NOTA DE PESQUISA · CASO YOU INC · SETEMBRO DE 2026

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.

Levantamento próprio sobre base de 4.390 séries de CRI. Saldos de 21/06 e 08/09/2026. Apenas fonte pública.

Receber as próximas notas

Baixar em PDF

20 séries no perímetro, 7 com a holding como devedora direta	904,9 mi R$ emitidos no conjunto das vinte séries
499,9 mi	198,6 mi

R$ de saldo verificável, em 15 séries	R$ vencendo até dez/2026, 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.

01 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, Valora CRI II	90,0	68,0	
09/12/2026	21L0329277	Park Mariana, Sergipe Boutique, Maceió 88, Paulistânia	BTIR11, CVPR11, PORD11 +4	100,0	52,9	garantia migrada para unidades, a confirmar
09/12/2026	21L0329279	idem 21L0329277	BTHF11, BTIR11, SPXS11 +4	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

VENCIMENTO	SÉRIE	PROJETO	FII DETENTOR	EMITIDO	SALDO	SITUAÇÃO RELEVANTE
22/11/2027	22K0065025	Quartier Capote *	BTIR11	28,0	24,1	AF condicionada à baixa de hipoteca
23/11/2027	22K1108730	Quartier Capote *	BTIR11	28,0	24,2	AF condicionada à baixa de hipoteca
26/11/2027	22D0847833	dívida corporativa	VGIR11, BTHF11, VGHF11 +4	49,0	62,3	juros capitalizados, saldo acima do emitido
27/11/2028	22D0847835	dívida corporativa	VGIR11, BTHF11, BTIR11 +6	81,0	103,7	juros capitalizados, saldo acima do emitido
15/12/2028	24L2029849	QG Cardoso de Melo, Torre JK *	WHGR11	10,0	7,9	
26/12/2028	24L2728044	Capote e Baró	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**	**499,9**	

Valores em R$ milhões. **FII detentor**: veículos que declaram a posição nos informes de 2026, mensal e trimestral, os maiores primeiro. Ticker com asterisco é posição declarada em informe anterior a 2026, que pode já não existir. A cruz (†) marca o veículo que identifica o CRI no informe e deixa o campo de valor em branco: a posição existe e o valor não é publicado. 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, e 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.

02 Quem carrega o papel

Os fundos imobiliários publicam a carteira com o CRI identificado. Nos informes de 2026, **vinte e três veículos** aparecem nessas séries e vinte declaram valor, somando **R$ 370,9 milhões**, o equivalente a 74% do saldo verificável do perímetro.

VEÍCULO	R$ MI	COTISTAS	ONDE
BTIR11, BTG Pactual Crédito para Incorporação	96,7	19.307	Quartier Capote, as duas séries inteiras, mais dívida corporativa e Vert 60ª
VGIR11	89,4	277.602	Oscar Freire Unlimited e dívida corporativa
BTHF11	54,4	313.907	dívida corporativa e Vert 60ª série 2
WHGR11	21,2	15.045	Authentique Perdizes e 24L2029849
CVPR11	19,2	3	dívida corporativa e Vert 60ª
Valora CRI II CDI Fluxo Mensal, fundo master	15,3	2	Oscar Freire Unlimited
BTGP RE HF Mult	13,4	3.454	dívida corporativa e Vert 60ª série 2
IRIM11	10,4	200.859	24I1126394
VGHF11	9,6	368.246	dívida corporativa
AZPE11	9,0	1	Quartier Capote e Baró (24L2728044)
ALZC11 8,4 · SPXS11 5,1 · PORD11 5,1 · BTCI11 4,9 · Valora Premium 2,4	25,9	303.917	Vert 60ª e dívida corporativa
OUJP11 1,6 · KIVO11 1,5 · FYTO11 1,5 · PCIP11 1,2 · XLPR11 0,7	6,4	156.948	Vert 60ª e dívida corporativa
20 veículos com valor declarado	**370,9**	**1.659.291**	

Três casas gestoras respondem por 76% de tudo o que é declarado. E a coluna de cotistas mostra onde o risco desta incorporadora realmente foi parar: **1,66 milhão de posições de cotista**, somadas as carteiras, quase todas de fundos de varejo com centenas de milhares de investidores cada. Não é crédito de balcão entre institucionais, é papel distribuído.

O maior detentor individual é o **BTIR11**, com R$ 96,7 milhões, acima do VGIR11, e carrega sozinho as duas séries do Quartier Capote.

No outro extremo da tabela estão três veículos que não são de varejo: o AZPE11 tem **um** cotista, o CVPR11 tem três, e o Valora CRI II é o fundo master de uma estrutura master e

feeder, com dois. Nesses, quem carrega o risco está uma camada adiante, no feeder ou no cotista único.

Cotistas conforme o informe mais recente de cada veículo. A soma conta posições, não pessoas: o mesmo investidor aparece em mais de um fundo. Onze veículos aparecem apenas em informes anteriores a 2026, somando R$ 84,6 milhões, entre eles Iridium Recebíveis, More Recebíveis, Quasar Crédito e VBI Rendimentos. Como o informe recente não repete a posição, não é possível afirmar de fora se venderam, se a série foi liquidada ou se apenas deixaram de declarar.

03 Declarado contra saldo: onde está o que ninguém declara

Há duas fontes independentes e vale cruzá-las. O saldo da série vem da securitizadora e do agente fiduciário, por código do papel. A posição vem do informe do fundo, e é a única fonte que nomeia o detentor. A diferença entre as duas é exposição que existe e não tem dono conhecido.

SÉRIE	PROJETO	SALDO	DECLARADO	RESÍDUO	COBERTU
22D0847835	dívida corporativa	103,7	96,1	7,6	93%
21L0002653	Oscar Freire Unlimited	68,0	55,5	12,5	82%
22D0847833	dívida corporativa	62,3	59,9	2,4	96%
21L0329277	Park Mariana e outros	52,9	34,0	18,9	64%
21L0329279	idem	42,3	36,0	6,3	85%
26B2040759	dívida corporativa, fev/2026	38,5	0,0	38,5	0%
22K1108730	Quartier Capote	24,2	24,4	0,0	101%
22K0065025	Quartier Capote	24,1	24,4	0,0	101%
24E3191695	Maceió 88 e Sergipe Boutique	20,6	0,0	20,6	0%
21L0666218	Authentique Perdizes	16,7	13,4	3,3	80%
21F0927708	Cayenne e Livina	13,6	0,0	13,6	0%
24I1126394	Moçambique	11,0	10,4	0,6	95%
demais quatro séries com saldo publicado		22,0	17,0	5,0	77%
total verificável		**499,9**	**371,0**	**128,9**	**74%**

Três leituras saem daí. A **cobertura de 101%** nas duas séries do Quartier Capote confirma que um único veículo carrega a emissão inteira, e que a marcação dele está acima do saldo par informado pelo agente fiduciário. A **cobertura de 0%** em quatro séries, R$ 72,7 milhões,

aponta comprador fora do universo de fundo imobiliário: na 26B2040759, dinheiro novo de fevereiro de 2026, e na 24E3191695, a operação liquidada por dação. E a **cobertura de 64%** na 21L0329277 mede quanto daquela série está em mãos que não publicam carteira, com vencimento em 09/12/2026.

O cruzamento também dá o limite superior de uma posição sem valor declarado: quem não publica número carrega, no máximo, o saldo da série menos o que os demais declaram.

04 A provisão está no informe, e não é a mesma para todos

Provisão de CRI dentro de fundo imobiliário costuma ser tratada como caixa preta. Não é. O informe traz quantidade e valor, e a divisão dos dois dá o preço unitário que o gestor atribuiu ao papel. Quantidade caindo é venda. Quantidade constante com preço caindo *pode* ser provisão, e é aqui que quase todo mundo erra, nós inclusive, até 17/09/2026.

O teste que separa uma coisa da outra é olhar os **outros** detentores da mesma série no mesmo mês. Se o preço cai em todos, e cai na mesma cifra, não houve julgamento de gestor nenhum: o saldo da série amortizou e todos continuam marcando ao par. Se cai em um só, com os demais parados, aí sim alguém reconheceu perda. Com um único detentor na série, o informe sozinho não responde, e a única saída honesta é comparar o preço declarado com o saldo par informado pelo agente fiduciário.

> **A ARMADILHA, COM NOME E NÚMERO**
>
> Na 21L0329277, entre junho e julho de 2024, o preço unitário caiu de cerca de 1.020 para cerca de 565. Parece provisão de 44% e não é: o corte aparece em cinco dos seis detentores no mesmo mês e quase na mesma cifra, 560,56, 565,16 e 567,82. É amortização. Rodamos esse teste sobre as 12.190 quedas de preço unitário da base inteira: **2.763 são amortização** e seriam lidas como provisão por quem olhasse um detentor de cada vez.

O CRI do Authentique Perdizes, provisão medida

O único detentor da 21L0666218 manteve as 28.000 cotas em toda a série histórica e derrubou o preço unitário declarado: 703,88 em fevereiro de 2025, depois 636,14, 622,50, 597,14 e **477,25 em abril de 2026**. Como aqui há um detentor só, o teste acima não se aplica, e a prova vem do saldo: o agente fiduciário informa **R$ 16,7 milhões** sobre as 28.000 cotas, ou seja, **par de 596**. O detentor declarava 597,11 até março, colado no par, e passou a 477,25 em abril. As quedas anteriores eram amortização; essa não é. O corte é de **20% abaixo do par** e vale **R$ 3,36 milhões em um trimestre**, sem nenhuma cota vendida.

A dívida corporativa, mesma série, mesmo mês, três marcações

Na 22D0847835, em abril de 2026, seis detentores declaram preço unitário de 1.237 e dois declaram 1.185, sobre nominal de R$ 1.000 que já embute os juros capitalizados. Um declara **907**. Em janeiro de 2026 a distância era maior: 1.184 e 1.128 contra **772**, ou seja, 65% do par. Mesmo papel, mesmo emissor, mesmo mês, e aqui o teste dá provisão: cai um, os outros ficam parados. O que muda é a régua de cada gestor, e ela é pública.

Uma ressalva sobre o rótulo. "Dívida corporativa" é como o termo de securitização descreve estas duas séries, e foi assim que as classificamos. Parte dos detentores descreve a mesma exposição, no relatório gerencial, pelo nome e pelo endereço do projeto que a garante. As duas descrições conviviam nesta nota como se fossem exposições diferentes, e para o cotista não são: quem compra a dívida da holding está exposto aos mesmos projetos, com uma camada a mais de estrutura no meio. A distinção serve para saber onde está a garantia, não para separar risco.

> **O QUE ISSO VALE COMO MÉTODO**
>
> Dá para medir de fora a perda que um gestor já reconheceu, antes de o cadastro registrar qualquer inadimplência, e dá para ver quando dois cotistas do mesmo papel discordam sobre quanto ele vale. Dispersão grande entre detentores da mesma série é sinal de que alguém está lendo o crédito de um jeito que o preço de tela ainda não reflete.

05 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 reconstituída**: 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.

06 Os dois casos, esquematicamente

PARK MARIANA · QUEM TEM GARANTIA SOBRE O TERRENO HOJE

1º	**Banco Bradesco, hipoteca.** R$ 33,8 mi em mai/2026. Obra prorrogada duas vezes.
2º	**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.

MACEIÓ 88 HIGIENÓPOLIS · O CRI QUE FOI PAGO EM UNIDADES

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.

07 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.

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

> **O PONTO**
>
> 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.

09 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.

Quer esta nota em PDF para encaminhar por e-mail ou anexar num comitê?

Baixar o PDF

Fontes públicas: cadastro de CRI, informes mensais e trimestrais 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.

Versão 4, 17 de setembro de 2026. Acrescenta o teste que separa provisão de amortização no preço unitário declarado, com a prova pelo saldo par na série do Authentique Perdizes, e a ressalva sobre o rótulo de dívida corporativa.

Veja também as outras notas de caso em clubecri.com.br/casos.