



# Análise

# PORD11

**Produzido por SIMPLA CLUB**

Carlos Humberto Junior

## Última Atualização

O PORD11 é um fundo de papel com longo histórico no mercado, tendo sido criado em 2012. Apesar de ter iniciado suas atividades há mais de 10 anos, somente em 2020 passou a ser disponibilizado para o público em geral; antes disso, era exclusivo para investidores qualificados.

Em 2024, o fundo realizou outro movimento que aumentou sua visibilidade no mercado: o desdobramento na proporção de 1 para 10. Com isso, o PORD11 passou a ser mais um fundo negociado na faixa dos R\$10, fato que costuma atrair muitos investidores pela ideia de estar adquirindo cotas “baratas”.

Já esgotamos o tema dos fundos com cota base de R\$10 em outro relatório disponível na plataforma. Por isso, neste relatório, vamos nos ater exclusivamente à análise da qualidade e dos fundamentos do PORD11.

Um fator que vem chamando bastante atenção é o elevado nível de caixa mantido pelo fundo. Atualmente, 22% do patrimônio líquido está alocado em caixa, com rentabilidade próxima ao CDI.

Essa característica tem gerado muitas críticas, pois os investidores não esperam pagar taxa de administração para ver seu capital investido em aplicações que rendem apenas 100% do CDI. Os cotistas do fundo desejam uma carteira composta por CRIs com boa remuneração e risco controlado.

É justamente a questão do risco que vem impedindo a alocação desses recursos em CRIs. Segundo a gestora, o cenário atual aumenta a probabilidade de inadimplência nos próximos meses. O trecho abaixo expressa a visão da gestora sobre o momento econômico do Brasil:

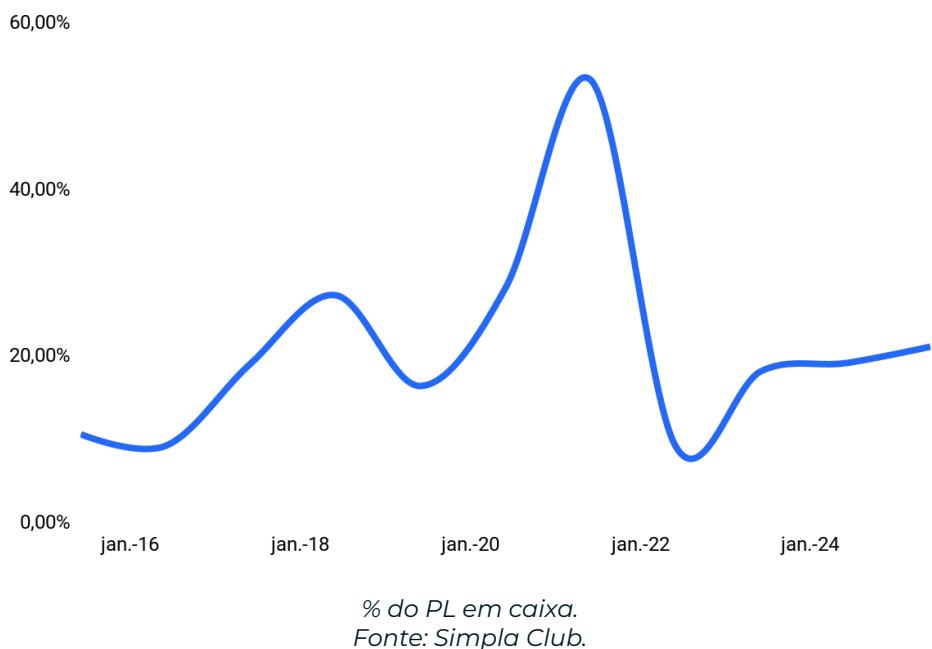
*“Como já discorremos em cartas anteriores, o comportamento da inadimplência no mercado de crédito apresenta correlação direta com a taxa de juros livre, porém com defasagem aproximada de 9 meses. Dessa*

forma, é esperado que os níveis de inadimplência a serem observados nos próximos trimestres se elevem em relação aos atuais.”

Concordamos com a insatisfação dos cotistas, uma vez que a gestora de um FII de CRI deve demonstrar capacidade de originar operações com uma relação risco-retorno atrativa, mesmo diante do cenário brasileiro.

Entretanto, é fato que o caixa elevado, no momento, não representa um grande prejuízo, considerando que o CDI está em 14,90%. Mesmo com esse volume em caixa, o PORD11 tem mantido dividendos competitivos em comparação com os pares do setor.

Nossa maior preocupação não diz respeito ao momento atual, mas sim ao histórico do fundo quanto à alocação em liquidez. A figura abaixo apresenta o volume de caixa do PORD11 em junho de cada ano desde 2015.



De 2015 a 2025, o fundo manteve, em média, 20,89% de seu patrimônio líquido investido em liquidez. Mesmo desconsiderando a observação de 2021 — ano em que havia acabado de encerrar uma emissão de cotas —, a média ainda se mantém elevada, em 17,68%.

Os dados mostram que o grande volume de recursos em caixa não é uma particularidade do momento atual, mas sim uma característica recorrente da gestão, que adota um perfil mais conservador. Essa avaliação pode variar entre os investidores, já que muitos consideram prudente a manutenção de recursos em caixa; contudo, o volume atual parece bastante exagerado.

Reconhecemos que manter certa liquidez é importante, mas, dada a natureza dos FIIs de CRI — que investem em ativos com maior liquidez —, não vemos necessidade de preservar mais de 7% do patrimônio líquido nessa estratégia.

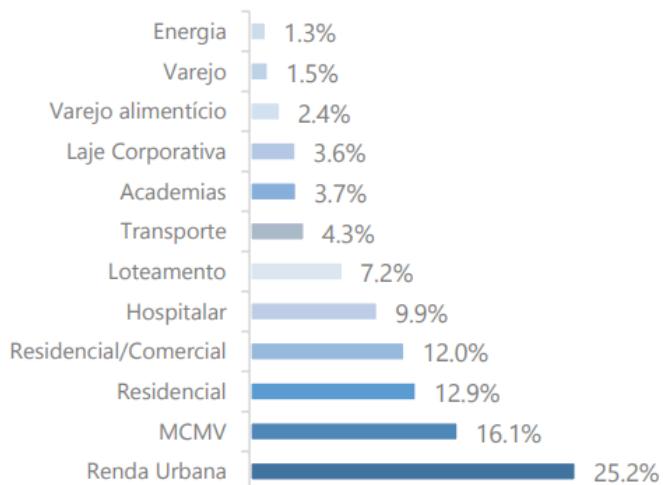
Um critério sempre muito relevante na análise de FIIs de papel é o nível de diversificação. O PORD11 possui apenas R\$350 milhões de patrimônio líquido, o que naturalmente dificulta a construção de uma carteira amplamente diversificada. Um bom filtro para fundos de papel é apresentar, no mínimo, R\$1 bilhão de patrimônio líquido.

Apesar do patrimônio líquido reduzido, o fundo consegue apresentar uma diversificação interessante: nenhum dos CRIs representa mais de 10% do total do patrimônio.

O PORD11 possui 7,1% de seu patrimônio líquido exposto ao CRI da Coteminas — uma posição relevante que, em um cenário ideal, deveria ser reduzida. A preocupação se agrava diante da delicada situação financeira do devedor, tema que abordaremos com mais profundidade ao longo da análise.

A diversificação setorial dos devedores também merece destaque, reforçando a competência da gestão na montagem da carteira, mesmo diante de recursos limitados. A figura abaixo apresenta a distribuição setorial dos CRIs do fundo.

### Por segmento



*Diversificação setorial dos devedores.*

*Fonte: Relatório gerencial.*

Portanto, apesar de não contar com um patrimônio líquido elevado, o PORD11 não apresenta deficiências em sua diversificação. Ainda assim, essa é uma característica que sempre exige atenção e acompanhamento por parte dos cotistas.

Por fim, é importante destacar que o PORD11 entregou dividendos bastante competitivos nos últimos 12 meses. Antes de apresentar os números, é fundamental reforçar que o indicador *dividend yield* é influenciado por dois fatores: o valor dos dividendos pagos e o preço da cota. Dessa forma, um fundo que mantém a mesma distribuição de rendimentos, mas sofre desvalorização de suas cotas, terá um aumento no *yield*. Inclusive, é possível que, mesmo com uma redução nos dividendos, o *dividend yield* cresça caso a queda no preço das cotas seja mais significativa.

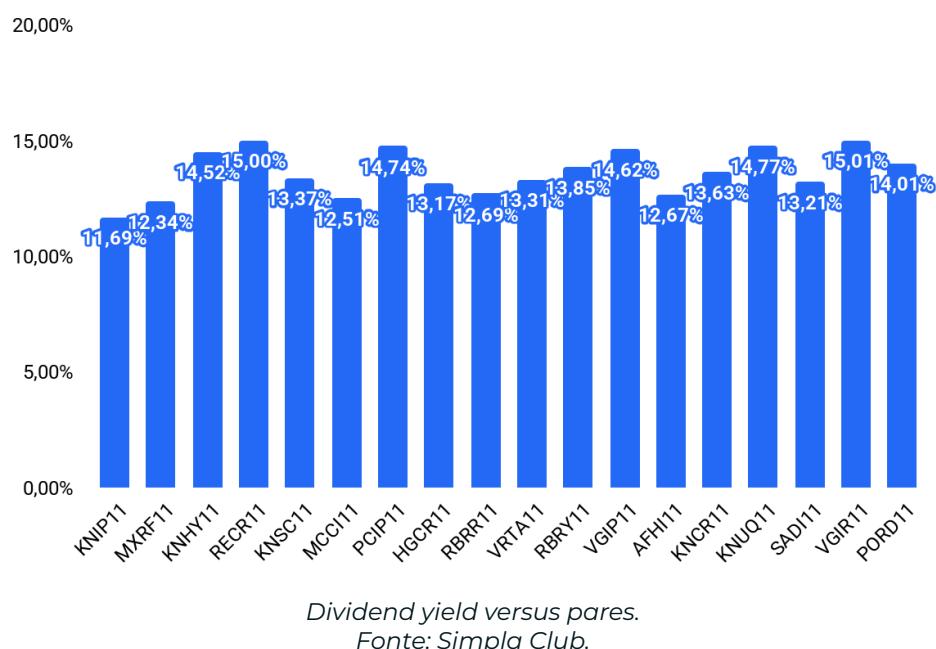
Essa introdução se faz necessária porque o PORD11 está sendo negociado com um grande desconto, o que vem potencializando seu *dividend yield*. A carteira do fundo apresenta bons resultados que, somados ao atual nível de

preços, resultaram em um *yield* superior a 1,2% ao mês nos últimos quatro meses.

A carteira de CRIs do fundo possui 47% de exposição ao CDI e 48% ao IPCA. Dessa forma, a queda da inflação não impactou significativamente os resultados, uma vez que foi compensada pelo elevado retorno das demais operações.

A menor volatilidade nos dividendos, proporcionada pela mescla de indexadores, é uma qualidade do fundo em relação a alguns concorrentes da indústria.

A figura abaixo apresenta o *dividend yield* dos últimos 12 meses dos principais fundos de papel.



A média da seleção foi de 13,59%, enquanto o PORD11 alcançou 14,01%. Além disso, apenas 6 dos 17 fundos analisados superaram o desempenho do PORD11. Vale destacar que alguns desses concorrentes também tiveram seus rendimentos potencializados pelos descontos nas cotações, o que torna a régua de comparação justa.

O desconto e o *dividend yield* do PORD11 são fatores que chamam a atenção e aumentam sua atratividade. No entanto, há ativos com maior nível de segurança e indicadores semelhantes — como é o caso do PCIP11.

## Área de Atuação

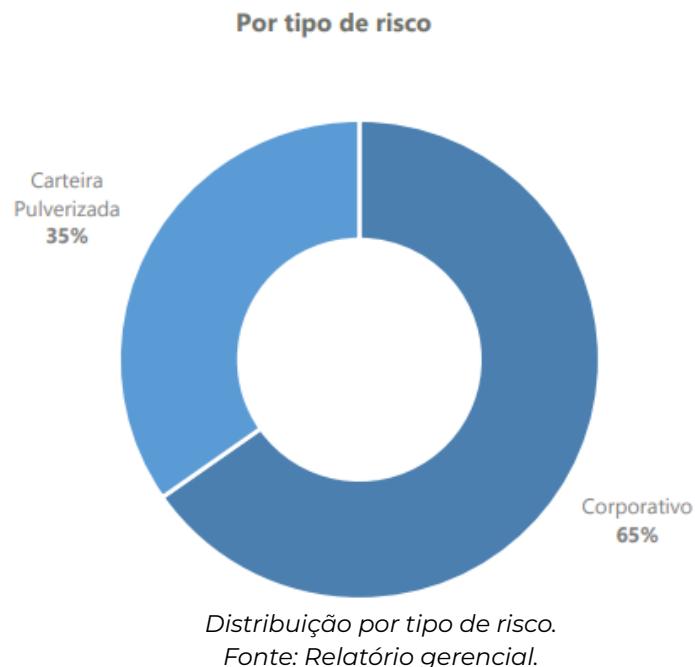
### Certificados de recebíveis imobiliários

A estratégia do fundo é bem detalhada no trecho a seguir:

*“O portfólio do Polo Crédito Imobiliário FII consiste primordialmente em CRIIs pulverizados com garantias em imóvel performado, CRIIs corporativos com alienação fiduciária de imóvel performado ou cessão de recebíveis, além de CRIIs lastreados em cessão de rendas de aluguel. Tem como estratégia satélite CRIIs pulverizados residencial/comercial performados mezanino e/ou subordinados e FIIs como instrumento de carrego e/ou ganho de capital.”*

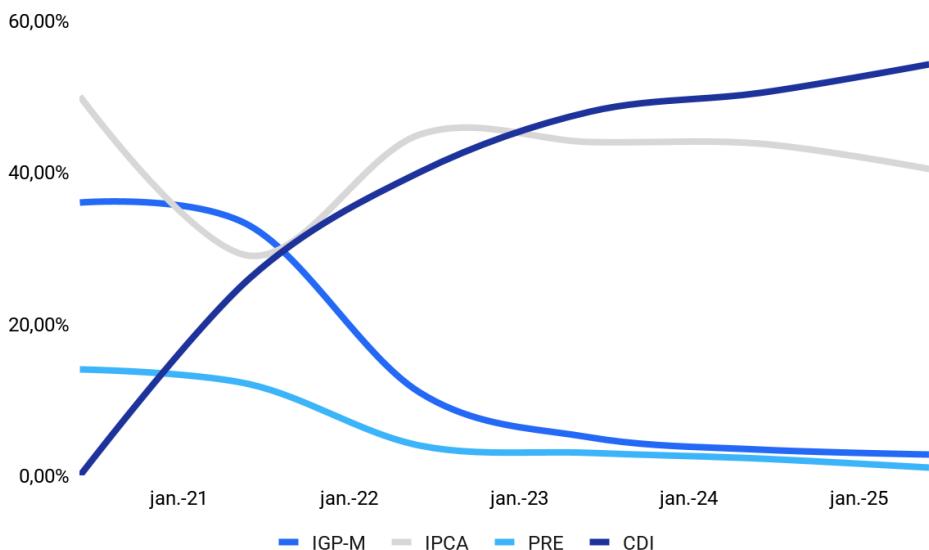
O PORD11 mescla CRIIs pulverizados e corporativos com o objetivo de compor uma carteira de risco médio. Os CRIIs pulverizados são aqueles cujo fluxo de pagamento advém de diversos devedores distintos — normalmente pessoas físicas que assumiram financiamentos imobiliários. Já as dívidas corporativas têm como devedoras empresas, o que concentra o risco de crédito, mas, em contrapartida, tende a apresentar devedores com melhor saúde financeira.

No mercado, os CRIIs corporativos são, via de regra, considerados de menor risco — embora existam exceções. A figura abaixo apresenta a divisão da carteira do fundo por tipo de risco.



A consequência dessa estratégia, como mencionado, é a constituição de um FII de risco médio. Dentro da carteira, identificamos tanto dívidas mais arrojadas — as chamadas *high yield* — quanto aquelas mais conservadoras, conhecidas como *high grade*. O CRI Pátio Malzoni, com taxa de emissão de IPCA + 5,92%, é um exemplo de operação mais segura, enquanto o CRI Prestes, remunerando CDI + 6%, possui perfil mais agressivo.

Uma característica marcante da estratégia do PORD11 é a mescla de indexadores. A Polo calibra a composição da carteira conforme sua leitura do ciclo imobiliário, ou seja, não há compromisso com a manutenção de um percentual fixo atrelado ao CDI ou ao IPCA. A figura abaixo mostra o histórico de indexadores do fundo.



*Alocação histórica por indexador.*

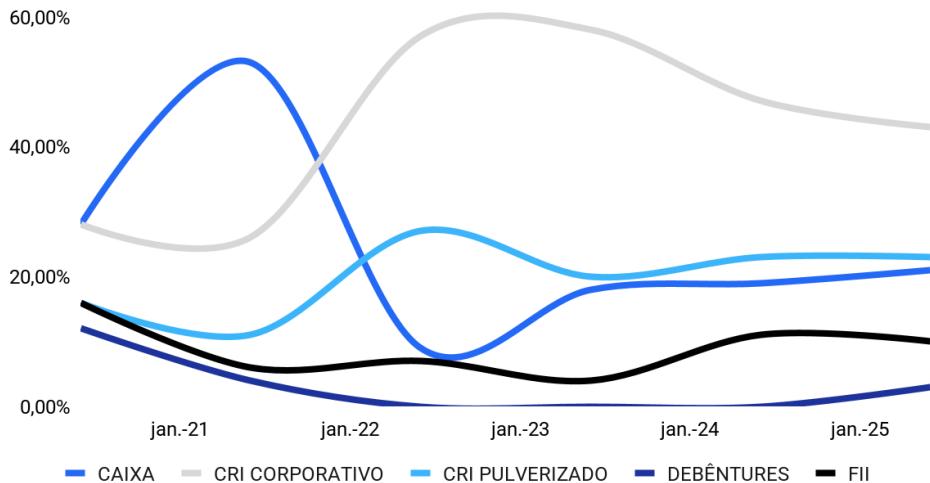
Fonte: Simpla Club.

O IGP-M já teve certo destaque na estratégia do fundo, mas, devido à volatilidade desse índice, dificilmente voltará a ter protagonismo. O CDI, por outro lado, não fazia parte da carteira em 2020, mas, desde 2021, passou a representar, no mínimo, 25% do patrimônio líquido.

Ao longo dos últimos cinco anos, o PORD11 esteve alocado, em média, da seguinte forma: 42,03% em IPCA, 15,20% em IGP-M, 6,03% em taxas prefixadas e 36,45% em CDI. Como vimos anteriormente, atualmente o fundo possui 47% de seus CRIs indexados ao CDI, 48% ao IPCA e o restante distribuído entre IGP-M e prefixados.

A mescla de indexadores contribui para uma maior estabilidade nos dividendos. Aliado a isso, a Polo opta por não distribuir 100% do resultado do fundo, com o objetivo de construir uma reserva que funcione como colchão em eventuais crises.

Por fim, é importante destacar que o PORD11 não se limita ao investimento exclusivo em CRIs. O regulamento permite a alocação em outras classes de ativos, e a gestão faz uso dessa flexibilidade. A figura abaixo apresenta o histórico de alocação do fundo por classe de ativo.



*Histórico de alocação por classe de ativo.*

*Fonte: Simpla Club.*

Um dos principais defeitos do PORD11 é a manutenção de um elevado nível de caixa. Nos últimos cinco anos, cerca de 24,67% do patrimônio líquido foi investido em liquidez. Embora essa prática contribua para a redução do risco do fundo, ela prejudica o retorno e representa um desalinhamento com os objetivos dos investidores de fundos imobiliários de papel.

Nesse período, o fundo esteve alocado, em média, da seguinte forma: 63,17% em CRIs, 3,17% em debêntures, 9% em FIIs, além da já mencionada exposição em caixa.

Vale destacar que a carteira de FIIs do PORD11 é composta por dois ativos: OULG11 e o FII Moema. O primeiro representa apenas 0,23% do patrimônio líquido, enquanto o segundo corresponde a 9,18%.

O FII Moema pertence ao segmento de lajes corporativas e não é negociado em bolsa. Ele possui apenas um imóvel locado sob contrato atípico, o que torna a operação muito semelhante a um crédito imobiliário. A própria gestão classifica esse ativo como tendo perfil de dívida.

É importante fazer esse destaque, pois não observamos, no PORD11, o uso de FIIs líquidos com o objetivo de melhorar o retorno de curto prazo. Excluindo esse fundo estruturado, os recursos do PORD11 são alocados em operações de crédito — como debêntures, CRIIs, LCIs, LHS, entre outras.

## Governança Corporativa

O fundo é administrado pela Oliveira Trust e gerido pela Polo Capital Gestão de Recursos.

A Polo foi fundada em 2002 e tem como foco a gestão de recursos nos segmentos de ações e crédito. A equipe é composta por 45 profissionais, sendo o principal destaque o sócio fundador Cláudio Andrade, que possui a certificação CFA.

A experiência da instituição no mercado de crédito contribui para a estruturação e originação de novas dívidas para o PORD11. Sempre ressaltamos que uma gestora com esse tipo de expertise é capaz de melhorar a taxa de remuneração da carteira do fundo sem necessariamente adicionar muito mais risco.

Apesar da competência no mercado de crédito, observamos uma atuação bastante passiva da gestão na alocação de recursos — o que se reflete em grandes volumes mantidos em caixa. Por isso, o elevado percentual de liquidez do PORD11 torna-se ainda mais difícil de justificar.

Destacamos sempre a transparência dos documentos como um fator relevante na análise do trabalho da equipe de gestão. A Polo entrega um bom relatório para o fundo, além de manter um site de relacionamento com investidores prático e informativo. A divulgação dos códigos dos CRIIs também permite uma análise mais aprofundada das operações.

Os ativos de crédito geridos pela Polo — sejam eles listados, como o PORD11, ou fundos tradicionais — apresentam um bom histórico de

geração de valor. Naturalmente, ao longo desse período, as carteiras enfrentaram episódios de inadimplência, mas, por meio da execução das garantias e de uma boa diversificação, foi possível mitigar o impacto negativo sobre os resultados.

Em resumo, a equipe demonstrou capacidade de entregar bons retornos aos cotistas. Ainda assim, entendemos que há espaço para melhorias na alocação de recursos do PORD11, especialmente no sentido de reduzir os longos períodos com elevado volume de caixa.

## Riscos do Negócio

O risco de crédito está presente no fundo, por ser inerente aos fundos de recebíveis. Os CRIs são instrumentos de renda fixa, e um dos principais riscos dessa classe de investimento é justamente o risco de crédito — também conhecido como risco de calote. Por se tratarem de dívidas, o monitoramento constante da saúde das operações é fundamental para evitar perdas.

No caso do PORD11, esse risco se concretizou em 2024, com a inadimplência do CRI Novo Mundo. Até o momento, o fundo conseguiu recuperar apenas parte do valor investido; o restante segue sendo objeto de ação judicial em andamento.

Ainda no contexto do risco de inadimplência, a exposição de 7,1% ao CRI Coteminas também inspira preocupação, uma vez que a companhia entrou em processo de recuperação judicial. Embora o CRI não esteja entre os créditos abrangidos pela recuperação, e, portanto, siga adimplente, o risco não pode ser ignorado.

A gestão do fundo ressalta que a dívida em questão não possui risco direto da Coteminas, pois seu fluxo de pagamento decorre do aluguel de imóveis da empresa. Assim, desde que esses empreendimentos permaneçam

ocupados, o fundo continuará recebendo normalmente as parcelas devidas.

A forma como a operação foi estruturada demonstra o cuidado da gestão com os detalhes, visando reduzir o risco de impactos negativos. Ainda que reconheçamos as precauções adotadas, não nos sentimos 100% confortáveis com tamanha exposição a esse papel.

Por fim, a passividade da equipe de gestão pode ser considerada um risco, na medida em que resulta em menor retorno para os cotistas. A Polo trata o alto percentual de caixa do fundo como uma demonstração de conservadorismo, mas, conforme vimos ao longo deste relatório, essa situação se repete em diferentes contextos, o que evidencia certa negligência na alocação dos recursos.

Embora o PORD11 tenha gerado valor no longo prazo, entendemos que seus resultados poderiam ter sido ainda melhores, caso a manutenção de grandes volumes em liquidez tivesse sido evitada.

Enquanto outras gestoras demonstram capacidade de alocação eficiente em diversos cenários, a Polo adota uma postura excessivamente passiva.

## Resultados Anteriores

Gostamos de iniciar a análise dos resultados anteriores de um FII pela observação de seu histórico de rendimentos, apresentado na figura a seguir. No caso do PORD11, optamos por exibir o histórico referente à sua fase pública.

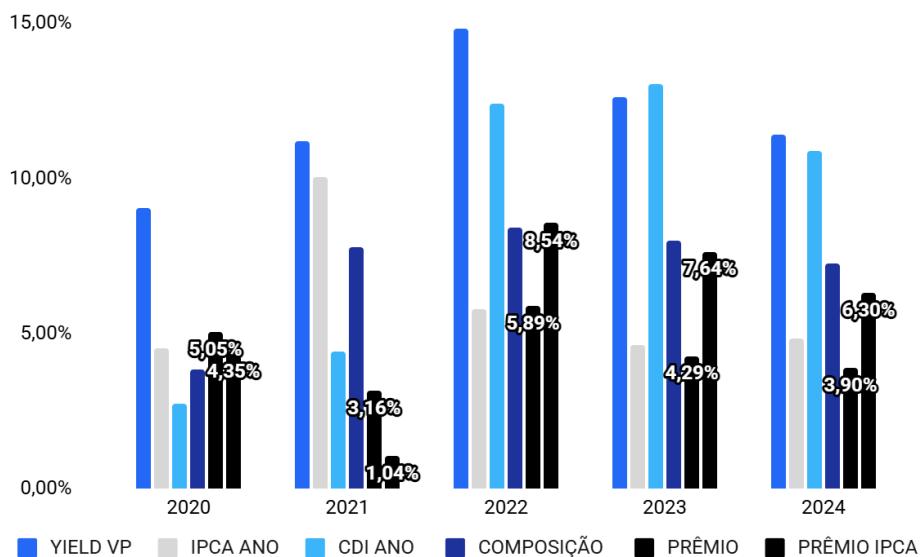


Desde janeiro de 2020, o PORD11 distribuiu um total de R\$6,861 por cota em rendimentos, com um *dividend yield* médio mensal de 1,06%.

Após a redução da exposição ao IGP-M e o início da mescla entre CDI e IPCA, observamos um ganho de estabilidade nos rendimentos do fundo.

Atualmente, o fundo mantém uma distribuição entre R\$0,09 e R\$0,10 por cota, o que corresponde a um *dividend yield* mensal entre 1,13% e 1,26%. Dado o perfil da carteira, é esperado que esse intervalo seja mantido ao longo do próximo semestre. Vale lembrar que o fundo ainda conta com R\$0,051 de inflação acumulada e R\$0,027 de saldo não distribuído, totalizando um estoque de resultado de R\$0,078 por cota.

Uma das principais funções de um FII de papel é entregar a correção proporcionada por seu indexador de referência, acrescida de um prêmio pelo risco. A figura abaixo apresenta o histórico de resultado gerado pelo PORD11 acima de uma carteira composta por 40% de CDI e 60% de IPCA.



*Histórico de prêmio sobre indexadores.*

Fonte: Simpla Club.

Em relação a uma carteira composta por 40% de CDI e 60% de IPCA, o fundo apresentou, em média, um *dividend yield* 4,46% superior. Quando comparado apenas com a inflação, o prêmio médio entregue ao investidor foi de 5,57%.

Os resultados são positivos, mas poderiam ter sido ainda melhores caso a gestão não tivesse mantido um volume tão elevado de caixa em determinados períodos.

O retorno total — que considera a valorização da cota somada ao reinvestimento dos dividendos — foi de 269,95%. Para efeito de comparação, no mesmo período, o IPCA acumulou 101,68% e o CDI, 223,78%.

É importante destacar que os dados de retorno total consideram o período desde a criação do fundo, em 2012.

## 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 pelo PORD11 foi de R\$9,57 por cota. Atualmente, o fundo é negociado a R\$7,95, o que resulta em uma relação P/VP de 0,83.

Os principais FIIs de papel negociam, em média, a um P/VP de 0,96. Portanto, o PORD11 está muito mais descontado que a média.

Entretanto, considerando o tamanho do fundo, o percentual alocado em caixa e os pequenos problemas em CRIs da carteira, é justo acrescentar uma margem de segurança em sua avaliação.

Em vez de adotarmos um valor patrimonial (VP) de R\$9,57 por cota, utilizamos R\$8,90 como valor justo. Com isso, o P/VP do PORD11 passa a ser de 0,89.

Esse resultado ainda representa um desconto significativamente superior à média do mercado. No entanto, já é possível encontrar outros ativos com indicador semelhante. Considerando essa margem de segurança, identificamos ao menos três FIIs mais seguros que negociam com desconto similar ao do PORD11.

## Opinião do Analista

O PORD11 é um ativo de recomendação complexa, pois, em uma análise superficial, é fácil aprová-lo. No entanto, ao aprofundarmos a avaliação, identificamos algumas características que exigem maior atenção.

O fato de possuir um patrimônio líquido reduzido já o coloca em desvantagem frente a outras opções do mercado. Ainda assim, sua diversificação de carteira é satisfatória — embora seja recomendável reduzir a exposição ao CRI da Coteminas.

A geração de dividendos do fundo é bastante competitiva, especialmente por combinar dívidas indexadas ao CDI e ao IPCA. Essa mescla confere maior estabilidade e permite ao fundo gerar rendimentos atrativos em contextos de Selic elevada.

A gestão também merece destaque pela transparência e pelo bom histórico no mercado de crédito. No entanto, é justamente da atuação da Polo que surge um dos principais pontos negativos do PORD11: sua elevada alocação em caixa.

Observamos que, ao longo de vários períodos da sua história, o fundo manteve uma parcela significativa do patrimônio líquido investido em liquidez. Esse conservadorismo da gestão acabou se convertendo em passividade, o que comprometeu a geração de resultados.

Atualmente, o fundo é negociado com um grande desconto em relação ao seu valor patrimonial — superior, inclusive, à média dos concorrentes. Acreditamos que o mercado penaliza o PORD11 principalmente por sua elevada posição em caixa e pelo histórico recente de CRIIs com problemas.

Assumindo que é necessário adotar uma margem de segurança mais ampla para o fundo, o desconto deixa de ser tão expressivo quando comparado a determinados ativos. Em nosso ranking, identificamos três fundos com P/VP próximo de 0,90 que oferecem maior segurança do que o PORD11.

Com base em todos os pontos analisados, nossa recomendação é de venda do PORD11. Mesmo tratando-se de um FII de CRII negociado com grande desconto em relação ao valor patrimonial, entendemos que, ao realocar esse capital para alternativas com desconto semelhante e menor risco, o investidor não será prejudicado.

Nossa recomendação é de venda.

## 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 10.12.2025

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 declararam, 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.*



