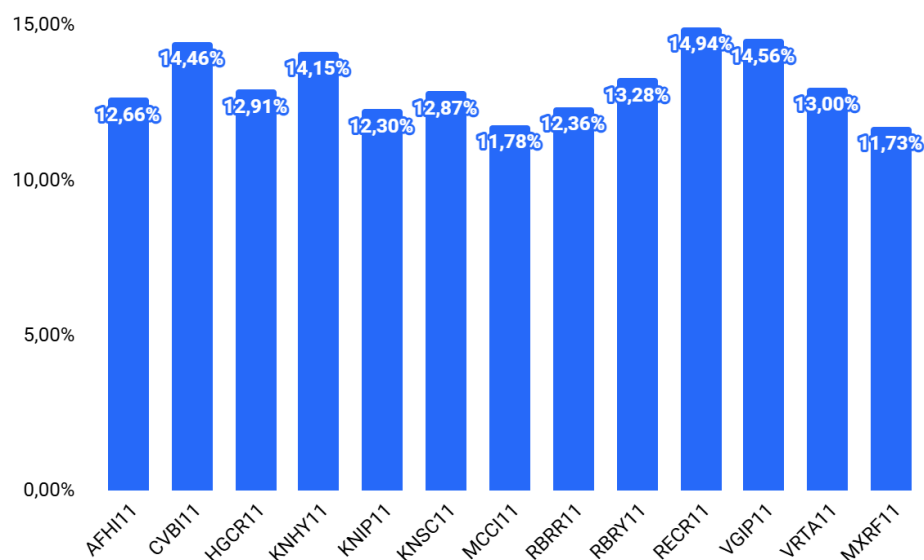
No período analisado, o MXRF11 passou de 119 mil cotistas para 1,3 milhão. Mesmo não sendo a melhor oportunidade, o fundo atraiu muito mais investidores que seus concorrentes.

A mesma conclusão é encontrada ao analisarmos os dados mais recentes. Os gráficos a seguir apresentam o P/VP atual e o *dividend yield* dos últimos 12 meses do MXRF11 em comparação com outros fundos de papel.



P/VP vs pares.
Fonte: Simpla Club.

Atualmente, o MXRF11 negocia com um P/VP de 1,03, enquanto a média do setor é de 0,96.



Dividend yield vs pares.
Fonte: Simpla Club.

Nos últimos 12 meses, o MXRF11 distribuiu, em dividendos, o equivalente a 11,73%, enquanto os demais ativos do setor apresentaram uma média de 13,27%.

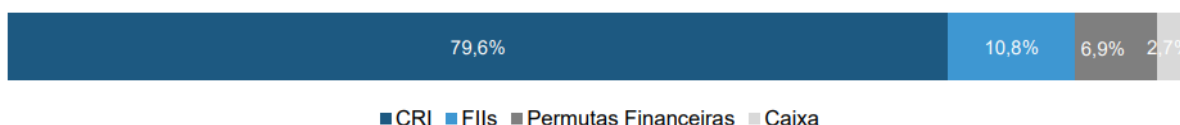
Área de Atuação

Certificados de recebíveis imobiliários

A política de investimento do MXRF11 está resumida no trecho a seguir:

“O Fundo visa a alocação de 80% do PL em CRIs com bons nomes de crédito, com carregos atraentes e alto potencial de ganho de capital recorrente com o giro no mercado secundário e, até 20% do PL em ‘Permutas Financeiras’, que possuem boa rentabilidade, com retornos da ordem de INCC + 13,00% a.a., além de operações de FII com características de CRIs que por motivos diversos foram estruturados via FII, ou então posições mais táticas para gestão ativa no mercado secundário.”

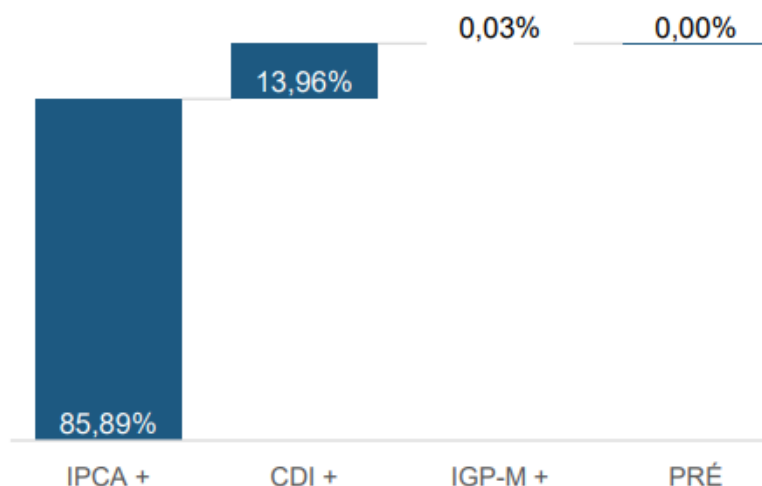
A estratégia do fundo pode ser dividida em 3 frentes: CRIs, permutas e FIIs. A divisão atual da carteira pode ser vista na figura a seguir.



*Investimento por classe de ativo.
Fonte: Relatório gerencial.*

O MXRF11 é considerado um fundo de papel, pois mantém mais de 80% do seu PL alocado em CRIs.

A carteira de dívidas do fundo tem maior exposição ao IPCA, como podemos ver na figura abaixo.



Exposição por indexador.
Fonte: Relatório gerencial.

Além da observação do indexador preferido do fundo, é preciso avaliar o nível de risco dos recebíveis em carteira. A taxa média é um excelente indicador para avaliar o risco das dívidas de um fundo: quanto mais alta, maior tende a ser o risco.

No caso do MXRF11, as dívidas atreladas ao CDI têm taxa média de 2,71% e as vinculadas ao IPCA, de 8,68%. Acreditamos que as operações do fundo apresentam nível de risco mediano.

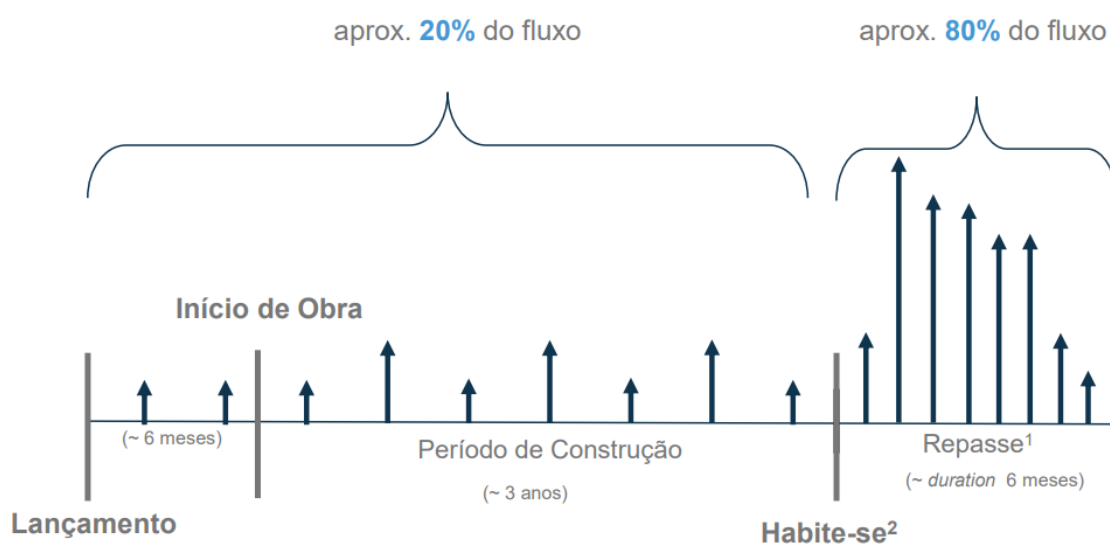
Os investidores costumam classificar os fundos de recebíveis em três categorias, com base no nível de risco: *high grade*, *middle risk* e *high yield*. A primeira se refere aos ativos mais seguros, a segunda aos de risco intermediário e a última aos mais arrojados. Com base em nosso estudo, o MXRF11 se enquadra mais próximo aos ativos de risco intermediário.

Vale destacar que o MXRF11 faz gestão ativa de sua carteira de CRIs e, portanto, busca auferir ganhos extraordinários por meio da venda de ativos no mercado secundário.

O risco do fundo também é elevado pelo investimento em permutas financeiras.

A permuta financeira é uma atividade de desenvolvimento imobiliário. A construção de imóveis envolve uma série de variáveis, como atraso na obra, gastos extraordinários, obtenção de licenças e dificuldade na venda das unidades. O fundo mitiga esses riscos ao ingressar nessa atividade por meio de sociedade com a empresa construtora: o MXRF fornece o terreno e a construtora fica responsável pela operação.

O investimento nessa classe gera instabilidade na renda do fundo, já que o fluxo de recebimento não é constante. A próxima figura mostra o funcionamento do fluxo de caixa de uma permuta financeira.



*Fluxo de caixa das permutas financeiras.
Fonte: Relatório gerencial.*

Como podemos ver, a fase inicial do projeto gera pouco retorno, e apenas após alguns anos de operação passa a existir um fluxo de capital mais relevante.

Por fim, temos a exposição do MXRF11 a outros fundos imobiliários. Na visão da gestão, esta é uma parte da carteira cujo objetivo é o ganho de capital. A

gestão entende que pode aproveitar oportunidades de mercado para turbinar o rendimento do fundo.

O investimento em outros FIs feito por fundos de papel é um tema delicado no mercado. Ao longo de 2023 e de 2024, vimos muitos fundos de CRI aumentando de maneira relevante sua exposição a outros fundos imobiliários.

Não é errado investir em outros FIs, porém alguns gestores abusam dessa liberdade e passam do ponto na quantidade de exposição. Além disso, o momento de compra de alguns FIs — principalmente durante emissões — pode ser questionado.

Como o preço de muitos fundos no mercado está descontado, participar de emissões não é tão vantajoso. O MXRF11 foi um dos FIs a entrar em captações, o que levanta o questionamento sobre se o melhor interesse dos cotistas foi levado em consideração.

Acreditamos que 5% do PL é o limite máximo de alocação em outros FIs. Portanto, o MXRF11, com 10,8%, ultrapassa o parâmetro estabelecido.

Governança Corporativa

O MXRF11 é administrado pelo BTG Pactual e gerido pela XP Asset.

O trabalho da XP nos fundos imobiliários é marcado por extremos, pois da mesma forma que muito valor é gerado no XPML11 e no XPLG11, muito valor é destruído no XPPR11 e no XPCM11. O MXRF11 é o exemplo de um FI bem gerido pela empresa.

O tamanho da XP proporciona um ganho de escala para os fundos da casa, dessa forma novos negócios são gerados com muita facilidade, melhorando a velocidade e a qualidade da alocação dos recursos.

Entretanto, dois defeitos costumam marcar até os bons fundos geridos pela instituição: transparência mediana e emissões caras.

A XP opta por produzir muitos documentos como relatório gerencial, planilhas de acompanhamento, relatórios trimestrais, entre outros. O grande problema é a pouca profundidade destes materiais, de forma que podemos dizer que temos muito em quantidade, mas pouco em qualidade.

Houve uma melhoria substancial no nível das publicações da XP Asset. O relatório do fundo ganhou nova formatação e mais conteúdo, além de ter sido disponibilizada uma planilha de fundamentos para a análise dos resultados. Ainda há espaço para evolução, mas a gestora já demonstra estar caminhando para resolver um de seus principais defeitos.

No que diz respeito às emissões, uma empresa do tamanho da XP e com toda a sua capacidade de distribuição, não deveria cobrar taxas tão elevadas nas emissões de seus FIIs. No caso do MXRF11 é ainda pior, pois estamos falando do FII com maior número de cotistas do mercado, ou seja, com uma base grande o suficiente para atender a captação.

A gestora já foi capaz de fazer emissões com taxas atrativas, porém elas foram raras. Isto mostra indícios de falta de interesse em melhorar neste quesito.

Em suma, entendemos que a XP tem grande capacidade de ser uma das melhores gestoras do mercado, porém algumas práticas a afastam dessa classificação. Gostamos do trabalho no MXRF11, mas as ressalvas são importantes.

Por fim, não costuma ser relevante destacar o trabalho do administrador de um FII. Entretanto, nos FIIs de papel, a presença do BTG como administrador tem interferência direta na distribuição dos rendimentos.

Dentro do segmento de recebíveis temos aqueles fundos que optam pela distribuição via regime de competência e aqueles que optam pelo regime de caixa. A diferenciação é uma tarefa difícil para o investidor comum, pois ela é identificada via pequenos detalhes.

Contudo, se um FII de recebíveis é administrado pelo BTG, é certo que sua distribuição é pelo regime de caixa, já que esta é uma regra deste administrador.

O regime de caixa é mais conservador, pois os rendimentos só são distribuídos quando efetivamente transitam pelo caixa do fundo. Esta forma de apuração de resultados é a que mais nos agrada.

Riscos do Negócio

O principal risco presente em qualquer FII de recebíveis é o de crédito, ou seja, o de calote nas dívidas. Por isso, sempre buscamos aqueles ativos com grande diversificação de carteira, já que os impactos de um calote são menos relevantes.

O MXRF11 investe em CRIs com risco moderado e possui boa diversificação da carteira; dessa forma, eventos negativos tendem a impactar pouco a renda do fundo.

O fundo é muito antigo, por isso possui alguns calotes em sua história. Inclusive, vemos na carteira quatro imóveis que foram fruto da execução de garantias.

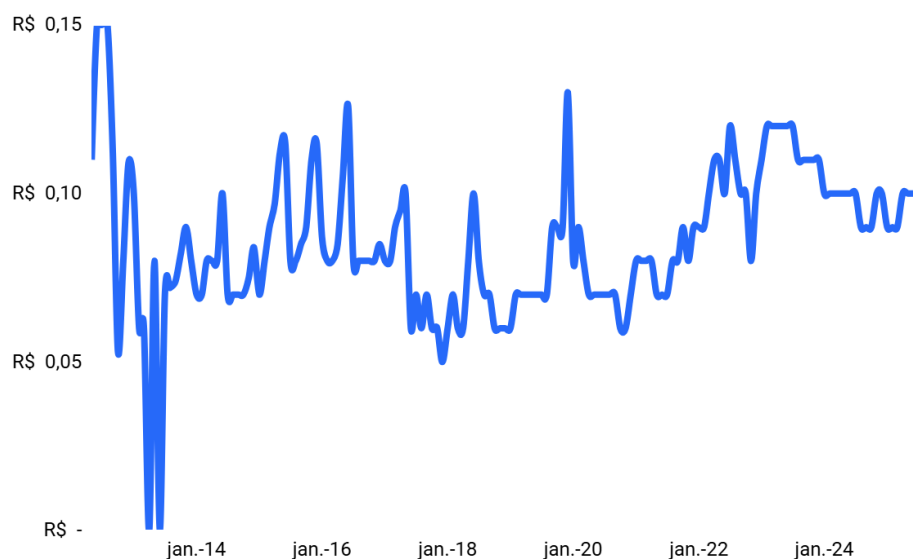
A presença desses ativos na carteira do fundo é um exemplo de que não adianta apenas executar as garantias; é preciso também verificar sua qualidade. A dificuldade de venda dos imóveis faz o fundo perder dinheiro com os custos de manutenção. É verdade que o impacto é mínimo, já que eles representam apenas 0,33% do PL.

Outro risco presente no fundo é o de volatilidade de receitas. Apesar de ter uma exposição mesclada de indexadores, o que gera ganho de estabilidade, o fundo opta por atuar de forma bastante ativa no mercado secundário. A gestão busca ganho de capital no mercado de CRIs e no de FIs para turbinar o rendimento, o que adiciona imprevisibilidade ao resultado do fundo. Além disso, a exposição às permutas financeiras acarreta um fluxo de caixa pouco usual.

Por fim, há o risco de concentração setorial, já que 32,76% das dívidas do fundo estão atreladas ao setor residencial. O MXRF11 atende bem aos demais critérios de diversificação, falhando apenas neste. Apesar de ser um risco, consideramo-lo menos relevante do que os demais.

Resultados Anteriores

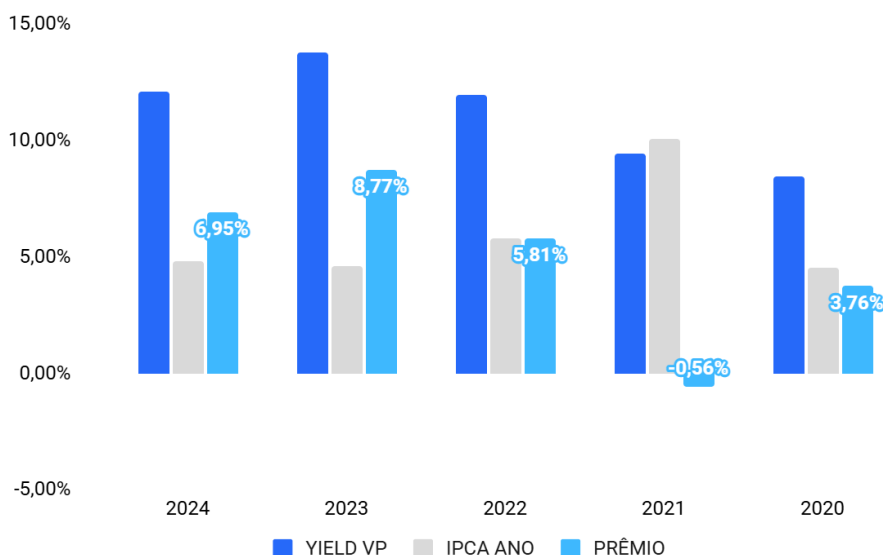
Gostamos de começar a análise dos resultados anteriores de um FII pela visualização do seu histórico de rendimentos, apresentado na Figura.



*Histórico de rendimentos.
Fonte: Simpla Club.*

Desde maio de 2012, o MXRF11 entregou um total de R\$13,77/cota de rendimentos. O *yield* médio mensal foi de 0,88%.

Além da análise do histórico mensal, acreditamos ser de grande valia a observação do histórico de distribuição anual do fundo, sendo necessário compará-lo com o IPCA. O gráfico abaixo mostra o prêmio gerado pelo MXRF11 nos últimos 5 anos.



*Dividend yield versus IPCA.
Fonte: Simpla Club.*

Nos últimos 5 anos, o fundo pagou, em média, 4,95% acima da inflação. Se retirarmos da conta os anos mais discrepantes, o resultado é de 5,81%.

Como podemos ver, o MXRF11 foi capaz de gerar valor acima do IPCA; entretanto, outros fundos do setor desempenharam melhor.

Por fim, é preciso analisar o retorno total entregue pelo MXRF11. O resultado total — valorização mais reinvestimento dos dividendos — foi de 405,02%. Para efeito de comparação, no mesmo período, o IPCA acumulou 110,92% e o CDI, 231,57%.

É preciso destacar que este retorno acumulado só existe por conta do reinvestimento dos dividendos. Em um FII de tijolo temos duas formas de retorno, a valorização da cota e o dividendo, enquanto em um FII de recebíveis o retorno é via dividendos. Embora esses fundos possam se

valorizar em curto períodos de tempo, no longo prazo eles tendem a retornar ao seu VP.

Valuation

P/VP

A melhor metodologia para análise de preço de fundos de papel é o preço sobre valor patrimonial.

O valor patrimonial de um FII de recebíveis não tem tendência de valorização, diferentemente do caso dos FIIs de tijolo. O patrimônio é constituído de dívidas que têm o seu valor justo marcado no mercado.

Outro ponto que favorece o uso deste indicador é a fidelidade do valor patrimonial à realidade. As dívidas presentes nas carteiras dos FIIs têm seu valor calculado mensalmente, em alguns casos diariamente, por estarmos falando de um mercado com alta liquidez. Portanto, em via de regra, podemos acreditar no VP que estamos vendo e evitar pagar muito mais caro por ele.

Em nossa visão, o investidor pode comprar um fundo com um P/VP de até 1,05 vezes. Valores acima desta margem já fazem o investidor assumir um grande risco de perda por desvalorização da cota.

Casos de P/VP com desconto, ou seja, abaixo de 1, devem ser analisados com mais calma. Pois existe a possibilidade de problemas no fundo que não estão sendo contabilizados.

O último valor patrimonial divulgado do MXRF11 foi de R\$9,50 por cota. Com base no preço de negociação do fundo no momento da redação deste relatório, sua relação P/VP é de 1,03.

Como vimos, bons FIs de papel negociam numa média de P/VP de 0,96. Dessa forma, podemos afirmar que o MXRF11 está mais caro do que seus pares.

Opinião do Analista

O MXRF11 tem em seu histórico muitas mudanças de rota em sua estratégia; entretanto, a gestão parece ter encontrado o foco do fundo. O investimento majoritário em CRIs, a busca por aumento de rentabilidade por meio de permutas financeiras e a realização de ganho de capital em FIs são marcas registradas do fundo.

Como sabemos, o MXRF11 é o FI com maior número de cotistas do mercado, principalmente por ser o fundo “base 10” mais conhecido e divulgado para quem está começando a investir.

Ele está longe de ser um fundo ruim, mas possui mais fama do que merece. Embora sua estratégia seja interessante e seu resultado histórico positivo, vemos inúmeros FIs de CRI com melhores características.

Além de perder no quesito qualitativo, a comparação do seu preço com o dos demais fundos recomendados é bastante conclusiva. Comprar fundos de papel abaixo do VP é uma ótima oportunidade de ganho de capital, e, no momento, conseguimos encontrar muitas dessas alternativas. O MXRF11 não é uma delas, pois, como vimos, ele está acima de seu VP e passou 70% dos últimos 5 anos sendo negociado mais caro do que seus concorrentes.

Seguimos sem recomendar a compra do fundo e orientamos sua venda. Vender o MXRF11 para adquirir outros fundos de papel que apresentem P/VP abaixo de 1 é uma decisão acertada.

A recomendação é de venda do MXRF11.

Equipe



Gabriel Bassotto

Analista CNPI especialista em

Ações Brasileiras



Carlos Júnior

Analista CNPI especialista em

Fundos Imobiliários



Thiago Armentano

Analista CNPI especialista em

Ativos Globais



Guilherme La Vega

Analista CNPI especialista em

Ações Brasileiras

Acompanhamento

relatório atualizado em 25.09.2025

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 parte, a terceiros, sem autorização prévia.

