



# Análise

# TRXF11

**Produzido por SIMPLA CLUB**

Carlos Humberto Junior

## Breve Histórico

O TRXF11 nasceu em 2019 para ser a nova face de uma TRX renovada. Fundada em 2007, a gestora possuía um histórico bastante negativo no mercado de FIIs, tendo contribuído para a destruição de valor em ativos como TRXL11 e XTED11. Após reconhecer seus erros, principalmente a perda de foco decorrente do crescimento acelerado, e realizar mudanças internas, a TRX conquistou um novo voto de confiança do mercado.

Uma das promessas da gestão era de que o TRXF11 seria o único fundo da casa, demonstrando que o problema de foco não voltaria a afetar os investidores. Justamente pela intenção de transformá-lo no carro-chefe da gestora, sempre foi comunicado que se tratava de um FII de properties, ou seja, de tijolo, mas sem a necessidade de exposição a um único segmento. A TRX sempre deixou clara sua intenção de construir um portfólio diversificado entre diferentes tipos de imóveis.

Para dar tração a um fundo novo e administrado por uma gestora com histórico conturbado, a estratégia inicial foi buscar exposição a um segmento que vivia uma lua de mel com os investidores: o varejo alimentício. Por isso, em 2020, foi realizada uma grande operação com o Pão de Açúcar, no valor de R\$1,1 bilhão. Com elevada alavancagem e contratos atípicos, o TRXF11 se estabeleceu como um bom pagador de dividendos, tanto em volume quanto em estabilidade.

Com o passar do tempo, a gestão reconquistou a confiança do mercado, já que os resultados do fundo serviam como evidência dessa melhora. Entre 2021 e 2023, os dividendos do fundo aumentaram 21%, o que contribuiu para a manutenção de um dividend yield entre 10% e 12%, patamar elevado para um fundo de tijolo.

Porém, foi a partir do fim de 2024, com o lançamento do TRXY11, que a gestão começou a realizar operações que incomodaram o mercado.

Naquele momento, ainda eram operações de pequeno volume e com justificativas plausíveis, mas que, hoje, podem ser vistas como um presságio do cenário atual.

## **A Nova Moda do Mercado**

Os fundos de investimento são produtos que precisam passar por avaliações qualitativas e quantitativas. Não basta apenas olhar os números; é preciso também confiar no trabalho do gestor, pois ele é fundamental para a manutenção dos bons resultados.

Um grande risco existente em qualquer tipo de fundo de investimento é o desalinhamento de interesses entre gestor e investidor, já que nem sempre o que é melhor para um será o ideal para o outro. Obviamente, um gestor deseja que o fundo apresente um bom desempenho, pois, quanto maiores sua reputação, liquidez e resultados, mais fácil se torna aumentar seu patrimônio e, conseqüentemente, sua remuneração.

A maior parte das gestoras demonstra bom alinhamento com seus investidores, principalmente ao atrelar suas taxas de remuneração ao valor de mercado do fundo, e não ao patrimônio líquido. Dessa forma, um fundo que se desvaloriza gera menos receita para a instituição.

Ainda assim, é possível utilizar manobras para aumentar os ganhos da gestão sem beneficiar os cotistas ou até mesmo prejudicando-os. Inclusive, boas gestoras já cometeram deslizes, mas foram perdoadas em razão de um histórico marcado por muitos acertos. Não é nenhuma surpresa que, ao longo da vida de um FII, seja em 5, 10, 15 ou 20 anos, erros sejam cometidos.

Essa introdução é muito importante para entendermos o uso de emissões com pagamento em cotas. Esse tipo de operação começou como uma grande sacada, mas hoje se tornou uma prática utilizada de forma excessiva por alguns gestores.

A ideia é muito simples: para crescer, um FII precisa realizar novas emissões de cotas. Porém, nem sempre o mercado está disposto a fornecer mais dinheiro ao fundo. Nesse contexto, surgiu uma alternativa capaz de reduzir a dependência do interesse dos investidores.

O rito normal de uma emissão consiste em o fundo oferecer novas cotas a um preço acima de seu valor patrimonial, mas abaixo do valor de mercado, o que incentiva o cotista a participar e ajudar na captação de novos recursos. Acontece que a forte desvalorização do mercado de FIIs nos últimos cinco anos impossibilitou que muitas ofertas fossem realizadas acima do valor patrimonial e abaixo do valor de mercado, reduzindo essa fonte de novos recursos.

Então, surgiu a ideia de emitir cotas pelo valor patrimonial e utilizá-las como forma de pagamento na aquisição de imóveis. Os cotistas pessoa física nunca foram o principal alvo dessas emissões, já que não faz sentido pagar R\$100 por um FII que pode ser comprado por R\$90 na corretora. Entretanto, para proprietários de imóveis interessados em liquidez, essa se tornou uma oportunidade de se desfazer das propriedades recebendo, em troca, cotas de um FII que poderiam ser convertidas em dinheiro com maior facilidade.

Dessa forma, deu-se início à temporada de “impressão de dinheiro”, na qual vários FIIs passaram a emitir cotas e utilizá-las em novas aquisições. Obviamente, há quem tenha utilizado esse artifício de maneira controlada e inteligente, mas não foi o caso do TRXF11, o que nos leva ao cenário atual, marcado por uma queda de 30% em 2026.

## O Que Aconteceu Desde 2025

O TRXF11 encerrou 2024 com R\$2 bilhões de patrimônio, captados ao longo de 10 emissões. Já ao fim de 2025, após realizar sua 11.<sup>a</sup> e 12.<sup>a</sup> emissões de cotas, seu patrimônio líquido saltou para R\$6 bilhões. Em apenas um ano e

com duas captações, a gestão triplicou o tamanho do fundo sem precisar, necessariamente, do aval de seus investidores, já que bastava “imprimir as cotas” e utilizá-las nas aquisições.

O simples fato de crescer de forma tão acelerada já era considerado por nós um problema. Reforçamos essa preocupação em nossas lives com clientes e também em conversas com a própria gestora. Não acreditávamos que esse ritmo de crescimento fosse saudável, principalmente por fatores qualitativos.

Os números do TRXF11, por outro lado, nunca deram margem para grandes dúvidas. Inclusive, as emissões ajudaram a reduzir a alavancagem e a aumentar a diversificação do fundo.

O receio sempre esteve relacionado à perda de foco e ao excesso de diversificação setorial, já que, durante o crescimento de 2025, foram incluídos no portfólio não apenas ativos de varejo, mas também hospitais, agências bancárias, shoppings, galpões logísticos, entre outros.

Ter diferentes tipos de imóveis em um mesmo portfólio exige multidisciplinaridade da equipe de gestão. De fato, a TRX realizou contratações para qualificar ainda mais o time. Mesmo assim, entendemos que a busca por crescimento foi excessiva.

Então chegamos a 2026. Com o fundo já pressionado pelo crescimento do ano anterior, a TRX decidiu dobrar a aposta e anunciar a 13.<sup>a</sup> emissão de cotas, com o objetivo de captar R\$5 bilhões, podendo chegar a R\$10 bilhões. Considerando o cenário-base, o fundo atingiria R\$11 bilhões de patrimônio líquido, tornando-se o maior da indústria. No cenário menos provável, chegaria a R\$16 bilhões, o equivalente a oito vezes seu tamanho de menos de dois anos atrás.

O mercado foi claro em relação à sua opinião sobre esse movimento mais recente e, desde o anúncio da 13.ª emissão, em 5 de agosto de 2026, a desvalorização do TRXF11 supera 20%.

## **Sarna Para Se Coçar**

Acreditamos que a vida estava muito tranquila na TRX, pois não vemos sentido em comprar essa briga com os investidores.

Existem benefícios nesse aumento patrimonial, que inclusive já foram citados, como maior diversificação de devedores, redução da alavancagem e manutenção de um prazo médio contratual elevado, entre outros. Porém, a lista de problemas também é extensa, sendo alguns de difícil solução e outros de longa duração.

A começar pela perda de credibilidade da gestão, pois não é normal um FII cair tanto no mercado sem apresentar problemas operacionais. O sinal é claro de desconforto com as decisões tomadas. Portanto, trata-se mais de um fator subjetivo do que objetivo.

Isso gera uma enorme dúvida sobre o futuro do FII: o que falará mais alto, o sentimento de desconfiança ou os resultados do fundo? A lógica é que um fundo que gera valor tenha sua cota apreciada, mas não sabemos se o TRXF11 seguirá essa lógica a partir daqui. Obviamente, isso considerando que os resultados permaneçam intactos, já que, com o crescimento exagerado, a qualidade do trabalho pode ser prejudicada.

Aqui temos um gancho para outro problema: as aquisições ruins. É praticamente impossível comprar bilhões em imóveis em tão pouco tempo sem se expor a alguns ativos de menor qualidade. Isso ocorre principalmente nas aquisições em atacado, nas quais o vendedor, como diz o ditado, sempre manda um osso junto com a carne.

O TRXF11 foi muito questionado pela compra das agências bancárias e, mais recentemente, pela aquisição de um portfólio de shoppings com rentabilidade abaixo da média. É fato que, ao sair de R\$2 bilhões para R\$6 bilhões, ativos de menor qualidade foram adicionados ao portfólio, e o mesmo tende a se repetir após a 13.<sup>a</sup> emissão.

A perda de foco e o receio em relação à capacidade técnica da gestão também merecem ser mencionados. Aqui, é preciso fazer um adendo, já que gostamos do time montado pela TRX, pois muitos profissionais provaram seu valor ao longo de anos no mercado.

Quando nos referimos à falta de capacidade técnica, estamos falando simplesmente do receio de que tenha sido dado um passo maior que a perna. Ser bom em alguns setores não significa, necessariamente, estar preparado para gerir os diversos tipos de imóveis que passaram a fazer parte do TRXF11.

A TRX tinha a confiança do mercado em sua capacidade de gestão, mas resolveu se testar e agora precisa lidar com a preocupação e a dúvida dos investidores.

Por fim, chegamos ao que julgamos ser o maior problema de todos: o pagamento dos imóveis com cotas do fundo. A existência dessa questão é justamente o motivo pelo qual esse tipo de operação exige enorme cuidado.

Um vendedor de imóvel dificilmente deseja manter um FII em carteira. O recebimento em cotas é uma forma de trocar um ativo pouco líquido por outro negociado em bolsa e, portanto, mais fácil de ser transformado em dinheiro.

Em um cenário de Selic de dois dígitos, torna-se mais difícil vender propriedades, o que representa mais um incentivo para que os vendedores aceitem cotas de FIIs como forma de pagamento.

A grande questão surge justamente no momento da saída desses investidores, já que a pressão vendedora sobre as cotas do fundo pode se tornar muito elevada. Em 2025, o TRXF11 registrou um volume médio diário máximo de aproximadamente R\$11 milhões em negociações.

Ao longo de 2026, esse volume de negociações do fundo dobrou e, em agosto, alcançou R\$43 milhões.

Se os vendedores de imóveis querem transformar suas cotas em dinheiro, precisam vendê-las no mercado, originando uma forte pressão vendedora que, no mínimo, tende a manter a cotação estagnada e, no cenário-base, pode provocar desvalorização.

Ao realizar aquisições por meio de cotas, o fundo cria amarras contratuais relacionadas ao prazo e à quantidade de cotas que podem ser vendidas. Essas restrições são suficientes apenas para suavizar a pressão vendedora, mas não para eliminá-la.

Até agosto de 2026, o TRXF11 já vinha sofrendo bastante em razão da captação de R\$4 bilhões realizada no ano anterior, e ainda continuaria enfrentando os efeitos dessa operação. Agora, com a possibilidade de emitir mais R\$5 bilhões ou até R\$10 bilhões em cotas, a TRX está renovando uma pressão vendedora que pode durar anos.

A queda atual da cotação excedeu os limites que consideramos saudáveis, mas, mesmo imaginando um cenário futuro de maior tranquilidade por parte dos investidores, é provável que o TRXF11 encontre um patamar de estagnação diante da grande quantidade de vendedores de imóveis transformando suas cotas em dinheiro.

É difícil vislumbrar, no curto prazo, uma recuperação do fundo para os antigos patamares próximos de R\$100 enquanto bilhões de reais em cotas continuarem sendo despejados no mercado.

## Conclusão

A TRX não facilitou o trabalho do analista, pois o TRXF11 segue apresentando resultados consistentes, mas passou a ter um futuro extremamente incerto.

O fato de boa parte do problema do fundo ter se tornado subjetiva, especialmente pela desconfiança em relação à gestão, é uma justificativa importante para a desvalorização da cota e para o elevado pessimismo do mercado.

Como de costume, os investidores tendem a supervalorizar os fatos, o que pode levar a fortes movimentos de valorização ou desvalorização dos ativos em um curto período de tempo.

Por isso, não acreditamos que seja correto vender o fundo no “olho do furacão”. A TRX errou, sem dúvidas, mas o problema tende a ser menor do que o atualmente precificado pelo mercado.

Não se enganem: o TRXF11 entrou em uma grande crise, mas, ainda assim, apresenta fatores qualitativos que nos fazem considerar a queda exagerada.

A falta de credibilidade da gestão e a pressão vendedora, que deve durar anos, são motivos para evitar a compra do fundo neste momento.

O melhor que o investidor pode fazer agora é aguardar.

**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 24.08.2026

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.*

