



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DA PARAÍBA  
CAMPUS VI- POETA PINTO DO MONTEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS HUMANAS E EXATAS  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**MARIA MAYRLA LEANDRO TAVARES**

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO: ANÁLISE DE DESEMPENHO  
ENTRE CARTEIRAS DE GESTÃO ATIVA E PASSIVA**

**MONTEIRO  
2024**

MARIA MAYRLA LEANDRO TAVARES

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO: ANÁLISE DE DESEMPENHO  
ENTRE CARTEIRAS DE GESTÃO ATIVA E PASSIVA**

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Estadual da Paraíba, como requisito parcial à obtenção do título de bacharel em Ciências Contábeis.

**Orientador:** Me. Allisson Silva dos Santos

**MONTEIRO  
2024**

É expressamente proibida a comercialização deste documento, tanto em versão impressa como eletrônica. Sua reprodução total ou parcial é permitida exclusivamente para fins acadêmicos e científicos, desde que, na reprodução, figure a identificação do autor, título, instituição e ano do trabalho.

T231f Tavares, Maria Mayrly Leandro.  
Fundos de investimento imobiliário [manuscrito] : análise de desempenho entre carteiras de gestão ativa e passiva / Maria Mayrly Leandro Tavares. - 2024.  
15 f.

Digitado.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências contábeis) - Universidade Estadual da Paraíba, Centro de Ciências Humanas e Exatas, 2024.

"Orientação : Prof. Me. Allisson Silva dos Santos, Coordenação do Curso de Ciências Contábeis - CCHE".

1. Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs). 2. Análise de investimentos. 3. Investimento financeiro. I. Título

21. ed. CDD 657

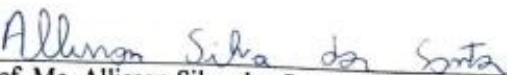
MARIA MAYRLA LEANDRO TAVARES

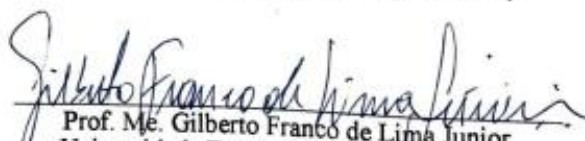
**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO: ANÁLISE DE DESEMPENHO  
ENTRE CARTEIRAS DE GESTÃO ATIVA E PASSIVA**

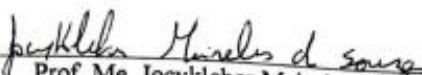
Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo)  
apresentado ao Departamento do Curso de  
Ciências Contábeis da Universidade Estadual  
da Paraíba, como requisito parcial à obtenção  
do título de bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovada em: 21/11/2024.

**BANCA EXAMINADORA**

  
Prof. Me. Allisson Silva dos Santos (Orientador)  
Universidade Estadual da Paraíba (UEPB)

  
Prof. Me. Gilberto Franco de Lima Junior  
Universidade Estadual da Paraíba (UEPB)

  
Prof. Me. Jocykleber Meireles de Souza  
Universidade Estadual da Paraíba (UEPB)

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>5</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>6</b>
<b>2.1 Fundos de Investimento Imobiliário .....</b>	<b>6</b>
<b>2.2 Gestão ativa e gestão passiva de Fundos de Investimento Imobiliário .....</b>	<b>7</b>
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>8</b>
<b>4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS .....</b>	<b>9</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>11</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>13</b>

## FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO: ANÁLISE DE DESEMPENHO ENTRE CARTEIRAS DE GESTÃO ATIVA E PASSIVA

Maria Mayrla Leandro Tavares\*

### RESUMO

O presente estudo investigou o desempenho de Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) no Brasil, comparando as estratégias de gestão passiva e ativa no período de 2019 a 2023. Possui caráter descritivo, uma vez que buscou registrar, analisar e interpretar dados; e quantitativo, já que se utilizou de vias e métodos estatísticos. A análise avalia a rentabilidade de cada abordagem em termos de retorno ao investidor, destacando a importância das estratégias para distintos perfis de investidores. Foi realizado um comparativo dos dados coletados sobre os retornos diários, analisados anualmente, abrangendo 123.471 observações de 201 ativos diferentes. A gestão passiva, ao tentar replicar índices, como o Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX), revelou-se mais estável e menos volátil, com retornos consistentes na maioria dos anos analisados. Em contraste, a gestão ativa, focada em superar o mercado por meio de decisões frequentes de compra e venda, apresentou maior volatilidade e variação nos retornos, confirmando um perfil de risco mais elevado. Os resultados sugerem que a escolha entre as duas gestões deve levar em conta o perfil do investidor e sua tolerância ao risco, pois a gestão passiva mostrou-se mais vantajosa para quem busca estabilidade, enquanto a gestão ativa pode ser preferida por investidores em busca de oportunidades de maior rentabilidade. Este estudo contribui para uma compreensão mais ampla sobre as vantagens e limitações de cada abordagem, auxiliando investidores e gestores de FIIs em suas decisões estratégicas.

**Palavras-chave:** fundos de investimento imobiliário; gestão passiva; gestão ativa; rentabilidade; volatilidade.

### ABSTRACT

This study investigated the performance of Real Estate Investment Funds (REIFs) in Brazil, comparing passive and active management strategies over the period from 2019 to 2023. The research has a descriptive character, as it aimed to record, analyze, and interpret data, and a quantitative nature, utilizing statistical methods and techniques. The analysis evaluates the profitability of each approach in terms of investor returns, highlighting the importance of the strategies for different investor profiles. A comparative analysis was conducted using the collected data on daily returns, analyzed annually, covering 123,471 observations from 201 different assets. Passive management, which seeks to replicate the Real Estate Investment Funds Index (IFIX), proved to be more stable and less volatile, delivering consistent returns in most of the analyzed years. In contrast, active management, which focuses on outperforming the market through frequent buy and sell decisions, exhibited higher volatility and greater variation in returns, confirming a higher-risk profile. The results suggest that the choice between these two management strategies should consider the investor's profile and risk tolerance. Passive management was shown to be more advantageous for those seeking stability, while active management may appeal to investors looking for higher return opportunities. This study contributes to a broader understanding of the advantages and limitations of each approach, supporting REIF investors and managers in making strategic decisions.

---

\* Graduanda em Ciências Contábeis, UEPB - maria.mayrla.tavares@aluno.uepb.edu.br

**Keywords:** real estate investment funds; passive management; active management; profitability; volatility.

## 1 INTRODUÇÃO

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) foram criados a partir da Lei nº 8668 de 1993. Segundo a lei criada “Compete à Comissão de Valores Mobiliários autorizar, disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário, observadas as disposições desta lei e as normas aplicáveis aos Fundos de Investimento” (BRASIL, 1993, p. 1).

Os FIIs, no Brasil, foram concebidos como um condomínio de investidores, administrados por instituições financeiras e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (Branco; Monteiro, 2003). Os FIIs são considerados investimentos de baixo risco, sem contar que são isentos de tributação de imposto de renda para pessoas físicas no pagamento dos seus dividendos, enquanto pessoas jurídicas pagam 20% de tributação nos proventos recebidos, conforme a Lei nº 9.799/99. Tais fundos são formas de investimento coletivo, e seus recursos são aplicados no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários que viabilizem o acesso à habitação e serviços, com o intuito de se realizar lucro com alienações, locações ou arrendamentos (Weiss, 2017).

Segundo a Instrução CVM nº 558 de 2015, o gestor do fundo é o profissional que exerce as atividades relacionadas ao funcionamento, captação e alocação de recursos, manutenção e gestão das carteiras de investimento. Suas decisões influenciam diretamente nos resultados de desempenho dos fundos, tendo assim a gestão como um aspecto importante quando da formação de estratégias de investimento (Weiss, 2017).

Diante desse cenário, a gestão passiva e a gestão ativa passam a ser pauta de estudo, tornando-se formatos para analisar quais destas traz mais retorno para seus respectivos investidores. No universo dos Fundos de Investimento Imobiliário, cada uma dessas estratégias é voltada para diferentes perfis de investidores e possui características distintas. A gestão passiva é mais estável, visando replicar o desempenho de índices de mercado, como o IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários), com menor inconstância. Em contrapartida, a gestão ativa busca superar o mercado por meio de decisões estratégicas baseadas em análises detalhadas dos ativos, oferecendo maior volatilidade e potencial de retorno (Alencar, 2018).

Segundo a Hipótese do Mercado Eficiente (HME), os preços de mercado refletem todas as informações disponíveis, o que torna difícil superar consistentemente os retornos médios do mercado no longo prazo. Nesse contexto, a gestão passiva aparece como uma estratégia eficaz para acompanhar o mercado sem a intenção de superá-lo, buscando um desempenho alinhado ao índice de referência (Florêncio, 2021).

A gestão ativa, por outro lado, é movida pela tentativa de identificar oportunidades de mercado que possam gerar retornos superiores ao IFIX. Os gestores dessa abordagem fazem análises constantes dos ativos e tomam decisões rápidas de compra e venda com base no comportamento dos investidores e nas expectativas de mercado. Essa estratégia, mais arriscada, visa aproveitar flutuações e eventos específicos para maximizar os retornos. Assim, tanto a gestão ativa quanto a passiva oferece diferentes formas de participação nos FIIs, atendendo desde investidores mais conservadores até aqueles dispostos a correr mais riscos em busca de retornos maiores (Florêncio, 2021).

O IFIX examina a variação dos preços e a distribuição de dividendos dos fundos imobiliários que fazem parte da carteira teórica. Existe uma revisão nessa carteira a cada quatro

meses e os FIIs que não mais se enquadram em seus pré-requisitos são retirados, e inseridos os que se encaixam em seus preceitos. Para fazer parte do IFIX, os fundos imobiliários precisam cumprir importantes critérios: Fazer parte do Índice de Negociabilidade (IN) da B3, que mensura a liquidez dos ativos na Bolsa (quanto mais existe participação de negociação do ativo, maior será sua participação no IN); volume médio financeiro mensal negociado, de pelo menos, R\$ 5 milhões; estar presente em 95% dos pregões durante a duração das três versões anteriores do IFIX; as cotas não podem valer menos de um real; ter um número mínimo de 300 cotistas; um FII não pode investir mais de 20% do seu patrimônio em um único imóvel (B3, 2024).

É válido ressaltar que 95% dos fundos imobiliários brasileiros estão listados na formação do índice. Assim, existem 462 Fundos de Investimentos Imobiliários disponíveis na B3 (B3, 2024), apresentando um forte crescimento no mercado em sua oferta. O cadastro de Fundos de Investimentos Imobiliários na CVM é de 955 fundos e a carteira teórica do IFIX é composta por 105 fundos de investimentos imobiliários considerados os mais negociados no mercado (CVM, 2024).

A partir disso, surge o seguinte problema de pesquisa: **Existe diferença no retorno alcançado em fundos de investimento imobiliário administrados pela gestão ativa e gestão passiva?** Assim, o objetivo geral desta pesquisa é investigar o desempenho de Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) no Brasil, comparando as estratégias de gestão ativa e passiva no período de 2019 a 2023. Os três objetivos específicos deste estudo são: comparar a rentabilidade das estratégias de gestão ativa e passiva em FIIs no Brasil no período de 2019 a 2023; analisar como a volatilidade e a estabilidade influenciam as diferenças de desempenho entre as gestões; e, por fim, identificar as limitações da pesquisa, propondo direções para estudos futuros em contextos econômicos e mercadológicos distintos.

A escolha do tema se deu em razão da crescente necessidade de se saber qual a melhor estratégia de investimento em paralelo ao crescimento de investimentos no setor dos FIIs. Nessa perspectiva, o tema visa oferecer percepções valiosas para investidores, gestores de ativos, acadêmicos e profissionais do setor imobiliário, ajudando-os a entender melhor as diferenças entre as duas abordagens de gestão e seus impactos na rentabilidade. Além disso, o tema contribui para a tomada de decisões mais informadas, promovendo uma análise comparativa entre estratégias que podem maximizar retornos, reduzir riscos e otimizar a alocação de recursos no mercado de FIIs.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Fundos de Investimento Imobiliário

A busca por investimentos em fundo imobiliário parte da perspectiva de ganhos através da rentabilidade desses ativos, onde estes possuem atributos tanto na renda fixa, quanto na renda variável, em que os investidores enxergam de forma otimista a relação entre mercado imobiliário e mercado de capitais, fato que entusiasma o investidor brasileiro (Almeida, 2021).

O crescimento de investimento em fundos imobiliários no Brasil dá-se por um reflexo do que se acontece no mercado norte-americano, que evidencia resultados positivos, trazendo assim confiança no investidor brasileiro de que em longo prazo Fundos de Investimentos Imobiliários geram retorno financeiro assertivo (Malaco, 2020).

Os Fundos de Investimento Imobiliário foram criados no Brasil pela lei 8.668 de 25 de junho de 1993, lei esta que foi complementada por uma instrução normativa da CVM 205/1994 e 206/1994. Esta lei foi criada com o intuito de proporcionar meios para o desenvolvimento do mercado imobiliário instigando investimentos no setor de construção (CVM, 2024).

A acessibilidade de pessoas civis com menos poder aquisitivo a esse tipo de investimento fez com que o mercado desse setor se popularizasse no Brasil, pois os FIIs



permitem que pequenos fragmentos de um imóvel possam ser angariados através de cotas, com promessa de ser uma nova forma de se fazer reserva como poupança estável e de longo prazo (Nogueira, 2020).

Sabe-se que fundos de investimentos no Brasil só funcionam com a autorização da CVM, em que após esta aprovação o administrador fica apto através de bancos, distribuidoras, corretoras ou outras instituições financeiras, independentemente de estarem correlacionadas ou não ao administrador de realizar a distribuição desses ativos apresentando-os aos clientes. O patrimônio do fundo é criado a partir da junção dos recursos executados pelos investidores (CVM, 2016).

É na CVM que a oferta pública de distribuição de cotas é listada. Pode ser investido através dos FIIS, em títulos e valores mobiliários de renda fixa e variável se estes forem emitidos por organizações que estejam com suas atividades sob a permissão regulatória para FIIS, além de ser possível investir em título de dívida privada com lastro imobiliário.

Vale ressaltar que antes da instrução ICVM nº 472, de 31 de agosto de 2008 a regulação limitava os investimentos do FIIS somente em imóveis em construção ou prontos. Destaca-se que, segundo Castro (2012), esse gênero de investimento tornou possível a entrada de pessoas com menor poder aquisitivo no mercado de capitais, em que se torna viável a possibilidade desse grupo em investir sem ser necessária a compra ou construção de imóveis.

O IFIX é um índice que foi criado pela bolsa de valores como um indicador de desempenho para as carteiras dos fundos deste segmento, onde este analisa o desenvolvimento de uma carteira formada por cotas de fundos imobiliários listados para negociação na bolsa de valores ou balcão organizado. O vigente índice aprecia o retorno total do investimento nas cotas que estão presentes em sua carteira (ANBIMA, 2014). Para Hirano (2018), o desempenho do mercado imobiliário não possui ligação com os fundos de investimento imobiliário e afirma que o que influencia o setor dos FIIs é o mercado de juros e de ações como parâmetro do índice IFIX.

O IFIX segue um Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3, sendo um tipo de índice de retorno total. Para fazer parte do IFIX precisam-se cumprir critérios exigidos pela B3 que são: estar entre os ativos elegíveis, durante o tempo de vigência, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN) das últimas três carteiras, onde estes ativos representam em sua totalidade 95% do montante inteiro desses índices; estar presente em 95% dos pregões no período de vigência das últimas 3 carteiras; não ser uma “Penny Stock” (valer menos de R\$ 1,00 na B3) (B3, 2020).

## **2.2 Gestão ativa e gestão passiva de Fundos de Investimento Imobiliário**

No mundo do mercado financeiro existem investimentos que se consolidam como menos voláteis ou o oposto onde apresentam maiores riscos de retorno. Partindo dessa comparação, dois grupos separam essas aplicações para perfis diferentes de investidores. Com os fundos de investimento imobiliário não é diferente e para isso existem as gestões ativas e passivas, onde elas possuem pontos em comum, porém têm características que as diferenciam, onde a passiva oferece menor inconstância em seus FIIs e a gestão ativa se apresenta como mais instável (Diniz, 2021).

Os preços do mercado são reflexos de todas as informações reais. Partindo dessa visão e ao relacionar à Hipótese do Mercado Eficiente (HME) e à gestão passiva de investimentos, os preços dos ativos em um mercado eficiente são reflexos de todas as informações disponíveis. Com essa afirmação seria inviável obter retornos acima da média do mercado consistentemente no longo prazo, seja por meio da análise técnica ou da análise fundamentalista, que busca identificar um valor específico dos ativos com base em seus fundamentos econômicos e financeiros. Segundo essa teoria, a gestão passiva de investimentos surge como uma estratégia

adequada, que replica o desempenho de um índice de mercado, em que os preços já refletem todas as informações disponíveis. Sendo assim, tentar superar o mercado através de estratégias de seleções de investimentos seria ineficaz. Portanto, em um mercado eficiente a estratégia mais lógica seria adotar uma abordagem passiva, visando acompanhar o mercado ao invés de superá-lo (Florêncio, 2021).

Para Alencar (2018) a gestão passiva de fundos de investimento imobiliário mantém a carteira inicial do fundo praticamente inalterada ao longo do tempo, onde o fundo não realiza grandes mudanças ou trocas na composição desses ativos durante o seu ciclo de operação. As únicas alterações possíveis de acontecer são as operacionais, como por exemplo, renegociação de contratos de aluguel. Quanto ao retorno financeiro, a gestão passiva busca gerar um desempenho que acompanhe o índice de referência setorial, que no caso dos FIIs é o IFIX.

Saindo da previsibilidade do mercado financeiro, os gestores da gestão ativa buscam selecionar e gerenciar ativos de uma carteira para tentar alcançar uma rentabilidade superior à do índice de referência. Assim, tenta superar o mercado através de constantes análises sobre os ativos do mercado, como dados financeiros e econômicos, e tomando decisões com base nessas análises para comprar ou vender ativos no momento certo (Alencar, 2018).

Miller (1977) e Chen et al. (2002) complementam essa ideia ao sugerirem que o comportamento dos investidores varia de acordo com suas expectativas em relação ao mercado, onde investidores otimistas tendem a operar mais ativamente, comprando e vendendo ativos com frequência, enquanto investidores pessimistas preferem não se envolver tanto no mercado, aguardando melhores oportunidades ou evitando riscos. Essa diferenciação de comportamento por sua vez influencia na liquidez e preços no mercado. Sendo assim, a gestão ativa busca aproveitar oportunidades de mercado para gerar retornos maiores do que os índices de referência, contando com a análise e a percepção dos gestores e com o comportamento dos investidores.

### **3 METODOLOGIA**

Esta pesquisa, que teve como objetivo analisar se os Fundos de Investimentos Imobiliário são mais rentáveis na gestão passiva ou gestão ativa, possui caráter descritivo uma vez que buscou registrar, analisar e interpretar dados; e quantitativo, já que se utilizou de vias e métodos estatísticos. As pesquisas têm o intuito de auxiliar de forma sistemática o entendimento geral de determinado campo de conhecimento, abrangendo diferentes interpretações através da comparação de trabalhos já publicados por meio de uma avaliação cuidadosa e crítica (Silva, 2005).

A pesquisa descritiva tem como objetivo relatar as individualidades de um fenômeno específico sem modificá-los. Sampieri, Collado e Lucio (2013) garantem que uma pesquisa quantitativa faz uso de coleta de dados para teste de hipóteses, fundamentando-se em cálculos numéricos e estudos estatísticos, com o objetivo de definir amostras e validar teorias (Marion; Dias; Traldi, 2002).

Enquadra-se ainda como pesquisa aplicada uma vez que dados reais foram utilizados para resolução de um problema específico (Bastos, 2000). E hipotético-dedutiva, onde pode envolver testes de hipóteses, com a refutação (ou não) evidenciada por meio do comportamento dos dados (Barbosa, 2014).

A amostra é subtraída do universo, sendo um subconjunto do universo (Lakatos, 2001). Têm-se como universo da pesquisa os Fundos de Investimento Imobiliários presentes na bolsa de valores brasileira, a B3, dos quais foram extraídos os FIIs que fazem parte do IFIX e dentre estes os que estão inseridos em gestão passiva e gestão ativa. A amostra da pesquisa reúne dados extraídos da B3 através do IFIX onde nestes estão expostos os fundos de investimentos imobiliários que atendem os requisitos exigidos pela pesquisa, como: fazer parte da carteira

teórica de fundos de investimento imobiliário de 2019 a 2023 da B3. A coleta de dados foi realizada no mês de outubro de 2024.

A pesquisa foi realizada com o intuito de se observar estaticamente o retorno de cada ano, considerando os dois grupos (gestão ativa e gestão passiva). Assim, realizou-se um comparativo nos dados coletados em seus retornos diários, a cada ano, considerando 123471 observações, de 201 ativos diferentes. Os dados de rentabilidade dos FIIs necessários à realização da pesquisa foram obtidos por meio da plataforma Economatica.

Para Lakatos (2001) a pesquisa bibliográfica é uma condensação de trabalhos já realizados, os quais irão auxiliar através de dados importantes que estejam interligados com o tema. Para isso se faz necessária uma pesquisa cautelosa de todas as fontes para o planejamento da pesquisa, caracterizando-as como fontes primárias. Por fim, a análise dos dados foi feita através de estatística descritiva e da utilização do teste de Mann-Whitney, onde foram utilizados para a observação os seguintes softwares: Excel, R e R Studio.

#### 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

A análise dos dados de desempenho entre as carteiras de gestão ativa e passiva dos FIIs de 2019 a 2023 revela diferenças importantes. Para evitar problemas com *outliers*, os dados foram winsorizados ao nível de 1%, considerando que os dados extremos foram ajustados para reduzir seu impacto sobre os resultados, o que ajuda a evitar distorções estatísticas causadas por esses valores extremos.

Conforme a Tabela 1, enquanto a gestão ativa apresentou retornos superiores apenas no ano de 2019, comparada à gestão passiva, conforme a média, nos anos seguintes predominaram uma tendência de resultados mais negativos, associada a uma volatilidade significativamente maior em relação à gestão passiva. Esse comportamento pode ser compreendido a partir das considerações de Alencar (2018), que aponta que a gestão ativa, ao buscar superar o índice IFIX, adota uma abordagem que explora oportunidades de mercado em resposta às análises apresentadas de investimentos e, em contrapartida, a gestão passiva, que visa replicar o índice de mercado, fornece uma alternativa mais estável para investidores que buscam focar seu desempenho ao mercado sem tentar superá-lo.

**Tabela 1-** Resumo Estatístico do Retorno Diário por Ano e Tipo de Gestão

Ano	Tipo de Gestão	Mínimo	1º Quartil	Mediana	Média	3º Quartil	Máximo	Desvio Padrão
2019	Ativa	-6,91	-0,0022	0,0000	-0,0036	0,0326	0,9730	0,4397
2019	Passiva	-6,91	-0,0066	-0,0010	-0,0197	0,0227	0,9730	0,3013
2020	Ativa	-6,91	-0,0022	0,0000	-0,0546	0,0331	0,9730	0,6154
2020	Passiva	-6,91	-0,0065	0,0165	-0,0170	0,0190	0,9730	0,3679
2021	Ativa	-6,91	-0,0051	-0,0001	-0,1633	0,0354	0,9730	10,140
2021	Passiva	-6,11	-0,0065	-0,0035	-0,0119	0,0140	0,9730	0,3227
2022	Ativa	-6,91	-0,0131	0,0040	-0,2270	0,0383	0,9730	10,839
2022	Passiva	-6,91	-0,0029	-0,0029	-0,0095	0,0328	0,9730	0,2737
2023	Ativa	-6,91	-0,0531	0,0000	-0,3112	0,0378	0,9730	12,322
2023	Passiva	-2,95	-0,0031	-0,0029	-0,0063	0,0279	0,9730	0,1629

Fonte: dados da pesquisa (2024)

Hirano (2018) também contribui com essa análise ao enfatizar que o desempenho dos FIIs depende menos do setor imobiliário em si e mais de fatores macroeconômicos, como taxas de juros e o comportamento do mercado de ações, o que afeta diretamente a gestão ativa. Florêncio (2021) comenta que a gestão passiva, ao replicar índices de mercado, representa uma

alternativa mais estável para os investidores, refletindo um desempenho que acompanha o mercado de forma consistente, sem as flutuações extremas observadas na gestão ativa.

Em 2019, a gestão ativa apresentou uma média de retorno de -0,0036, em contraste com -0,0197 da gestão passiva, indicando uma vantagem inicial da gestão ativa ao captar oportunidades de mercado. Em 2020, a gestão ativa mostrou uma média de retorno mais negativa (-0,0546) em comparação à passiva (-0,0170), com um desvio padrão de 0,6154 para a gestão ativa e 0,3679 para a passiva.

Segundo Alencar (2018) a gestão ativa exige um acompanhamento rigoroso das flutuações do mercado, buscando um retorno superior ao índice de referência por meio de uma administração ativa dos ativos. Os gestores realizam análises contínuas dos dados financeiros e econômicos, tomando decisões estratégicas de compra e venda de ativos com o intuito de superar o desempenho do IFIX. É por essa razão que se observa uma volatilidade mais acentuada nos FIIs sob gestão ativa, especialmente em anos como 2021 e 2022, quando o desvio padrão se elevou consideravelmente.

Vale ressaltar que nesse período existiu o cenário de pandemia, onde este pode ter contribuído para essa volatilidade, por ter sido um período de incerteza econômica. Ainda no contexto da volatilidade e do risco, Hirano (2018) traz uma visão relevante ao desvincular o desempenho dos FIIs exclusivamente do mercado imobiliário, destacando que outros fatores, como as taxas de juros e as condições do mercado de ações, exercem uma influência específica.

O ano de 2021 ilustra essa diferença de forma mais clara, com a gestão ativa registrando uma média de retorno de -0,1633 e um desvio padrão de 10,140, enquanto a gestão passiva teve uma média de -0,0119 e um desvio padrão de 0,3227. Esses valores indicam um risco consideravelmente maior para a gestão ativa, corroborando o conceito da Hipótese do Mercado Eficiente (HME) descrito por Florêncio (2021), que sugere que, em um mercado onde os preços refletem todas as informações disponíveis, é difícil obter retornos consistentemente superiores ao mercado sem incorrer em riscos elevados.

De acordo com a HME, tentativas de superar o mercado, como as da gestão ativa, frequentemente resultam em uma maior exposição a flutuações e incertezas. Em contraste, a gestão passiva, que visa replicar o índice de referência do mercado sem buscar um desempenho superior, apresenta uma abordagem mais estável. Ao simplesmente seguir a composição de um índice, como o IFIX, a gestão passiva tende a reduzir o número de negociações e a exposição a riscos momentâneos, resultando em um desempenho mais previsível e menos sujeito a variações extremas.

Em 2022, a diferença entre os tipos de gestão mostra que: a média de retorno da gestão ativa foi de -0,2270, com um desvio padrão de 10,839, enquanto a gestão passiva recebeu uma média de -0,0095 e um desvio padrão de 0,2737. Esses dados reforçam que a volatilidade da gestão ativa supera a da gestão passiva. Alencar (2018) explica esse comportamento como uma característica de estratégias ativas, que visa capturar momentos de valorização no mercado.

Em 2023 a gestão ativa apresentou maior volatilidade, conforme demonstrado pelo desvio padrão mais elevado (12,322 contra 0,1629 na gestão passiva). Apesar de maior risco, os retornos médios e mediana da gestão ativa foram mais negativos em comparação com a gestão passiva, sugerindo que o desempenho foi pior, mesmo assumindo mais risco. A gestão passiva mostrou maior estabilidade nos retornos diários, com menor dispersão e uma média menos negativa, indicando menor impacto adverso nesse período.

O teste de Mann-Whitney, conforme apresentado na Tabela 2, ressalta a significância estatística das diferenças de retornos entre as duas gestões para os anos de 2019 a 2022, apontando que a gestão ativa ofereceu retornos superiores apenas no ano inicial da análise, enquanto nos anos seguintes a gestão passiva mostrou-se mais eficiente em termos de estabilidade e menor perda de valor. Essa diferença reforça a análise de Alencar (2018) sobre o

perfil de risco dos investidores, que deve ser cuidadosamente considerado na escolha entre as duas abordagens.

**Tabela 2** - Comparação entre Gestão Ativa e Passiva

Ano	Gestão Ativa - Média	Gestão Passiva - Média	Diferença Absoluta	Valor-p
2019	-0,0036	-0,0197	0,0161	0,0000
2020	-0,0546	-0,0170	0,0376	0,0000
2021	-0,1633	-0,0119	0,1514	0,0000
2022	-0,2270	-0,0095	0,2175	0,0404
2023	-0,3112	-0,0063	0,3049	0,3625

**Fonte:** dados da pesquisa (2024)

Em 2023, o teste de Mann-Whitney indicou um valor-p de 0,3625, o que aponta para uma diferença estatisticamente insignificante entre as médias de retorno das gestões ativa e passiva, que foram de -0,3112 para a gestão ativa e -0,0063 para passiva. Esse valor-p sugere que as duas gestões tiveram desempenhos semelhantes em termos de retorno médio, diferentemente dos anos anteriores, onde a gestão ativa apresentou variações mais significativas em relação à passiva. Essa convergência pode ser interpretada como um possível reflexo de uma estabilização nas condições econômicas em 2023, o que teria reduzido as oscilações do mercado e, conseqüentemente, aproximado os resultados das duas abordagens.

No entanto, mesmo com essa aproximação nas médias de retorno, o desvio padrão da gestão ativa foi consideravelmente alto (12,322) em comparação ao da passiva (0,1629). Esse elevado desvio padrão evidencia que, apesar da similaridade nas médias de retorno, a gestão ativa continua apresentando um perfil de risco ainda maior, com variações mais amplas nos retornos ao longo do ano. Esse padrão de maior volatilidade reflete a característica típica da gestão ativa de tentar superar o índice de mercado, o que expõe as flutuações mais alteradas, independentemente das condições econômicas.

Portanto, a análise dos resultados sugere que, no contexto dos FIIs, a gestão passiva se mostra mais vantajosa para investidores que priorizam estabilidade e controle de risco, dado que essa abordagem apresentou menores variações e perdas médias ao longo do período estudado. Em contrapartida, a gestão ativa, embora mais volátil, pode ser atrativa para aqueles que desejam se submeter a maiores oscilações na busca de retornos superiores. Contudo, os dados apontam que essa estratégia não garante necessariamente resultados consistentes acima da média de mercado (Alencar, 2018).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa alcançou seu objetivo de analisar os fundos de investimentos imobiliários, sob a ótica da gestão ativa e gestão passiva, examinando a rentabilidade das mesmas e se existe diferença no retorno financeiro ao se optar por uma dessas gestões. Os resultados do teste de Mann-Whitney, que mostram uma maior rentabilidade da gestão passiva na maioria dos anos entre 2019 e 2023, podem ser compreendidos pelo perfil mais estável e de menor risco dessa abordagem.

Como mencionado, a gestão passiva visa acompanhar o índice de referência do mercado, limitando negociações e evitando tentativas de superar o desempenho médio. Esse enfoque reduz a exposição a flutuações e incertezas que caracterizam o mercado, resultando em uma menor volatilidade nos retornos.

Em contraste, a gestão ativa, que busca superar o mercado por meio de decisões frequentes de compra e venda, apresenta maior volatilidade, refletida nos elevados desvios

padrão observados ao longo do período. Esse perfil mais arriscado da gestão ativa gera variações consideráveis nos retornos, o que, como o teste de Mann-Whitney sugere, nem sempre compensa, já que a gestão passiva, em média, obteve retornos mais estáveis e, na maioria dos anos, superior.

Assim, a volatilidade exacerbada da gestão ativa gera um risco maior para o investidor. Nesse sentido, este tipo de gestão, apesar de apresentar um potencial de retorno superior em momentos favoráveis, demanda um perfil de investidor tolerante ao risco, enquanto a gestão passiva atrai investidores que preferem estabilidade e alinhamento aos resultados gerais do mercado.

Os resultados deste estudo podem contribuir para as decisões de investidores e gestores de fundos de investimento, bem como auxiliar analistas e pesquisadores por analisar através de evidências se os tipos de gestão influenciam na rentabilidade dos FIIs. As limitações desta pesquisa devem ser consideradas para a compreensão do escopo e da aplicabilidade dos resultados. Em primeiro lugar, o horizonte temporal foi delimitado pelo período de 2019 a 2023, proporcionando uma análise específica que pode não representar totalmente a dinâmica dos fundos imobiliários em outros períodos econômicos, incluindo crises anteriores ou futuras.

Além disso, este estudo se concentra exclusivamente em Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) brasileiros. Esse recorte geográfico e setorial limita as conclusões ao contexto brasileiro, o que pode reduzir sua aplicabilidade para fundos imobiliários em mercados internacionais, onde os ambientes regulatórios, econômicos e culturais são distintos. Outro ponto a ser considerado é a focalização em dados quantitativos, como rentabilidade e volatilidade, sem incluir variáveis qualitativas, como a experiência e as estratégias específicas dos gestores, que poderiam fornecer uma visão mais abrangente das diferenças entre as abordagens ativa e passiva.

Da mesma forma, embora fatores macroeconômicos como taxas de juros e condições do mercado acionário tenham sido mencionados, a pesquisa não explorou profundamente a influência específica desses fatores no desempenho dos FIIs, o que poderia enriquecer a compreensão sobre como variáveis externas impactam os resultados de ambas as estratégias de gestão. Adicionalmente, a análise inclui o período da pandemia de COVID-19, que afetou de maneira significativa o setor imobiliário e os mercados financeiros, influenciando o desempenho dos fundos imobiliários de forma atípica e limitando a generalização dos resultados para cenários mais estáveis.

Por fim, estas limitações destacam pontos que podem ser explorados em pesquisas futuras, possibilitando um entendimento mais abrangente das diferenças entre gestão ativa e passiva no mercado de FIIs. A fim de ampliar o entendimento sobre as diferenças entre as gestões ativa e passiva no contexto dos Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs), sugerem-se algumas direções para pesquisas futuras: Primeiramente, recomenda-se expandir o horizonte temporal da análise para incluir períodos econômicos variados, além de cenários de estabilidade e recuperação.

Além disso, a análise poderia ser estendida para FIIs de outros países, possibilitando uma comparação entre mercados com diferentes condições regulatórias, econômicas e culturais. Outra possibilidade de avanço é a incorporação de variáveis qualitativas, como a experiência e o histórico dos gestores e as estratégias específicas adotadas.

## REFERÊNCIAS

ALENCAR, Claudio Tavares de. **A gestão ativa de portfólios como diferencial na geração de resultado e renda regular em fundos de investimento imobiliário com foco em edifícios corporativos**. 2018. Tese (Livre Docência em Engenharia de Construção Civil) - Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

ALMEIDA, Leomarques Silva. **Análise da rentabilidade dos investimentos em fundos imobiliários no Brasil, 2021**. Trabalho de conclusão de curso (Curso Superior de Tecnologia em Gestão Empresarial) - Faculdade de Tecnologia de Americana, Americana, 2021.

ANBIMA. **Estudos especiais – Produtos de Captação. Fundos de Investimento Imobiliário**. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), 2014. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estatisticas/fundos-deinvestimento-imobiliario/Documents/estudos-especiais-produtos-de-captacaofundos-de-investimento-imobiliario.pdf>. Acesso em: 18 mai. 2024.

BARBOSA, E. M. **Teste de Hipótese e Aplicações**. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Estatística)- Universidade Estadual da Paraíba, Campina Grande, 2014.

BASTOS, L. da R. **Manual para elaboração de projetos e relatórios de pesquisas, teses, dissertações e monografias**. Rio de Janeiro: Guanabara Koogan, 2000.

BRANCO, C. E. C.; MONTEIRO, E. de M. A. R. Estudo sobre a indústria de fundos de investimentos imobiliários no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 20 , p. 261-295, dez. 2003.

CASTRO, M. A. F. **Co-integração na indústria de fundos imobiliários no Brasil**. 2012. 52f. Dissertação (mestrado profissional) - Programa de Pós-graduação em Economia, CAEN, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, CE, 2012.

CARVALHO, N; KASSAI, J. R. Relato Integrado: a nova revolução contábil.**Revista Fipecafi**, v. 1, agosto, 2014.

CHEN, J., HONG, H., STEIN, J. Breadth of ownership and stock returns. **Journal of Financial Economics**. 66,171–205., 2002.

CARVALHO, N; KASSAI, J. R. Relato Integrado: a nova revolução contábil.**Revista Fipecafi**, v. 1, agosto, 2014.

DINIZ, G. S. **Análise de performance dos fundos de ações brasileiros: estratégias de gestão ativa e passiva**. 2023. Dissertação (Mestrado em Economia). — Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa, Brasília, 2021.

FLORÊNCIO, B. da S. **Análise comparativa entre fundos de investimentos imobiliários (FIIs) de gestão passiva e gestão ativa**. 2021. Trabalho de Conclusão de Curso (Mestrado em economia) Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa- IDP, Brasília, 2021.

HIRANO, F. **Determinantes do desempenho de fundos de investimento imobiliário**. 2018. Tese (Mestrado em Administração) Insper, São Paulo, 2018.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. de A. **Metodologia do trabalho científico**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MALACO, A. S. **Uma análise da relação do desempenho de fundos imobiliários lastreados em shopping centers com variáveis macro e microeconômicas**. Tese (Mestrado em Administração). Centro Universitário Álvares Penteado. São Paulo, 2020.

MARION, J. C.; DIAS.; R.; TRALDI, M.C. **Monografia para os cursos de administração, contabilidade e economia**. São Paulo: Atlas, 2002.

MILLER, E. Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. **The Journal of Finance**, 1151–1168., 1977.

NOGUEIRA, B. R. **Um estudo sobre o perfil do investidor de fundos de investimento imobiliário e a relação entre os indicadores IFIX, IBOV e CDI**. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de São Carlos, Departamento de Engenharia de Produção, Sorocaba, São Paulo, 2021.

SAMPIERI, R. H; COLLADO, C. F.; LUCIO, M. P. B. **Metodologia de pesquisa. 5ª. Edição**. Porto Alegre: Penso, 2013.

SILVA, E. L.da; MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 3. ed. rev. atual. – Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

WEISS, L. A. S. **O papel da gestão no desempenho dos fundos de investimento imobiliário no Brasil (2010-2016)**. 2017. 89 f. Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Contabilidade) - Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Cascavel, 2017.



## AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a Deus por ter me guiado e sustentado nessa jornada, nos momentos mais difíceis não me deixou desistir, sem a sua sustentação não teria chegado onde cheguei, eterna gratidão ao Reis dos Reis.

Em segundo, a minha mãe Zenaide que sempre me deu apoio e foi minha inspiração como exemplo de superação e persistência. A minha família que sempre me incentivou, e me encorajou a sempre seguir em frente.

Sou grata ao meu Orientador, Allisson Silva dos Santos, por todo o suporte oferecido para a conclusão deste trabalho.

Aos professores Gilberto Franco de Lima Junior e Jocykleber Meireles de Souza que compuseram a banca examinadora, onde representaram todo o corpo docente, minha eterna gratidão por todos os ensinamentos.

Aos amigos que me acompanharam durante essa trajetória, por muitas vezes fomos o apoio um do outro, e chegar até aqui também tem contribuição de vocês, trilhar esse caminho juntos foi uma experiência incrível.