

## FUNDOS IMOBILIÁRIOS (FIIS) NO BRASIL: UMA ALTERNATIVA FÁCIL, PRÁTICA E RENTÁVEL PARA O INVESTIMENTO NO MERCADO IMOBILIÁRIO

### REAL ESTATE FUNDS (FIIS) IN BRAZIL: AN EASY, PRACTICAL AND PROFITABLE ALTERNATIVE FOR INVESTING IN THE REAL ESTATE MARKET

Anderson Luis da Silva<sup>1</sup>, Leandro Araújo Wickboldt<sup>2</sup>

**Resumo:** Diante da modernização do sistema financeiro nacional, novos investimentos foram criados e outros ficaram mais populares, como o caso dos fundos imobiliários (FIIs). Assim, essa pesquisa tem como objetivo criar uma carteira fundamentalista de FIIs, comparar seu desempenho com a rentabilidade do investimento no mercado imobiliário tradicional e com o mercado de FIIs. Para tanto, foram coletados dados de todos os FIIs de tijolo negociados na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) e selecionados 19 ativos para compor a carteira, após exame dos fundamentos. Os resultados da comparação entre as alternativas de investimento apontam que a melhor opção para exposição de capital no mercado imobiliário é o investimento através de uma carteira fundamentalista FIIs, pois apresenta o maior retorno médio, o risco menor que o IFIX e uma facilidade e praticidade maior que o investimento em imóveis tradicionais.

**Palavras-chave:** investimentos, fundos imobiliários, imóveis.

**Abstract:** Faced with national financial system modernization's, new investments were created and others became more popular, such as real estate funds (FIIs). Therefore, this research aims to create a fundamental portfolio of FIIs, comparing its performance with the profitability of investment in the traditional real estate market and with the FII market. To this end, data was collected from all brick FIIs traded on Brasil, Bolsa, Balcão (B3) and 19 assets were selected to compose the portfolio, after examining their fundamentals. The results of the comparison between investment alternatives indicate that the best option for capital exposure in the real estate market is investment through a fundamental FIIs portfolio, as it presents the highest average return, lower risk than IFIX and greater ease and practicality than investing in traditional real estate.

**Keywords:** investments, real estate funds, properties.

<sup>1</sup> Graduado em Administração pela UFPB, e-mail [andersonluis.20@outlook.com](mailto:andersonluis.20@outlook.com) e ORCID: <https://orcid.org/0009-0003-4456-6751>.

<sup>2</sup> Doutorado em Administração pela UFPB, e-mail [leandrowickboldt@hotmail.com](mailto:leandrowickboldt@hotmail.com) e ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9214-193X>. Autor para correspondência.

Artigo recebido em 02/04/2024, revisões requeridas em 10/05/2024, revisões recebidas em 29/05/2024, aceito para publicação em 05/06/2024, Editor responsável John Pablo C. Dantas Silva.

|   |      |          |      |      |
|---|------|----------|------|------|
| RIC - Revista de Informação Contábil - ISSN 1982-3967 | v.18 | e-024001 | 1-16 | 2024 |
|---|------|----------|------|------|

## 1 INTRODUÇÃO

O investimento em imóveis é tradicional no país, pois muitos brasileiros com capital poupado consideram adquirir imóveis para gerar renda com aluguéis. Segundo Baroni e Bastos (2019), os investimentos imobiliários são tradicionais geradores de renda passiva, quando bem localizados e têm uma gestão eficiente. Além disso, os imóveis podem trazer proteção patrimonial contra inflação no longo prazo, uma vez que, na maioria dos casos, sustentam ou valorizam seus preços. Apesar destas vantagens, exigem altos desembolsos iniciais e custos operacionais significativos (condomínio, IPTU, manutenção etc.), tornando-os restritivos para boa parcela da população.

Com a modernização dos investimentos no mercado financeiro, surgiram os fundos imobiliários (FIIs), criados em 1993 pela Lei nº 8.668/93 (Brasil, 1993), porém essa modalidade de investimento só começou se popularizar a partir de 2018. Um fundo imobiliário é um tipo de investimento do mercado financeiro brasileiro que permite a pessoa física investir em imóveis, sem a necessidade de desembolsar montantes substanciais. Esse tipo de investimento é acessível a qualquer pessoa que queira investir em imóveis, o que explica sua popularidade atual dentre os investidores brasileiros. Com a maior procura por esse tipo de investimento, novos fundos foram criados, sendo que, em 2017, existiam 156 fundos listados na bolsa. Em junho de 2023, esse número teve um aumento de mais de 200% chegando a 481 fundos listados na bolsa de valores (B3, 2023).

Os fundos imobiliários apresentam vantagens quando comparado ao investimento tradicional em imóveis físicos, como por exemplo: baixo investimento inicial, diversificação, alta liquidez, qualidade e quantidade de imóveis, além disso, até o atual momento, os rendimentos dos fundos imobiliários são isentos de imposto de renda. Nesse sentido, investindo em fundos imobiliários, é possível ter participação em dezenas de imóveis espalhados por todo Brasil, com as melhores localidades possíveis, produzindo renda mensal através dos aluguéis, com baixos investimentos, que giram em torno de R\$ 100,00 (Fayh, 2020).

Ante ao exposto, o investimento em FIIs amplia o acesso ao mercado imobiliário, permitindo que mesmo pessoas com poucos recursos possam diversificar seus investimentos e desfrutar dos benefícios de possuir uma carteira imobiliária diversificada. Essa acessibilidade é especialmente vantajosa para investidores iniciantes ou com capital limitado, pois elimina a necessidade de desembolsar grandes quantias de dinheiro para adquirir imóveis físicos. Além disso, a possibilidade de investir em múltiplos imóveis através de uma única aplicação proporciona uma gestão mais eficiente e simplificada, sem a necessidade de lidar com questões operacionais ou burocráticas associadas à propriedade direta.

Outro ponto relevante é a liquidez oferecida pelos FIIs, que permite aos investidores comprarem e vender cotas com facilidade no mercado secundário, proporcionando maior flexibilidade para ajustar suas posições de acordo com as condições do mercado ou objetivos de investimento. Essa liquidez é uma característica fundamental, especialmente quando comparada à relativa falta de liquidez dos investimentos em imóveis físicos, que geralmente exigem um processo mais longo e complexo para compra e venda.

Além disso, a isenção de imposto de renda sobre os rendimentos distribuídos pelos fundos imobiliários, até o momento, representa uma vantagem significativa em termos de retorno líquido para o investidor. Essa isenção pode potencializar os ganhos, uma vez que os rendimentos dos aluguéis são pagos aos cotistas de forma regular, sem a dedução de impostos na fonte.

Portanto, investir em fundos imobiliários não apenas amplia o acesso ao mercado imobiliário, mas também oferece uma série de vantagens em termos de baixo investimento inicial, diversificação, liquidez e benefícios fiscais, tornando-se uma opção atrativa para uma ampla gama de investidores, independentemente de seu perfil ou capital disponível.

Assim, esse estudo se propõe a responder a seguinte questão: **o investimento em uma carteira de fundos imobiliários se tornou uma alternativa melhor que o investimento em imóveis tradicionais?** Para responder esse questionamento, o presente estudo tem como objetivo criar uma carteira fundamentalista de fundos imobiliários e comparar seu desempenho com a rentabilidade do investimento tradicional em imóveis e com o mercado de fundos imobiliários. Para atingir esse objetivo geral, os objetivos específicos são: (i) examinar os fundamentos que determinam os retornos de FIIs; (ii) formar uma carteira de FIIs a partir dos fundamentos identificados; (iii) analisar o desempenho, em termos de risco e retorno, da carteira de FIIs formada e; (iv) comparar com o desempenho do investimento tradicional em imóveis e com o mercado de FIIs.

A pesquisa se justifica em função da popularização dos investimentos no mercado financeiro, em específico em FIIs e a verificação de uma possível alternativa para investir em imóveis. Ademais, há espaço para o crescimento do mercado imobiliário no Brasil. De acordo com pesquisa da Fundação João Pinheiro em 2019 o Brasil apresentava um déficit habitacional de 6 milhões moradias (FJP, 2024). Nesse sentido, verifica-se que há muitas pessoas que não possuem sua casa própria, logo, no Brasil, percebe-se uma oportunidade para os investidores em FIIs.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Investimentos em Imóveis

Com o início do êxodo rural para as grandes cidades na década 30 até a década de 90 e o aumento populacional, muitos imóveis foram necessários para suprir a necessidade de moradia por toda região urbana no Brasil. Nesse sentido, o investimento em imóveis, seja para focar no recebimento dos aluguéis, seja para realizar ganho de capital, se tornou o investimento número um na boca do brasileiro. Isto porque o investimento em imóveis gera fluxos financeiros mensais, normalmente, tem seu preço corrigido pela inflação e são únicos, ou seja, pouco replicáveis (Bernardi, 2002).

Lima Jr. (2011) diz que os recursos financeiros mais conservadores são alocados em investimentos imobiliários com foco em locação, ou seja, geração de fluxo mensal de renda. Esse movimento é explicado por duas premissas: os imóveis são ativos que sustentam seu valor

|   |      |          |      |      |
|---|------|----------|------|------|
| RIC - Revista de Informação Contábil - ISSN 1982-3967 | v.18 | e-024001 | 1-16 | 2024 |
|---|------|----------|------|------|

ao longo do tempo, trazendo segurança para o investidor, e os empreendimentos imobiliários são capazes de trazer renda passiva constante, sem flutuações repentinas e inesperadas. Assim, o investimento imobiliário traz um fator intrínseco de segurança e confiabilidade para os investidores.

Segundo a Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC, 2022), em 2022, foram movimentados cerca de R\$ 144 bilhões em vendas de imóveis, além de gerar quase 10% (194 mil) dos empregos formais no ano. Nesse sentido, é notório que o setor imobiliário movimenta muito dinheiro todos os anos no Brasil. Pesquisa realizada pela Brain Inteligência Estratégica em 2022 aponta que 25% dos imóveis comprados tem como finalidade investimento com foco em renda mensal ou ganho de capital (BRAIN, 2022). Ademais, segundo o *National American Realtor* (NAR), entre abril de 2021 e março de 2022, os brasileiros investiram nos Estados Unidos cerca de U\$ 1,6 bilhão em imóveis (VALOR, 2023). Isso demonstra que o investimento em imóveis é muito relevante na carteira de investimentos dos brasileiros.

Para entender melhor como funciona a atividade imobiliária visando a rentabilidade, o retorno do investimento é apurado verificando o percentual do aluguel em relação ao valor investido no imóvel, assim encontra-se o rendimento mensal que é gerado ao investidor. A título de exemplo, supõe-se que um imóvel custou R\$ 500 mil e a renda mensal que ele gera ao investidor do imóvel é de R\$ 2 mil, logo o rendimento mensal é de 0,40%. Anualizando o rendimento, seria algo em torno de 4,9%. Agrega-se ao rendimento com o aluguel a variação do preço do imóvel que, geralmente, é positiva, porém incerta, assim como outros investimentos de risco.

Nessa pesquisa, no primeiro momento foi abordado a relevância e importância do segmento imobiliário para a economia brasileira. Além disso, foi abordado o quanto é relevante os investimentos em imóveis na carteira dos investidores brasileiros, seja no Brasil ou no exterior. Ademais, nessa primeira parte foi exemplificado como é apurado o retorno de um investimento imobiliário. A seguir será explicado como funciona o mercado de fundos imobiliários e suas vantagens perante o mercado de imobiliário tradicional.

## 2.2 Fundos Imobiliários

Segundo a instrução CVM 472/2008, os FIIs são uma junção de recursos captados no mercado financeiro com o objetivo de investir em empreendimentos imobiliários. Os FIIs possuem gestor e administrador, cada participação no fundo é representada por uma cota e essas cotas podem ser negociadas em mercado regulamentado como a bolsa de valores. Ao contrário dos fundos de investimentos comuns, as cotas dos FIIs não podem ser resgatadas, pois os fundos imobiliários são constituídos em condomínios fechados e na sua maioria possuem prazos indeterminados de atividades (CVM, 2008).

O investimento em FIIs caracterizam-se por investimentos de longo prazo com foco em realizar ganhos através de ganho de capital com as valorizações das cotas e dos rendimentos oriundos de aluguéis dos imóveis ou outra fonte de renda do fundo. Os FIIs possuem categorias, segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA, 2015), desta maneira, quanto aos seus objetivos, dividem-se em:

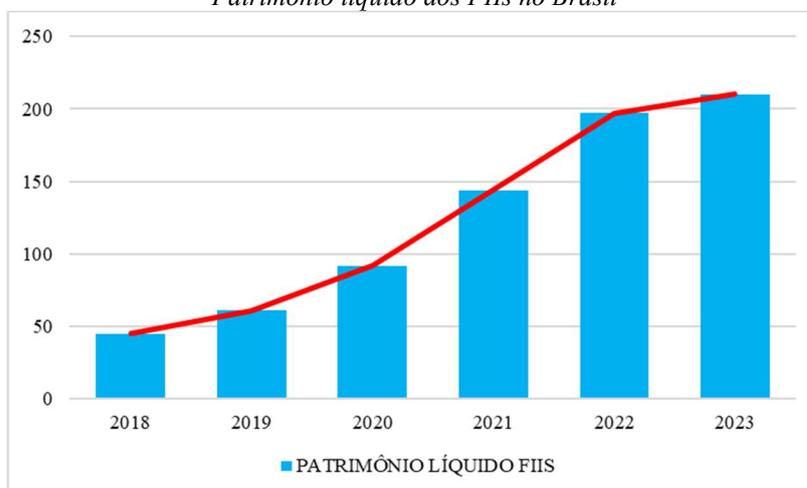
|   |      |          |      |      |
|---|------|----------|------|------|
| RIC - Revista de Informação Contábil - ISSN 1982-3967 | v.18 | e-024001 | 1-16 | 2024 |
|---|------|----------|------|------|

- FII de Desenvolvimento para Renda: fundos com mais de 2/3 do patrimônio líquido investidos em desenvolvimentos/incorporações de empreendimentos imobiliários com objetivo de gerar renda com locações após a finalização das obras;
- FII de Desenvolvimento para Venda: fundos com mais de 2/3 do patrimônio líquido investidos em desenvolvimentos/incorporações de empreendimentos imobiliários com objetivo de gerar renda através de alienações após a finalização das obras;
- FII de Renda: fundos com mais de 2/3 do patrimônio líquido investidos em empreendimentos imobiliários construídos, prontos para geração de renda através dos aluguéis;
- FII de Títulos e Valores Mobiliários: fundos com mais de 2/3 do patrimônio líquido investidos em títulos e valores mobiliários tais como ações, cotas de sociedades (SPE), fundos de investimento em participação (FIPs), fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDC), cotas de FIIs, fundos de investimentos em ações setoriais, certificado de potencial adicional de construção (CEPAC), certificado de recebíveis imobiliários (CRI), letras hipotecárias (LH) e letras de crédito imobiliários (LCI);
- FII Híbrido: fundos que as estratégias não se encaixem nas classificações mencionadas nos tópicos anteriores.

Em complemento, Fayh (2020) afirma que os FIIs que não investem em imóveis físicos são chamados de FIIs de papéis, já os que investem em imóveis são chamados de FIIs de tijolos, sendo estes últimos classificados de acordo com o segmento que o imóvel atende. Assim, um FII de tijolo pode ser classificado como: FII de Lajes Corporativas (salas comerciais), FII de Galpões Logísticos, FII de Shopping Centers, FII de Agências Bancárias, FII de Hotéis, FII de Imóveis Educacionais (imóveis de finalidade educacional), FII de Hospitais, FII de Silos de Grãos, FII de Imóveis Residenciais.

Os FIIs começaram a ganhar relevância no país nos últimos anos, o tema começou a ser discutido por pessoas comuns, muito além dos grandes investidores profissionais e institucionais. É o que mostra os dados da B3, em relação ao tamanho da indústria no país. Em junho de 2018, os patrimônios líquidos de todos os FIIs alcançavam R\$ 45 bilhões. Já em junho de 2023, esse valor se elevou para R\$ 210 bilhões, um crescimento de 366,67% em apenas 5 anos. A Figura 1 a seguir ilustra esse crescimento exponencial.

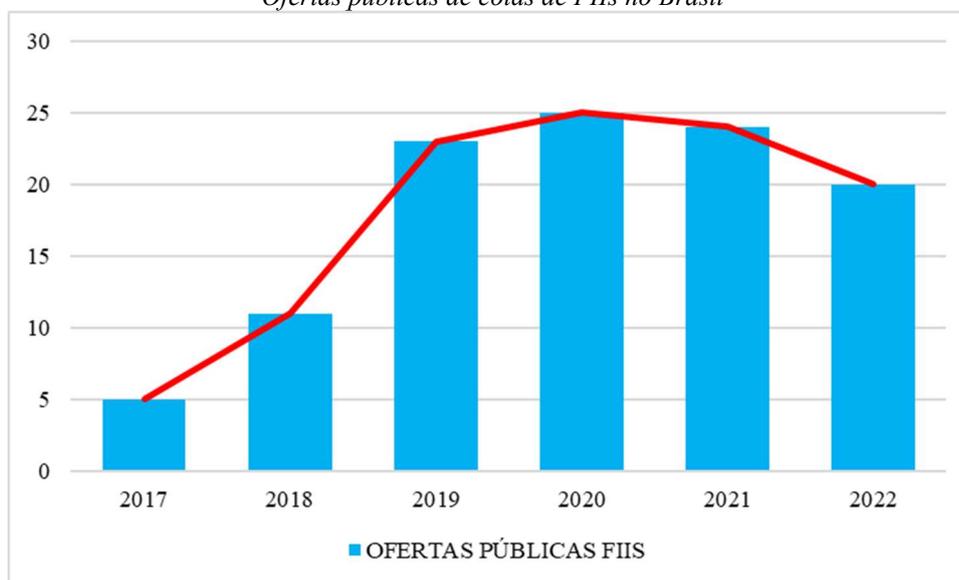
**Figura 1**  
*Patrimônio líquido dos FIIs no Brasil*



Legenda: Valores em bilhões de R\$.  
Fonte: Elaborada a partir dos dados da B3.

Similarmente, a emissão de ofertas públicas de cotas por ano, forma dos FIIs abrirem o capital e crescerem, saiu de R\$ 5,8 bilhões em 2017 para R\$ 20 bilhões, um crescimento exponencial de 244,83% em 2022. A Figura 2 a seguir ilustra esse crescimento.

**Figura 2**  
*Ofertas públicas de cotas de FIIs no Brasil*



Legenda: Valores em bilhões de R\$.  
Fonte: Elaborada a partir dos dados da B3.

Apesar de uma leve queda no último ano, o mercado vem movimentando bilhões de reais todos os anos. Nesse sentido, Yokoyama (2014) afirma que os FIIs vêm experimentando um período

de crescimento exponencial, refletindo maior relevância dessa modalidade de investimento tanto no mercado financeiro quanto setor de Construção Civil.

Ante ao exposto, infere-se que o crescimento do mercado de FIIs, em ritmo acelerado no país, se deu pela busca de uma alternativa segura, fácil, prática e rentável de investimento. Em complemento, entre 2018 e 2021 a taxa SELIC (taxa básica de juros do Brasil) saiu de 7% a.a. para apenas 2% a.a., logo o investidor teve que se expor a um pouco mais de riscos para obter uma rentabilidade maior que um ativo de baixo risco como, por exemplo, o tesouro SELIC que rende na prática a variação da SELIC no período.

Ademais, outra explicação é que os FIIs oferecem algumas vantagens para os investidores. Segundo Fayh (2020) os FIIs oferecem as seguintes vantagens: investimento mínimo, uma pessoa pode começar investindo a partir de R\$ 10 e, na maioria dos FIIs, algo em torno de R\$ 100 a R\$ 200 equivalem a uma cota; diversificação geográfica (várias cidades/estados/regiões), de imóveis e de inquilinos, assim suavizando o efeito dos riscos individuais relacionados a essas três categorias; baixos custos de transação, onde não existem impostos ou taxas para comprar os FIIs e a maioria das corretoras zeraram as suas corretagens atualmente; liquidez, diferentemente dos imóveis físicos, que uma transação pode levar anos para ocorrer; isenção de imposto de renda (IR) sobre rendimentos, enquanto o IR sobre os aluguéis podem chegar até 27,5% e nas vendas dos imóveis tradicionais até 22,50%; qualidade do imóvel, tendo em vista que os FIIs permitem a exposição nos melhores e mais bem localizados imóveis do Brasil, localizados nos maiores centros econômicos; qualidade do inquilino, tendo em vista que os imóveis dos FIIs atraem os melhores inquilinos pela alta qualidade que têm; facilidade operacional de aquisição, pois são adquiridos com poucos cliques no computador ou no celular, salientando que exige um estudo prévio de risco-retorno, mas bem menos complicado do que arcar com burocracias para se comprar um imóvel tradicional e; gestão profissional, sendo um diferencial pela experiência de mercado para selecionar os melhores imóveis disponíveis.

Entretanto, como grande parte dos investidores de FIIs surgiram nos últimos 5 anos, eles são considerados investidores iniciantes e estão passíveis de cometer muitos erros que o mercado de renda variável costuma induzir. Assim, Fayh (2020) cita os fundamentos importantes para analisar um FII de tijolo e selecionar os melhores na relação risco-retorno, sendo eles: (i) Observar características e objetivo do fundo; (ii) considerar o tamanho do patrimônio líquido; (iii) diversificação de classe de ativos, imóveis, localizações e inquilinos; (iv) tamanho da vacância; (v) tipos prazos e revisionais dos contratos; (vi) rendimentos e inadimplência; (vii) liquidez e; (viii) histórico de rentabilidade. Dessa maneira, é interessante observar tais fundamentos para seleção do fundo para investir.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Dados e Amostra

Para composição da amostra, inicialmente foram selecionados através do site da B3 todos os FIIs negociados no mercado à vista, chegando a 435. Entretanto, dentre esses fundos, estão os

|   |      |          |      |      |
|---|------|----------|------|------|
| RIC - Revista de Informação Contábil - ISSN 1982-3967 | v.18 | e-024001 | 1-16 | 2024 |
|---|------|----------|------|------|

fundos de papéis, que não investem diretamente em imóveis físicos, portanto optou-se por excluí-los, restando 294 FIIs de tijolos. Justifica-se a retirada dos fundos de papéis, pois eles investem em dívida imobiliária como por exemplo os certificados de recebíveis imobiliários (CRIs), entre outros títulos de dívida imobiliária. Logo a rentabilidade dos fundos de papéis é discrepante da rentabilidade de um imóvel físico tradicional e dos fundos de tijolos, tendo em vista, que composição do rendimento desse tipo de fundo é juros acrescido da correção monetária. Já nos fundos de tijolos o rendimento é derivado dos aluguéis e da correção monetária adicionada no preço do imóvel e nos aluguéis ao longo dos anos, assim, não refletindo no curto prazo nos rendimentos. Dessa maneira, não seria razoável comparar fundos de papéis com imóveis tradicionais.

Partindo-se da amostra dos fundos de tijolos, com base nos fundamentos a seguir, foi definido a carteira final: FIIs com patrimônio líquido acima de R\$ 500 milhões, pois quando o fundo tem um patrimônio líquido relevante ele consegue diversificar mais seus investimentos, aumentando a qualidade do portfólio e diminuindo o risco; liquidez média diária acima de R\$ 900 mil, pois quanto maior a liquidez maior a facilidade de comprar e vender os ativos; ter no mínimo 4 anos de negociação em bolsa, pois é um período razoável para se analisar o histórico de resultado do fundo e verificar como se comportou esse resultado em diferente cenários econômicos no Brasil e por fim, o fundamento de ter no mínimo 5 imóveis, pois com esse número já se consegue diversificar a receita, reduzir impactos de eventuais vacâncias e diminuir o risco do fundo. Isto porque um FII e um imóvel apresenta um risco elevado de vacância e inadimplência.

Os FIIs grandes com alta liquidez, histórico importante de resultados e diversificação têm risco reduzido e aumentam a qualidade da carteira de investimentos (Fayh, 2020). Após os filtros dos fundamentos, restaram 19 FIIs, dos 435, conforme a Tabela 1.

**Tabela 1**  
*Carteira de Fundos Imobiliários*

| Nome  | Ticker | Data de criação  | Segmento             | Qt  | PL   |
|---|--------|------------------|----------------------|-----|------|
| Alianza trust renda imobiliária – fii             | ALZR11 | Janeiro de 2018  | Diversos             | 16  | 1,04 |
| Btg factual logística fdoinvimob – fii            | BTLG11 | Agosto de 2010   | Logístico            | 22  | 2,06 |
| Cshg logística fdoinvimob – fii                   | HGLG11 | Junho de 2010    | Logístico            | 26  | 5,17 |
| Cshg real estatefdoinvimob – fii                  | HGRE11 | Mai de 2008      | Lajes Corporativas   | 17  | 1,83 |
| Cshg renda urbana - fdoinvimob – fii              | HGRU11 | Abril de 2018    | Renda Urbana         | 71  | 2,27 |
| Fdoinvimob - fii btg factual corp.<br>Office fund | BRCR11 | Junho de 2007    | Lajes Corporativas   | 15  | 2,68 |
| Fdoinvimob - vbi logístico                        | LVBI11 | Novembro de 2018 | Logístico            | 10  | 1,36 |
| Fdoinvimobrbrproperties – fii                     | RBRP11 | Março de 2015    | Laje Corp./Logist.   | 10  | 1,00 |
| Fdoinvimobtg ativo real                           | TGAR11 | Dezembro de 2016 | Desenvolvimento      | 162 | 1,62 |
| Ggrcovepi renda fdoinvimob                        | GGRC11 | Abril de 2017    | Industrial/Logístico | 18  | 1,02 |
| Hedge brasil shopping fdoinvimob                  | HGBS11 | Novembro de 2006 | Shopping Center      | 17  | 2,26 |

|  |        |                  |                    |    |      |
|--|--------|------------------|--------------------|----|------|
| Hsmallfdoinvimob                           | HSML11 | Julho de 2019    | Shopping Center    | 7  | 1,50 |
| Js real estatemultigestão – fii            | JSRE11 | Junho de 2011    | Lajes Corporativas | 5  | 2,34 |
| Kinea renda imobiliária fdoinvimob - fii   | KNRI11 | Agosto de 2010   | Laje Corp./Logist. | 20 | 3,86 |
| Malls brasil plural fdoinvimob             | MALL11 | Dezembro de 2017 | Shopping Center    | 9  | 1,09 |
| Vinci logística fdoinvimob – fii           | VILG11 | Dezembro de 2018 | Logístico          | 15 | 1,67 |
| Vinci shopping centers fdoinvestimob - fii | VISC11 | Março de 2014    | Shopping Center    | 20 | 2,13 |
| Xp log fdoinvimob – fii                    | XPLG11 | Junho de 2018    | Logístico          | 15 | 3,01 |
| Xpmallsfdoinvimobfii                       | XPML11 | Dezembro de 2017 | Shopping Center    | 16 | 3,46 |

Legenda: Qt é a quantidade de imóveis no fundo. PL é o patrimônio líquido do fundo em bilhões de R\$.

Fonte: Dados da pesquisa

A amostra de 19 FIIs, detalhada na Tabela 1, alcança um patrimônio líquido total de 41,5 bilhões, representando, aproximadamente, 20% do mercado brasileiro de FIIs (R\$ 210 bi em junho de 2023). Além do tamanho relevante, os FIIs da amostra também têm diversificação e maturidade interessantes, uma vez que alcançam uma média de 26 imóveis por fundo e uma longevidade 9,25 anos.

Após a definição da carteira final (fundamentalista), foram coletados os retornos mensais dos 19 fundos integrantes, do Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX), que é o representante da média do mercado de FIIs, ambos do site *Investing* (Investing, 2023). Os retornos com aluguéis e a variação mensal dos preços dos imóveis são do índice FipeZap (FIPE, 2023), e, para esta pesquisa, representam o mercado imobiliário tradicional. O FipeZap é um índice criado em 2010 e atualizado em 2019 que surgiu de uma parceria entre a Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE) e o Zap, o maior portal de classificados de imóveis do país. O FipeZap utiliza como fonte de dados os anúncios de venda ou locação de apartamentos (de 1 até 4 dormitórios) e saletas comerciais prontos, cadastrados pelo portal Zap Imóveis, em 50 cidades brasileiras. O período analisado foi entre setembro de 2019 e agosto de 2023, perfazendo 48 meses.

A metodologia do índice FipeZap considera os critérios, conforme a Tabela 2, para inclusão de imóveis residenciais e comerciais.

**Tabela 2**  
*Características para o anúncio ser considerado*

| Características do anúncio   | Residencial |         | Comercial |         |
|------------------------------|-------------|---------|-----------|---------|
|                              | Venda       | Locação | Venda     | Locação |
| Área útil mínima, m2         | 20          | 20      | 5         | 5       |
| Área útil máxima, m2         | 2.000       | 2.000   | 200       | 200     |
| Preço mínimo                 | 20.000      | 100     | 20.000    | 100     |
| Preço máximo                 | 18.500.000  | 90.000  | 1.000.000 | 90.000  |
| Número de dormitórios mínimo | 1           | 1       | -         | -       |
| Número de dormitórios máximo | 8           | 8       | -         | -       |

Fonte: FipeZap (2019).

### 3.2 Modelos e Testes

Para cálculo do desempenho individual do IFIX, dos FIIs que compõe a carteira fundamentalista e do mercado imobiliário tradicional foi utilizado a formula do retorno esperado no período de 48 meses, conforme Equação 1.

$$R' = \frac{\sum R}{n} \quad (1)$$

**Onde:**

**R'**: É o retorno esperado do ativo para o próximo período;

**$\sum R$** : Somatório dos retornos observados (R);

**n**: Número de variações (observações).

Na sequência foi calculado o retorno da carteira fundamentalista, composta por 19 FIIs, através da Equação 2 do retorno esperado da carteira.

$$R_c = \sum_{i=1}^n R'_i p_i \quad (2)$$

**Onde:**

**R<sub>c</sub>**: É o retorno esperado da carteira para o próximo período;

**R'<sub>i</sub>**: retorno esperado do FII *i*;

**p<sub>i</sub>**: peso do FII na composição da carteira (igualmente ponderado, para esta pesquisa);

**n**: número de FIIs na carteira.

Para quantificar o risco esperado do ativo foi utilizado a Equação 3:

$$S = \sqrt{\frac{\sum (R - R')^2}{n}} \quad (3)$$

**Onde:**

**S**: É o risco esperado, tradicionalmente medido pelo desvio padrão;

**R**: Retorno observado;

**R'**: Retorno esperado.

Por sua vez, para chegar ao indicador de rentabilidade do mercado de imóveis tradicional, com dados do FipeZap, foram somadas a variação mensal total dos preços de venda dos imóveis com a rentabilidade do aluguel dos imóveis residenciais e comerciais, que são divulgados separadamente. Assim, foi utilizado como índice de rentabilidade do mercado de imóveis tradicional, a média aritmética entre o indicador de rentabilidade de imóveis residenciais e comerciais, conforme a Equação 4.

$$FipeZap = \frac{imov\ res + imov\ com}{2} \quad (4)$$

**Onde:**

**FipeZap**: Retorno esperado do mercado imobiliário tradicional;

**Imov res**: Retorno dos imóveis residenciais;

|   |      |          |      |      |
|---|------|----------|------|------|
| RIC - Revista de Informação Contábil - ISSN 1982-3967 | v.18 | e-024001 | 1-16 | 2024 |
|---|------|----------|------|------|

**Imov com:** Retorno dos imóveis comerciais.

Finalmente, para realizar a comparação dos investimentos, em termos de retorno em função do risco, utilizou-se o índice Sharpe (Sharpe, 1966), conforme Equação 5.

$$Sharpe = \frac{R_a - R_f}{S_a} \quad (5)$$

**Onde:**

**R<sub>a</sub>:** É o retorno esperado do ativo (carteira fundamentalista, IFIX e mercado tradicional);

**R<sub>f</sub>:** É o retorno da taxa livre de risco;

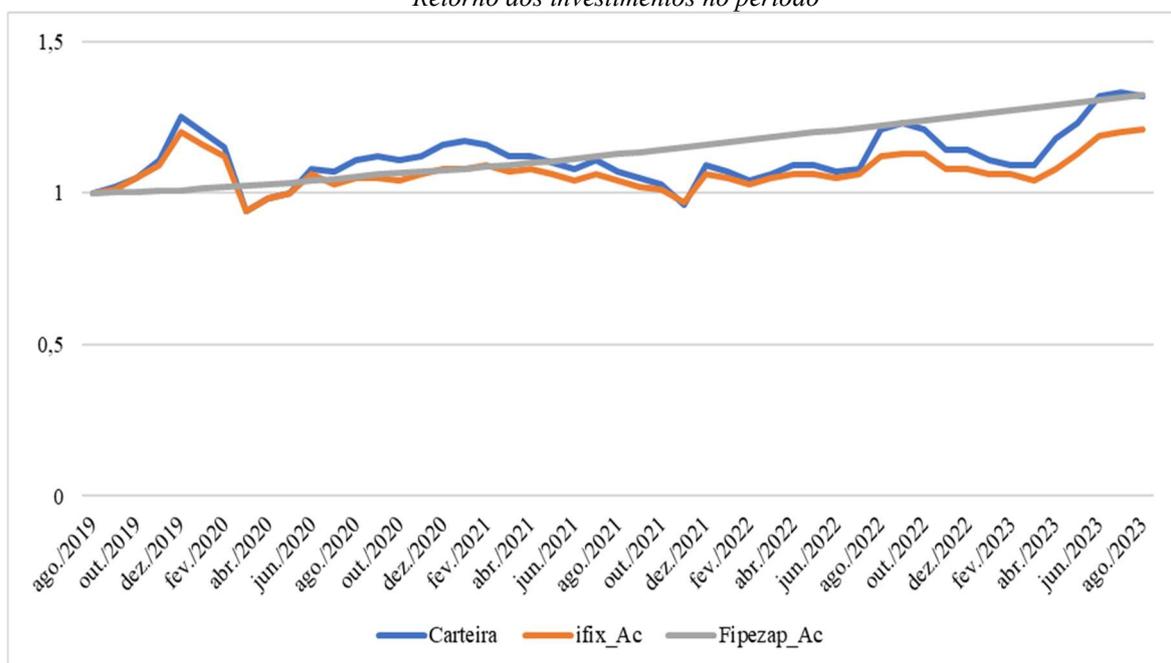
**S:** É o risco esperado do ativo (carteira fundamentalista, IFIX e mercado tradicional).

A partir da definição da amostra e dos modelos de testes, foram realizadas as análises para produção dos resultados da pesquisa, na seção seguinte.

#### 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Visando analisar o desempenho, em termos de retorno e risco, das alternativas de investimento, foi realizada uma análise exploratória dos dados da pesquisa. Primeiramente, por meio da Figura 3, foi ilustrado o investimento de R\$ 1 em agosto de 2019 permanecendo até agosto de 2023, considerando a carteira fundamentalista, composta pelos 19 FIIs selecionados, o IFIX e o mercado de imobiliário tradicional (FipeZap).

**Figura 3**  
*Retorno dos investimentos no período*



Fonte: Dados da pesquisa

Observando-se a Figura 3, ao final do período a carteira fundamentalista de FIIs superou o IFIX e obteve um retorno semelhante ao do mercado imobiliário tradicional, sendo que em alguns momentos como 2019 e 2020 a carteira obteve vantagem em relação aos investimentos de comparação.

Em seguida, serão apresentados os retornos acumulados e por período da carteira fundamentalista, IFIX e do mercado imobiliário tradicional na Tabela 3.

**Tabela 3**  
*Retorno dos ativos no período*

| Período          | Carteira | IFIX   | FipeZap |
|------------------|----------|--------|---------|
| <b>2019-2023</b> | 31,61%   | 20,93% | 32,17%  |
| <b>Ao ano</b>    | 7,11%    | 4,87%  | 7,22%   |

Legenda: O retorno acumulado (set/2019-ago/2023) considera o investimento de R\$ 1,00 nos ativos selecionados; O retorno ao ano é a média geométrica dos retornos acumulados, considerando 4 anos no período.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se, ao analisar a Tabela 3, que a carteira fundamentalista apresenta uma pequena desvantagem de rentabilidade tanto no acumulado quanto por ano em relação ao mercado imobiliário tradicional, porém, ela obteve uma rentabilidade superior ao IFIX, que pode ser considerado a média do mercado de fundos imobiliários.

Por conseguinte, tentando obter um melhor entendimento sobre as alternativas de investimentos estudadas, na Tabela 4, são apresentadas estatísticas descritivas como a média, mediana, desvio padrão, retorno mínimo e retorno máximo.

**Tabela 4**  
*Estatísticas descritivas*

| Ativos          | Min     | Media (R') | Mediana | Max    | Desvio Padrão (S) |
|-----------------|---------|------------|---------|--------|-------------------|
| <b>Carteira</b> | -17,96% | 0,71%      | 0,24%   | 13,08% | 5,23%             |
| <b>IFIX</b>     | -15,85% | 0,47%      | 1,04%   | 10,63% | 3,94%             |
| <b>FipeZap</b>  | 0,18%   | 0,58%      | 0,20%   | 0,77%  | 0,15%             |

Fonte: Dados da pesquisa

Com base nos dados da Tabela 4, nota-se que no período analisado a carteira fundamentalista apresentou o maior retorno médio, mas também acompanhado de maior risco, tendo em vista que ela apresentou o maior desvio padrão e maior variação entre o retorno mínimo e o máximo. O que é esperado, em ativos de risco, isso é, quanto maior o retorno maior o risco (Markowitz, 1952). Assim como se verifica em Scolese et al. 2015, os FIIs têm característica renda variável, portanto requerem estratégias para mensurar e mitigar os riscos.

Há indícios que na média e no longo prazo a carteira fundamentalista supera o IFIX e o mercado imobiliário tradicional, entretanto o desempenho de um investimento não deve ser apenas analisado na perspectiva do retorno, mas também levar em consideração se este retorno compensa o risco envolvido. Assim, a seguir, na Tabela 5, foi realizada a comparação dos investimentos por meio do índice Sharpe, avaliando a melhor relação retorno por risco corrido.

|   |      |          |      |      |
|---|------|----------|------|------|
| RIC - Revista de Informação Contábil - ISSN 1982-3967 | v.18 | e-024001 | 1-16 | 2024 |
|---|------|----------|------|------|

Tabela 5

Dados para análise risco-retorno

| Ativos   | $R_a$ | $R_f$ | $R_a - R_f$ | Desvio padrão | Sharpe |
|----------|-------|-------|-------------|---------------|--------|
| Carteira | 0,71% | 0,60% | 0,11%       | 5,23%         | 0,02   |
| IFIX     | 0,47% | 0,60% | -0,13%      | 3,94%         | -0,03  |
| FipeZap  | 0,58% | 0,60% | -0,02%      | 0,15%         | -0,13  |

Legenda:  $R_a$  é o retorno esperado do ativo e  $R_f$  é o retorno médio mensal da taxa SELIC no período do estudo.

\*\*\*  $p$ -valor < 0,01, \*\*  $p$ -valor < 0,05 e \*  $p$ -valor < 0,10.

Fonte: Dados da pesquisa

Como é visto na Tabela 5, a carteira fundamentalista supera o IFIX e o mercado imobiliário tradicional, em termos de retorno e risco, sendo o único ativo que obteve um índice Sharpe positivo. Assim, para cada unidade de risco tomada apenas a carteira fundamentalista entregou resultado positivo. Desta maneira, apesar de mais arriscada, apresentando um maior desvio padrão, a carteira fundamentalista compensa este risco com retorno maior. Contudo, é importante observar que é possível se obter este retorno esperado superior da carteira fundamentalista em relação ao IFIX, pois se renuncia a diversificação oferecida pelo último.

Adicionalmente, foi realizado os testes de diferença entre os retornos médios da Carteira e do IFIX e da Carteira e do FipeZap, tanto pelo Teste  $t$  como Wilcox. Não se pôde rejeitar a hipótese de igualdade entre as médias, portanto não há evidências estatísticas com relação as suas diferenças. Contudo, se considerarmos o retorno acumulado ao longo de 48 meses dos três investimentos, que é o parâmetro considerado por um investidor de longo prazo, as alternativas se mostram economicamente diferentes. Isso é, 40,34%, 25,52% e 32,18%, respectivamente, da Carteira, IFIX e FipeZap. Nesse quesito, a carteira também supera as demais alternativas. Esses resultados corroboram com outras evidências sobre desempenho superior de FIIs à rentabilidade obtida com aluguel de imóveis de forma direta e de fundos de renda fixa (Rojo & Bertolini, 2015; Scolese et al. 2015).

Outra questão relevante é a indisponibilidade de investir com base no índice FipeZap. Se por hipótese houvesse interesse em espelhar o rendimento do FipeZap, construído para este trabalho, um investidor teria que adquirir pelo menos dois imóveis, sendo um residencial e outro comercial nas 50 grandes cidades do país que compõem o índice. E, essa tentativa representaria um esforço financeiro significativo.

Ademais, os imóveis físicos não oferecem as mesmas vantagens e características dos FIIs (Fayh, 2020; Rojo & Bertolini, 2015), tais como alta liquidez, alta diversificação, investimento mínimo, qualidade dos imóveis, qualidade dos inquilinos, isenção de IR nos rendimentos, entre outros benefícios. Em complemento, um outro ponto favorável a carteira, é que foi a única alternativa de investimento, dentre as estudadas, que superou a SELIC média do período que foi de 0,60% a.m. Desta maneira, constatou-se que o investimento em uma carteira de fundos imobiliários, baseada em fundamentos, pode oferecer uma alternativa melhor para o investimento imóveis, sem, necessariamente, incorrer em altos desembolsos e custos de transação elevados.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou realizar uma análise comparativa entre a rentabilidade do mercado imobiliário tradicional, a média do mercado de fundos imobiliários (IFIX) e uma carteira fundamentalista de FIIs.

Os resultados do comparativo entre uma carteira fundamentalista FIIs, o IFIX e o mercado imobiliário tradicional apontam que a melhor opção para exposição de capital no mercado imobiliário na relação risco retorno é através da carteira fundamentalista de FIIs, pois apresenta o maior retorno médio no período e a melhor relação risco-retorno. Assim a carteira fundamentalista de FIIs é o investimento que se apresenta como a melhor opção, pois apresenta o maior retorno médio, a melhor relação risco-retorno e uma facilidade e praticidade maior que o investimento em imóveis tradicionais, além de ser a única que supera a SELIC do período de 0,60% a.m.

Portanto, considerando todos os dados, fatos e fatores mencionados, investir com base em fundamentos é uma estratégia interessante também para o segmento de FIIs. E isso pressupõe estudo e acompanhamento do mercado para alcançar melhores resultados. Este estudo mostrou por meio de uma carteira fundamentalista de FIIs, recente e moderno investimento financeiro no Brasil, que existe uma interessante alternativa ao investimento em mercado imobiliário tradicional.

Esse trabalho teve limitações de periodicidade dos dados analisados, pois a maior parte do mercado de fundos imobiliários teve o seu desenvolvimento a partir de 2019, assim limitando o tempo de análise e comparação dos resultados entre a carteira de fundos imobiliários, o IFIX e o mercado de imóveis tradicionais entre 2019 e 2023. Como proposição de estudos futuros, sugere-se um estudo comparativo entre investimento em FIIs, fundo setorial de construção civil, com ações pagadoras de dividendos etc.

## REFERÊNCIAS

- ANBIMA. (2015). Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento. Recuperado de [https://www.anbima.com.br/data/files/9F/21/46/B7/FBC575106582A275862C16A8/DeliberacaoN\\_2062\\_ClassificacaoFII\\_1\\_.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/9F/21/46/B7/FBC575106582A275862C16A8/DeliberacaoN_2062_ClassificacaoFII_1_.pdf)
- Banco Central do Brasil. (2023). Sistema de Séries Temporais. Recuperado de <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=consultarValores>
- Baroni, M., & Bastos, D. (2019). Guia Suno Fundos Imobiliários. São Paulo: Editora CLA Cultural.

- Bernandi, P. B. D. (2002). *Análise de Risco em Investimentos Imobiliários por Simulação* (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal de Santa Catarina. Recuperado de <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/84174/274139.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Brain Inteligência Estratégica-BRAIN. (2022). Pesquisa: Intenção de compra de imóveis 2022. Recuperado de <https://brain.srv.br/conteudos/post/pesquisa-intencao-de-compra-de-imoveis-2022>
- Brasil. (1993). Lei N° 8.668 de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro); e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- B3. (2023). Boletim Mensal Fundos Imobiliários (FIIs). Recuperado de <https://www.b3.com.br/data/files/08/43/40/8A/E2549810C7AB8988AC094EA8/Boletim%20FII%20-%2006M23.pdf>
- CBIC. (2022). Indicadores Imobiliários Nacionais. Recuperado de [http://www.cbicdados.com.br/media/anexos/MERCADO\\_IMOBILI%3%81RIO\\_NACIONAL\\_4\\_TRIMESTRE\\_2022.pdf](http://www.cbicdados.com.br/media/anexos/MERCADO_IMOBILI%3%81RIO_NACIONAL_4_TRIMESTRE_2022.pdf)
- CVM. (2008). Instrução CVM 472/2008. Recuperado de <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst472.html>
- Fayh, M. (2020). Método Fayh: Descubra como escolher os melhores fundos imobiliários do mercado e viva de renda. Ebook.
- FIPE. (2020). Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas. Índice FipeZap metodologia. Recuperado de <https://downloads.fipe.org.br/indices/FipeZap/metodologia/indice-FipeZap-metodologia-2019.pdf>
- FIPE. (2023). Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas. Índice FipeZap histórico. Recuperado de <https://www.fipe.org.br/pt-br/indices/FipeZap#indice-FipeZap-historico>
- Fundação João Pinheiro-FJP. (2024). Notícias. Brasil registra déficit habitacional de 6 milhões de domicílios. Recuperado de <https://fjp.mg.gov.br/category/noticias/>
- Investing.com. (2023). Índice de Fundos Imobiliários (IFIX). Recuperado de <https://br.investing.com/indices/bm-fbovespa-real-estate-ifix-historical-data>
- Investidor10. (2023). Qual valor do CDI hoje?. Recuperado de <https://investidor10.com.br/indices/cdi/>

- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91. Recuperado de [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2663149/mod\\_resource/content/1/HarryMarkowitz\\_1952.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2663149/mod_resource/content/1/HarryMarkowitz_1952.pdf). <https://doi.org/10.2307/2975974>
- Rojo, C. A., & Bertolini, G. R. F. (2015). Decisão de investimento para geração de renda: locação de imóveis versus Fundos de Investimentos Imobiliários-FIIs. *Revista Inteligência Competitiva*, 5(4), 94-111.
- Scolese, D., Bergmann, D. R., da Silva, F. L., & Savoia, J. R. F. (2015). Análise de estilo de fundos imobiliários no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(23), 24-35.
- Sharpe, W. (1994). The Sharpe Ratio. *The Journal of Portfolio Management*. Recuperado de <https://books.mec.biz/tmp/books/7L882EZY3HVNU46QQSO.pdf>. <http://dx.doi.org/10.3905/jpm.1994.409501>
- Valor Econômico-VALOR. (2022, agosto 26). Imóveis de Valor. Brasileiros investem US\$ 1,6 bi em imóveis nos EUA em um ano. Recuperado de <https://valor.globo.com/patrocinado/imoveis-de-valor/noticia/2022/08/26/brasileiros-investem-us-16-bi-em-imoveis-nos-eua-em-um-ano.ghtml>
- Yokoyama, K. Y. (2014). *Os fundos de investimento imobiliário listados em bolsa e as variáveis que influenciam seus retornos* (Dissertação de Mestrado). Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória. Recuperado de <http://repositorio.ufes.br/bitstream/10/1307/1/Dissertacao%20Karen%20Yuraki%20Yokoyama.pdf>

|   |      |          |      |      |
|---|------|----------|------|------|
| RIC - Revista de Informação Contábil - ISSN 1982-3967 | v.18 | e-024001 | 1-16 | 2024 |
|---|------|----------|------|------|