

Vinte séries de CRI, uma incorporadora em estresse

O que os documentos públicos mostram sobre a exposição do mercado de CRI à You Inc: quanto foi emitido, quanto ainda existe, quem carrega o papel, quem mais tem garantia sobre os mesmos imóveis e por que caminhos as renegociações têm passado.

Setembro de 2026 Base própria de 4.390 séries Saldos de 21/06 e 08/09/2026

SÉRIES 20 7 com a holding como devedora direta	EMITIDO 904,9 R\$ milhões	SALDO VERIFICÁVEL 500,3 R\$ milhões em 15 séries	FUNDOS EXPOSTOS 22 R\$ 227,2 mi nos informes de 2026	VENCE ATÉ DEZ/26 198,6 R\$ milhões, 40% do saldo
--	---------------------------------	--	--	--

O perímetro foi montado por leitura de termo de securitização, série a série. Entram as séries em que a companhia figura no documento como devedora, cedente, garantidora, fiadora, avalista ou obrigada a covenant. Três delas só apareceram pelo campo de pendências do agente fiduciário, que cobra covenant da holding em operações onde o nome dela não consta do cadastro.

As vinte séries e o calendário

VENCIMENTO	SÉRIE	PROJETO	FII DETENTOR	EMITIDO	SALDO	SITUAÇÃO RELEVANTE
27/03/2024	23C1735023	—	BTHF11 *	20,5	0,0	resgatada antecipadamente
23/04/2025	21D0695718	—	VGIR11, VGHF11, BTCI11 *	48,0	n.p.	vencida, sem baixa no cadastro
15/12/2025	24K2592164	—	CLIN11	9,3	n.p.	vencida, sem baixa no cadastro
20/04/2026	21D0696194	—	VGIR11, VGHF11, RCRI11 *	42,0	n.p.	
28/05/2026	21E0608916	—	VGIR11	62,2	n.p.	
20/08/2026	21F0927708	Cayenne e Livina	IRIM11	28,3	13,6	
20/08/2026	21H0926803	Livina	IRDM11 *	17,0	5,1	
27/11/2026	21L0002653	Oscar Freire Unlimited *	VGIR11, VGHF11	90,0	68,0	
09/12/2026	21L0329277	Pk. Mariana, Sergipe Bo., Maceió 88, Paulistânia	CVPR11, PORD11, ALZC11 +5	100,0	52,9	garantia migrada para unidades, a confirmar
09/12/2026	21L0329279	idem 21L0329277	BTCI11, SPXS11, KIV011 +3	80,0	42,3	garantia migrada para unidades, a confirmar
16/12/2026	21L0666218	Authentique Perdizes *	WHGR11	28,0	16,7	obra parada desde 2025 segundo a imprensa
29/06/2027	24E3191695	Maceió 88 Higienópolis e Sergipe Boutique	BTHF11 *	76,6	20,6	resgate por dação aprovado em 13/11/2025
22/11/2027	22K0065025	Quartier Capote *	BTCI11	28,0	24,1	AF condicionada à baixa de hipoteca
23/11/2027	22K1108730	Quartier Capote *	BTCI11	28,0	24,2	AF condicionada à baixa de hipoteca
26/11/2027	22D0847833	dívida corporativa	VGIR11, VGHF11, CVPR11 +3	49,0	62,3	juros capitalizados, saldo acima do emitido
27/11/2028	22D0847835	dívida corporativa	VGIR11, CVPR11, VGHF11 +5	81,0	103,7	juros capitalizados, saldo acima do emitido
15/12/2028	24L2029849	—	WHGR11	10,0	8,3	
26/12/2028	24L2728044	Capote e Baro	AZPE11	55,0	9,0	
11/09/2029	24I1126394	—	IRIM11	17,0	11,0	AF de unidades aprovada e não constituída
28/01/2033	26B2040759	dívida corporativa	—	35,0	38,5	emitida em fevereiro de 2026
20 séries				904,9	500,3	

FII detentor: fundos que declaram a posição no informe mensal de 2026, os maiores primeiro. Ticker com asterisco é posição declarada em informe anterior a 2026, que pode já não existir. Projeto com asterisco foi inferido pela SPE e pelo endereço do lastro, não nomeado no documento. Traço significa que nenhum documento lido nomeia projeto. n.p. significa saldo não publicado por nenhuma fonte aberta. São quatro séries, todas com agente fiduciário que não disponibiliza saldo por consulta pública. Duas delas já passaram do vencimento e seguem marcadas como adimplentes no cadastro. Saldo acima do valor emitido não é erro: é a assinatura contábil de juros incorporados ao principal.

Quem carrega o papel

Os fundos imobiliários publicam a carteira todo mês com o CRI identificado. Nos informes de 2026, **vinte e dois fundos** declaram posição nessas séries, somando **R\$ 227,2 milhões**. A concentração é alta: VGIR11 responde por R\$ 92,4 milhões, ou 40,7% da exposição conhecida, seguido por VGHF11 (R\$ 21,3 mi), WHGR11 (R\$ 21,2 mi), BTCI11 (R\$ 20,4 mi) e CVPR11 (R\$ 19,2 mi). Quatro casas concentram 69%.

Outros vinte e quatro fundos aparecem com posição em informes anteriores a 2026, somando R\$ 110,7 milhões, entre eles IRDM11, MORC11, QAMI11, VGIP11, AFHI11 e BARI11. Como o informe mais recente não repete a posição, não é possível afirmar de fora se venderam, se a série foi liquidada ou se apenas deixaram de declarar. A exposição real do mercado está entre R\$ 227 e R\$ 338 milhões.

O que a certidão de matrícula mostrou e o relatório não mostrava

Dez matrículas foram adquiridas e lidas no portal do registro de imóveis, por algumas dezenas de reais cada. Elas respondem três perguntas que nenhum relatório de agente fiduciário respondia, e todas as três são sobre o **Park Mariana** e o **Maceió 88 Higienópolis**.

1. Quem é o credor conjunto do Park Mariana, e em que ordem

O **Park Mariana by You, Inc**, duas torres e 379 unidades na Vila Mariana, é o maior lastro da emissão de R\$ 180 milhões de 2021. A matrícula 137.057, 1º Oficial de São Paulo, registra um contrato com **garantia hipotecária do Banco Bradesco**, com dívida reconhecida de **R\$ 33,8 milhões** em maio de 2026. Em abril de 2026 uma securitizadora registrou alienação fiduciária sobre 31,5% do imóvel, e o registro classifica cada uma das 297 unidades como primeira alienação fiduciária ou **alienação fiduciária superveniente**. Superveniente quer dizer gravame anterior existente. **O banco chega primeiro por hipoteca; a securitização entra atrás**. É a ordem de prioridade que as demonstrações financeiras não informam e que o termo de securitização não menciona.

2. Qual obra atrasou, com data

A do Park Mariana. Os aditamentos do contrato com o Bradesco estão averbados na matrícula e datam o atraso duas vezes em sete meses. Nenhum documento da operação de CRI informa isso.

AVERBAÇÃO	DÍVIDA RECONHECIDA	CONCLUSÃO DA OBRA	CONSOLIDAÇÃO DO SALDO
13/02/2026	R\$ 33.282.555,77	18/07/2025 para 18/04/2026	18/01/2026 para 18/10/2026
29/05/2026	R\$ 33.783.376,54	18/04/2026 para 18/12/2026	18/10/2026 para 18/06/2027

3. Onde está a garantia das duas séries de 2021

Em fev/2022 a securitizadora registrou alienação fiduciária de R\$ 180 milhões sobre oito matrículas. Elas foram fundidas numa matrícula nova, que recebeu a incorporação e depois foi desmembrada em unidades, caminho normal de qualquer incorporação. No terreno, a propriedade fiduciária foi cancelada em

nov/2022, como é de praxe quando a garantia migra para as unidades individualizadas.

O que a certidão do terreno não responde é **em quais unidades essa garantia foi reconstruída**: quem aparece na alienação fiduciária de abr/2026 é outra securitizadora. Com as duas séries vencendo em **09/12/2026** e R\$ 95,2 milhões de saldo, é a pergunta que um titular faria ao agente fiduciário, e ela se responde com a certidão de algumas matrículas de unidade, não com o anexo do termo.

Os dois casos, esquematicamente

PARK MARIANA · QUEM TEM GARANTIA SOBRE O TERRENO HOJE	MACEIÓ 88 HIGIENÓPOLIS · O CRI QUE FOI PAGO EM UNIDADES
 Banco Bradesco · hipoteca R\$ 33,8 mi em mai/2026. Obra prorrogada duas vezes  OPEA Securitizadora · AF superveniente 31,5% do imóvel, registrada em abr/2026, 297 unidades listadas  CRI Vert 21L0329277 e 21L0329279 · não aparecem no terreno AF de R\$ 180 mi cancelada em nov/2022, quando a garantia migra para as unidades. Em quais unidades ela está hoje é o que falta confirmar. Vencem em 09/12/2026 com R\$ 95,2 mi de saldo	mar/2022 AF à Vert, R\$ 78,8 mi, dentro da 60ª emissão ago/2022 AF à YOUPE sobre 28,11%, R\$ 18,7 mi jul/2024 AF da Vert é cancelada, a pedido da credora. O imóvel sai da estrutura do CRI de 2021 out/2024 AF à True sobre 67,84%, R\$ 45,4 mi, lastro da série 24E3191695 nov/2025 Assembleia aprova resgate antecipado total por dação, com estoque e recebíveis dez/2025 AF da YOUPE é cancelada. A dação aparecendo no registro 2026 Dezenas de cancelamentos parciais de afetação, unidades sendo liberadas

À esquerda, um CRI cuja garantia migrou para as unidades e que divide a obra com um banco que chega primeiro. À direita, um CRI que foi liquidado com ativo em vez de prazo, e fechou sem default declarado. Mesma incorporadora, mesmo ano, desfechos opostos.

Os outros caminhos, os que só adiam

- Suspensão de covenant.** Waiver prévio para não apurar índice financeiro e índice de garantia até 2027. O covenant não foi descumprido, foi desligado.
- Capitalização com carência.** As séries 22D0847833 e 22D0847835, dívida corporativa da holding, R\$ 130 milhões emitidos, hoje somam **R\$ 166,0 milhões** de saldo, sem desembolso novo ao devedor.
- Conversão do vencimento antecipado.** Em 21/07/2026, um evento que era automático passou a depender de assembleia. Dissidência de 7,31%, que deixou de poder executar sozinha.

Quatro assembleias em nove meses na mesma emissão, e em nenhum momento houve inadimplência declarada no cadastro. A marca do cadastro chega depois, quando chega.

O detalhe mais curioso: o imposto de renda do avalista como moeda de troca

Na assembleia que aprovou capitalização de juros e carência de amortização, a contrapartida pedida aos credores foi a **apresentação da declaração de imposto de renda do fiador pessoa física**. E o mesmo ato aprovou que o documento ficasse **disponível apenas ao agente fiduciário, não aos titulares dos CRI**.

Lido sem ideologia, isso não parece má fé. Parece o encontro de duas preocupações legítimas. De um lado, o credor que concede prazo e capitaliza juros quer medir a única garantia que sobra de pé, que é o patrimônio pessoal de quem avalizou. Do outro, um empresário que não quer sua declaração de renda circulando entre dezenas de titulares de CRI, alguns dos quais são concorrentes, fornecedores ou potenciais litigantes. Receio de publicidade indevida e vontade de proteger o patrimônio pessoal explicam a restrição melhor do que qualquer intenção de esconder.

O problema é estrutural, não moral: **quem votou não pôde medir o que estava recebendo em troca**. O aval de pessoa física é o que faz a renegociação acontecer na mesa em vez de no judiciário, e é também a garantia mais difícil de dimensionar de fora.

Como isso se resolve sem expor ninguém: o agente fiduciário recebe o documento como fiel depositário e emite aos titulares um **parecer de capacidade**, com faixas e razões em vez de números absolutos, dizendo se o patrimônio líquido do avalista cobre a exposição e em que ordem de grandeza. O titular decide informado, o avalista não tem a declaração circulando, e o mecanismo fica escrito no termo desde a emissão em vez de ser negociado no meio de uma crise.

O que eu levaria disso para qualquer operação

- Saldo publicado é condição de análise.** Quatro das vinte séries não publicam saldo em nenhuma fonte aberta, e duas delas já venceram. Onde não há saldo, não há conversa sobre risco, há opinião.
- Contar assembleias é mais barato que ler assembleias.** A frequência antecede qualquer rótulo de inadimplência e não custa nada medir.
- Certidão de matrícula uma vez por ano.** Três campos bastam: garantia registrada, ordem do gravame, ônus novo. Numa incorporação a garantia migra de terreno para unidades, o que é normal, mas só a certidão diz onde ela está agora e quem está na frente.
- Informação que sustenta o voto precisa chegar a quem vota, mesmo que em forma resumida.** Parecer de capacidade do avalista emitido pelo agente fiduciário resolve os dois lados, e deve estar no termo desde a emissão.
- Quórum qualificado para alterar cláusula de vencimento antecipado.** Se a proteção individual vira decisão coletiva por maioria simples, ela não é proteção.

Fontes públicas: cadastro de CRI e informes mensais de fundos imobiliários, termos de securitização e atas de assembleia publicados no FNET, portais e relatórios de agentes fiduciários, demonstrações financeiras da companhia e certidões de matrícula obtidas no portal do registro de imóveis. Levantamento próprio sobre base de 4.390 séries de CRI. Este material é informativo e não constitui recomendação de investimento nem juízo sobre a solvência de qualquer companhia.