

Análise do Perfil de Investidores em Fundos de Investimento Imobiliário: Perspectivas de Investidores de um Fórum de Discussões

Analysis of the Profile of Investors in Real Estate Investment Funds: Investor Perspectives from a Discussion Forum

Antonio Cano Doutor em Engenharia de Produção. Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de São Paulo (IFSP) – Brasil.
<https://orcid.org/0000-0002-8087-7624> antonio.cano@ifsp.edu.br.

Cláudia Andressa Cruz Affonso Doutora em Engenharia de Produção. Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de São Paulo (IFSP) – Brasil.
<https://orcid.org/0000-0002-9279-6661> claudia.andressa@ifsp.edu.br.

Marcela Avelina Bataghin Costa Doutora em Engenharia de Produção. Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de São Paulo (IFSP) – Brasil.
<https://orcid.org/0000-0003-1311-3429> marcela.bataghin@ifsp.edu.br.

Meire Ramalho de Oliveira Doutora em Engenharia de Produção. Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de São Paulo (IFSP) – Brasil.
<https://orcid.org/0000-0002-2396-1950> meire.oliveira@ifsp.edu.br

RESUMO

O objetivo deste trabalho foi analisar as diferenças no perfil dos investidores em Fundos Imobiliários de Investimento (FIIs) que começaram a investir a partir de 2018, em comparação com aqueles que já o faziam anteriormente. O início de 2018 marcou uma enorme expansão na base de investidores pessoas físicas em FIIs. Conforme a Brasil, Bolsa, Balcão (B3), houve um salto de cerca de 121 mil investidores em dezembro de 2017 para mais de 1,17 milhões em dezembro de 2020, e mais de 2,1 milhões em maio de 2023. Tal crescimento pode ser associado à significativa redução da taxa SELIC, de 13,75% a.a. em dezembro de 2016 para 2% a.a. em agosto de 2020, além da popularização do acesso via smartphones aos bancos e corretoras digitais, que não cobram taxas de corretagem em operações com FII. Para a execução do trabalho foi realizado um levantamento de dados com 134 investidores participantes de um fórum de discussão sobre FIIs. Os resultados apontam que há diferenças no perfil e nos padrões de tomada de decisões de investimentos, diante de múltiplas variáveis relacionadas ao mercado de FIIs, entre os grupos de investidores mais experientes e menos experientes. O primeiro grupo inclui os respondentes que já atuavam no mercado de FIIs antes de 2018, enquanto o

segundo grupo é formado pelos que passaram a atuar após a grande expansão observada a partir daquele ano.

Palavras-chave: fundos de investimento imobiliário; perfil de investidor; FIIs.

ABSTRACT

This paper aims to analyze differences in the profile of investors in Brazilian Real Estate Investment Funds (FIIs), which started their contributions in 2018, in relation to those who had already invested before. Early 2018 marked a considerable expansion in the base of individual investors in FIIs. According to Brasil, Bolsa, Balcão (B3), the number of investors increased from approximately 121,000 in December 2017 to more than 1.17 million in December 2020, reaching over 2.1 million in May 2023. This growth can be associated with causes such as the significant reduction in the SELIC rate, from 13.75% p.a. in December 2016 to 2% p.a. in August 2020, and the popularization of digital banks and brokerages accessible via smartphones that do not charge transaction fees. To conduct the study, a data survey was carried out with 134 investors participating in a discussion forum on FIIs. The results indicate differences in the profile and investment decision-making between more experienced and less experienced groups of investors, with the former group comprising respondents who were already active in the FII market before 2018, and the latter consisting of those who began participating after the significant expansion observed from that year onward.

Keywords: real state funds; investor profile; FIIs.

Recebido em 05/04/2024. Aprovado em 11/10/2024. Avaliado pelo sistema *double blind peer review*. Publicado conforme normas da ABNT.

<https://doi.org/10.22279/navus.v14.1898>

1 INTRODUÇÃO

Entre 2016 e 2020 o número de CPFs – Cadastros de Pessoas Físicas associados a ativos de renda variável na B3 – Brasil, Bolsa Balcão quase triplicou, saltando de menos de 600 mil para mais de 3,2 milhões (The Capital Advisor, 2020). Destaca-se o crescimento do número de investidores em Fundos de Investimento Imobiliário (FII), que saltou de cerca de 121 mil em dezembro de 2017 para mais de 1,17 milhão em dezembro de 2020, o que resultou em elevação de 6 para 169 bilhões de reais no volume de recursos geridos por FIIs (ANBIMA, 2021). O mercado de investimentos tem se tornado mais acessível e comum no Brasil (Longaray; Figueiredo; Munhoz, 2015).

A redução da taxa SELIC, que foi de 13,75% a.a. em 12/2016 para 2% a.a. em 08/2020 (BACEN, 2021), assim como as facilidades de acesso digital a corretoras, o desenvolvimento de aplicativos de investimento para celulares e o barateamento do custo de operações nas corretoras, podem ser apontados como as principais causas para o acréscimo de investidores pessoas físicas na B3 (D'Ávila, 2020), incluindo também os investidores em FIIs. Vale observar que mesmo após a retomada da elevação da taxa SELIC, que a partir de 03/2021 saiu de seu mínimo histórico (2% a.a.) para retornar aos 13,75% a.a. em 08/2022, o número de investidores pessoas físicas continuou crescendo e chegou em 05/2023 a mais de 2,1 milhões de CPFs (B3, 2023). Isso demonstra que os FIIs se tornaram alternativa interessante para acumulação de valor e geração de renda, principais características dessa classe de ativos.

Ao se considerar a evolução do número de investidores em FIIs ano a ano, percebe-se que 2018 foi um divisor de águas, pois a partir dele, até maio de 2023, o número de investidores pessoa física cresceu mais de 2 milhões, 328 novos fundos foram listados na bolsa e foram feitas 342 ofertas públicas de cotas, com captação de mais de 1,12 bilhões de reais (B3, 2023).

Dessa forma, considerando-se a expansão ocorrida a partir de 2018, assume-se o pressuposto de que existem dois grupos de investidores em FIIs: os mais experientes e os menos experientes. O primeiro grupo é formado pelos investidores que já atuavam no segmento antes daquele ano, muitos dos quais já tendo vivido as crises econômicas e imobiliárias ocorridas entre 2014 e 2018. O segundo grupo é formado pelos novos ingressantes no mercado de renda variável, que impulsionados pelos motivos já citados, migraram ou ingressaram no segmento em busca de maior rentabilidade, ganhos de capital e renda passiva. Supõe-se, então, que o investidor que chegou no mundo dos FIIs a partir de 2018 tenha prioridades, percepções e comportamentos diferentes daqueles que já atuavam neste mercado anteriormente, além de menor experiência e reações diferentes se expostos à volatilidade e riscos típicos dos ativos de renda variável, o que poderia resultar em diferentes perfis de investimento para os dois grupos.

O perfil de investidor decorre de um conjunto de características individuais que delineiam a forma como são tomadas as decisões de investimento. Tais características se relacionam com o conhecimento deste investidor sobre finanças, do momento em que se encontra na vida pessoal e na carreira profissional, de suas reações típicas diante de riscos e de seus objetivos de curto e longo prazo. Assim, diferentes perfis de investidor tendem a resultar em diferentes tomadas de decisão sobre a escolha dos ativos que receberão aportes e sobre os comportamentos diante das variáveis mercadológicas (Silva et al., 2008).

Surge então o problema deste estudo: existem diferenças entre os perfis de investimento dos investidores menos experientes em relação aos investidores mais experientes e, em existindo, quais seriam elas? Resulta

assim que o objetivo deste trabalho é o de analisar as diferenças entre os perfis de investidores em FIIs, participantes de um fórum de discussão sobre FIIs, que iniciaram seus aportes nessa classe de ativos a partir de 2018, em relação aos que já atuavam nesse segmento do mercado de renda variável anteriormente àquele ano.

A compreensão dos diferentes perfis de investidores em FII pode contribuir de várias formas com o aperfeiçoamento do segmento, destacando-se a geração e disseminação de informações que possam subsidiar o desenvolvimento de políticas públicas e regulatórias, decisões melhores e mais assertivas por parte de gestoras e administradoras de fundos, assim como melhores e mais preparados investidores (Moraes, 2016). Além disso, há poucos estudos retratando FIIs na literatura, portanto pesquisas sobre essa temática podem contribuir para aprofundar as discussões e promover o avanço acadêmico (Serra; Moraes; Fávero, 2017).

Em sua apresentação, este artigo está dividido em: introdução, composta pelo problema de pesquisa e objetivo do estudo; fundamentação teórica, em que se apresenta o conceito de FIIs, tipologia e benefícios; métodos, em que se descreve o passo a passo da pesquisa; resultados e discussões, em que se apresenta conceitos e discussões; e por fim, as considerações finais com a síntese e limitações do trabalho.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) são uma comunhão de recursos, criados pela Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993 (Brasil, 1993) e regulados pela Comissão de Valores Mobiliários nº 472, de 31 de outubro de 2008 (Brasil, 2008). São destinados à aplicação em imóveis ou empreendimentos imobiliários, em títulos e valores mobiliários emitidos pelo setor imobiliário, ou em títulos de crédito de dívida privada lastreadas em imóveis ou empreendimentos imobiliários. Seu patrimônio se organiza sob a forma de cotas, com captação e funcionamento como se fossem condomínios fechados (ANBIMA, 2014).

A administração dos FIIs é realizada por instituições financeiras autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e suas funções, dentre outras, são as de observar o cumprimento das obrigações legais, documentais e regulamentares, divulgar informações aos cotistas, controlar e divulgar a distribuição dos resultados e organizar e realizar as assembleias (CVM, 2021). Já a gestão dos recursos dos fundos é feita por instituição financeira com funcionamento regulamentado e autorizado pela CVM, tendo como principais funções as relativas à aquisição e gestão de imóveis, empreendimentos e títulos que compõem o patrimônio do fundo (Razuk, 2006).

Os FIIs são organizados em cotas, com oferta pública regulamentada pelas Instruções CVM 472 e 476, a depender de enquadramentos específicos (Liang, 2017). Os titulares das cotas de um FII se tornam proprietários dos seus bens e direitos, na proporção do número de cotas detidas, contudo sem poder exercer direito real sobre eles e não respondendo pessoalmente por obrigações legais ou contratuais do administrador, do gestor, dos imóveis ou dos empreendimentos que compõem o patrimônio do FII (Santana, 2020). Após a oferta pública inicial, os FIIs podem realizar ofertas que aumentem seu patrimônio, seguindo as mesmas instruções normativas, chamadas de emissões. Os FIIs listados em bolsa têm ainda suas cotas negociadas no mercado secundário, representadas por um código de 4 letras seguido pelo número 11, como é o caso, por exemplo, dos fundos IRDM11 e HGLG11 (Moraes, 2016).

O investimento em FIIs, de forma geral, pode ser muito vantajoso, sendo possível identificar vários motivos pelos quais os investidores optam por tal classe de ativos, destacando-se o recebimento periódico, em geral mensal, de rendimentos; baixos valores de aportes mínimos, em torno de dez reais para vários FIIs; baixos custos de negociação, já que a quase totalidade das corretoras não cobram taxas; isenção de imposto de renda em relação aos rendimentos recebidos; alternativa de diversificação adequada tanto para geração de renda futura, como para investimento visando usufruir da renda no presente; oportunidades para ganhos de capital no curto prazo com arbitragens e trades (Maia; Souza, 2015).

Em contrapartida, conforme Lucca (2023), os FIIs carregam riscos, merecendo destaque o de perdas de capital decorrentes da volatilidade dos preços, por se tratar de ativo de renda variável; o de crédito, no caso de FIIs de papel; o risco de alavancagem excessiva, que ocorre quando um FII se endivida para adquirir um imóvel e gerar acréscimo de rendimento aos cotistas, vindo a enfrentar dificuldades, no caso de sofrer com inadimplência de seus locatários; a cobrança de taxas de administração e performance elevadas, que podem reduzir ou mesmo anular ganhos acima da média; risco de emissões abaixo do valor patrimonial, que acabam por reduzir o valor patrimonial da cota e diluir o capital de quem já investe no fundo; riscos econômicos e cíclicos que podem reduzir rendimentos; riscos de gestão, decorrentes de tomada de decisões que se mostram equivocadas, gerando prejuízos para os cotistas.

A fim de reduzir a possibilidade de tomada equivocada de decisões por parte dos investidores, parametrizar as informações disponíveis ao mercado e promover transparência e previsibilidade no mercado de FIIs, os órgãos regulamentadores exigem que as administradoras publiquem mensalmente relatórios gerenciais, os quais devem descrever a situação de cada fundo, a composição do seu portfólio, e também o fluxo de caixa e DRE do período. A maioria das administradoras também publica nos relatórios informações que justificam a tomada de decisões feitas pelos gestores e a tese de investimento em que eles se baseiam. Tal conjunto de informações definem os fundamentos técnicos de cada FII e devem sempre ser acompanhados pelos cotistas e potenciais investidores (Santana, 2020).

Para Liang (2017), uma variável importante na tomada de decisão de compra de cotas de um FII diz respeito ao preço pago pela cota, principalmente em se tratando de aquisições no mercado secundário. Um parâmetro que pode auxiliar o investidor é a relação entre o preço de aquisição e o valor patrimonial da cota, indicador conhecido como P/VP.

Existem vários tipos de FIIs, cada um com características diferentes, que podem ser mais ou menos adequados a cada investidor, conforme seus objetivos e perfil de investimento. Os tipos de FIIs diferenciam-se principalmente em função da sua política de investimento, do seu tempo de duração, do tipo de gestão e ativos que possuem no portfólio. Tais variáveis são definidas no regulamento de cada fundo e delas derivam o mandato dos gestores, que delimita o seu campo de ação e de tomada de decisões (Mota, 2013).

No que diz respeito à política de investimentos, os FIIs se classificam em três grupos principais: renda, desenvolvimento e títulos. Os fundos com política de geração de renda são os que têm como mandato dado aos gestores a aquisição de bens imóveis visando a geração de renda com a sua locação (Tognini; Alencar, 2019). Já nos fundos de desenvolvimento o mandato dado aos gestores permite a aplicação de recursos na incorporação e construção de imóveis a fim de gerar ganhos de capital na venda de tais empreendimentos

(CVM, 2021). Por fim, os fundos de títulos são aqueles cujo mandato dado aos gestores define que eles devam aportar os recursos em títulos, sejam de renda variável ou de renda fixa, atrelados ao segmento imobiliário. Esse aportes podem ocorrer também em cotas de outros FIIs, conforme regulamento de cada fundo, sendo os ganhos derivados dos rendimentos gerados por tais ativos ou ainda por ganhos de capital obtidos em sua negociação (Moraes, 2016).

Quanto à duração, os FIIs se diferenciam em fundos com prazo de duração definido ou com prazo de duração indefinido. Vale lembrar que, por serem constituídos como condomínios fechados, os cotistas dos FIIs não possuem a prerrogativa de resgatar os valores investidos, podendo apenas negociar suas cotas no mercado secundário, caso desejem desinvestir seu capital. No caso dos fundos com duração definida, contudo, desde quando adquire suas cotas o investidor sabe quando o fundo será liquidado e os patrimônio líquido do fundo será distribuído aos titulares de suas frações, o que não acontece em relação aos fundos com duração indefinida (Franke, 2012). Importante observar que mesmo nos fundos de duração indefinida os cotistas podem, em assembleia deliberativa, decidir pela sua liquidação (CVM, 2021).

O tipo de gestão é outro fator diferenciador entre fundos, podendo ser ativa ou passiva. Na gestão passiva o mandato dado aos gestores delimita sua liberdade em relação à aquisição ou venda dos ativos. Dessa forma, o portfólio do fundo se torna estático, a menos que haja autorização dada em assembleia deliberativa para que ativos sejam incorporados ou liquidados. A gestão ativa, por sua vez, consiste em um mandato dinâmico dado aos gestores para que eles definam, dentro dos parâmetros do regulamento, alterar a composição do portfólio, incorporando ou liquidando ativos conforme flutuações do mercado e possibilidade de ganhos de capital (Fernandes, 2020).

Em termos de classificação conforme o tipo de ativos, existem os fundos de tijolo, os fundos de papel e os fundos híbridos, podendo ainda os fundos de tijolo serem classificados conforme os setores econômicos com os quais os imóveis se relacionam e os fundos de papel, conforme o tipo de títulos que possuem no portfólio (Ramalho; Hercos Júnior, 2022).

Os FIIs de tijolo são a forma mais tradicional de FII e se caracterizam pelo aporte de recursos em imóveis ou empreendimentos imobiliários, sejam eles prontos para ocupação ou em desenvolvimento, a fim de obter rendas de aluguéis ou ganhos de capitais (Alencar, 2018). O desenvolvimento de empreendimentos ocorre quando o fundo gere a implantação de imóvel ou condomínio, seja para locatário específico (built to suit) ou negociação posterior (Razuk, 2006). Os imóveis que compõem um fundo de tijolo podem pertencer a vários segmentos do mercado, sendo os principais os shoppings, galpões logísticos, lajes para o segmento corporativo, residências e de renda urbana, tais como lojas de departamentos fora de shoppings, agências bancárias, unidades escolares e hotéis, entre outros (Fernandes, 2020).

Os fundos de papel, por sua vez, são fundos nos quais os gestores aportam o recurso captado dos cotistas em títulos criados para fomentar o setor imobiliário, sendo eles a LCI e o CRI, ou ainda em cotas de outros FIIs, nesse caso sendo conhecidos como FOFs ou Fundo de Fundos. As LCIs – Letra de Crédito Imobiliário foram instituídas e regulamentadas pela Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004 (Brasil, 2004) e consistem de títulos de crédito emitidos por instituições financeiras e vinculados à carteira de crédito imobiliário da instituição emissora. Já os CRIs – Certificado de Recebíveis Imobiliários, foram instituídos pela Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997 (Brasil, 1997), sendo emitidos por organizações securitizadoras, que adquirem os direitos creditórios de emissores de crédito imobiliário e os

disponibilizam para negociação com investidores, dentre os quais se encontram os FIIs. Ambos os títulos são de renda fixa, pois se conhece de antemão a rentabilidade a ser paga.

3 MÉTODOS

O objetivo deste trabalho foi analisar as eventuais diferenças no perfil dos investidores em FIIs que iniciaram aportes na classe de ativos a partir de 2018, em relação àqueles que já o faziam anteriormente.

O trabalho pode ser enquadrado como uma pesquisa aplicada, que, conforme Fleury e Werlang (2017), se concentra em problemas reais e presentes nas atividades dos atores sociais, empenhando-se na elaboração de diagnósticos, identificação de problemas e busca de soluções. Quanto à abordagem, trata-se de um estudo quantitativo, já que, segundo Freitas e Prodanov (2013), este tipo de pesquisa tem como principal característica o esforço para traduzir em números as opiniões e informações, a fim de que seja possível realizar sua classificação e análise a partir de ferramentas matemáticas e estatísticas.

Em relação aos objetivos, o estudo se classifica como exploratório. Este tipo de estudo objetiva buscar maior proximidade com uma realidade pouco conhecida, cujo conhecimento acerca dela seja ainda incipiente ou que necessite ser expandido (Gil, 2007). Em relação aos procedimentos técnicos, foi realizado um levantamento do tipo *survey*, materializado por um instrumento de coleta disponibilizado na plataforma Google Forms, composto de 24 questões específicas sobre o perfil do investidor, todas com respostas fechadas. As questões foram elaboradas com vistas aos objetivos da pesquisa, assim como considerando o conteúdo do referencial teórico apresentado.

A primeira página do instrumento de coleta de dados consistia de um *disclaimer* explicando o teor do estudo e suas finalidades, garantindo a confidencialidade das informações e a impossibilidade de identificação dos respondentes. Ao final o respondente informava se desejava continuar e responder às questões, ou se desejava interromper ali o processo.

Caso o respondente concordasse em prosseguir, nas páginas seguintes se iniciaria propriamente as respostas ao instrumento. As seis primeiras questões eram relativas ao perfil socioeconômico dos respondentes, sendo perguntado sobre faixa etária, gênero, estado civil, ocupação profissional, faixa de renda e grau de instrução. As demais 24 perguntas se referiam especificamente ao perfil de investidor do respondente, visando identificar: percentual do patrimônio distribuído por classe de ativos; tempo de investimento; tempo de investimento em renda variável; tempo de investimento em fundos imobiliários; tipo de estratégia; motivos para investir em FIIs; tipos de FII nos quais investia; segmentos de FII de tijolo nos quais investia; característica valorizada na escolha de FIIs; comportamento diante de alterações na relação entre preço de mercado e valor patrimonial; características negativas de um FII; motivos para desinvestimento em um FII e comportamento diante de volatilidade de preços.

O instrumento de coleta de dados, em sua versão teste, foi disponibilizado na forma de um *link* de acesso, por *e-mail*, para 30 usuários de um fórum de discussão especializado em FIIs, selecionados aleatoriamente e que concordaram em participar da fase de testes do instrumento de coleta. Dos 30 usuários para os quais o questionário teste foi enviado, 26 preencheram no prazo solicitado o instrumento na plataforma Google Forms. As respostas registradas foram analisadas e validadas, sendo assim validado também o instrumento de coleta em relação à sua aplicabilidade. Na fase seguinte, de

coleta efetiva de dados, o *link* com acesso ao instrumento foi disponibilizado amplamente nas salas de discussão do referido fórum.

Após tal disponibilização, foi estipulado um prazo de 30 dias para recepção dos instrumentos preenchidos na plataforma Google Forms, o que ocorreu entre 03/05/2021 e 01/06/2021. Decorrido tal prazo, o acesso ao instrumento de coleta foi fechado e observou-se que 148 formulários foram preenchidos. Desses, dois respondentes informaram, ao final da primeira página, que não desejavam prosseguir, sendo assim descartados. Uma análise inicial acerca das respostas dadas nos formulários preenchidos levou ao descarte de outros 12 deles, já que os respondentes os abandonaram logo nas primeiras questões. Considerou-se assim a existência de 134 formulários úteis para análise.

O referido fórum de discussão no qual foi disponibilizado o acesso ao instrumento de coleta possuía, à época, conforme informação de seus administradores, 9.172 usuários ativos. Tal número foi considerado como sendo o universo ou população objeto do estudo. Presumiu-se que, devido ao interesse no tema, esses usuários fossem investidores que, em algum momento, haviam investido no ativo ou que desejavam fazê-lo no futuro. Dessa maneira, foi possível calcular o grau de confiança e a margem de erro da pesquisa, definida como:

$$ME = Z \times \sqrt{\frac{p(1-p)}{n}} \times \sqrt{\frac{N-n}{N-1}}$$

Na equação foram assumidos os seguintes valores:

- tamanho da população (N): 9172
- tamanho da amostra (n): 134
- grau de confiança: 95% (Z = 1,96)
- proporção esperada (p): 0,5 (máxima incerteza)

Assumiu-se para tal um grau de confiança de 95% e com uma amostra de 134 respostas obteve-se uma margem de erro de 8,43%.

Após a primeira análise sobre os instrumentos de coleta preenchidos, as informações geradas pelo Google Forms foram exportadas para uma planilha de cálculo, recurso utilizado para realizar as análises estatísticas, que são descritas e comentadas na próxima seção.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

As seis primeiras questões do instrumento de coleta visavam identificar o perfil socioeconômico dos respondentes. A análise das respostas indica que 59,7% deles (80) tinham entre 30 e menos 50 anos, outros 14,2% (19) tinham menos de 30 anos e os demais 26,1% (35) tinham 50 anos ou mais. Quanto ao estado civil, 61,9% (80) eram casados(as), sendo solteiros(as) 29,1% (39) e os demais 9% (12) declararam outro estado civil. Quanto à ocupação principal, 37,3% dos indivíduos (50) atuavam no serviço público; 27,6% (37) trabalhavam em empresas privadas; 12% (16) eram profissionais liberais e os demais 23,1% (31) se enquadraram em outras atividades profissionais. Em termos de faixa de renda, 38% dos respondentes (51) se situavam na faixa de 5.000 a menos de 10.000 reais, enquanto outros 26,9% (36) declararam ter renda entre 10.000 e menos de 20.000 reais. Outros 17,2% dos respondentes (23) declararam renda inferior a 5.000 reais, enquanto 17,9% (24) informaram renda mensal de 20.000

reais ou mais. Concluindo-se a análise do perfil socioeconômico, observou-se que 5,2% dos respondentes (7) concluíram apenas o ensino médio; 40,3% (54) concluíram o ensino superior; 34,3% (46) concluíram especialização ou MBA; 13,5% (18) possuíam mestrado e outros 6,7% (9) tinham doutorado.

Após a analisar o perfil socioeconômico dos respondentes, a etapa seguinte consistiu da realização da análise em relação às questões que visavam identificar o seu perfil de investimento. A primeira questão se referia à experiência de investimento em FIIs e observou-se que 67,2% (90) dos que responderam o questionário iniciaram sua experiência com FIIs após o início de 2018, enquanto os demais 32,8% (44) já atuavam no segmento de fundos imobiliários no final do ano de 2017. De tal análise se conclui que o primeiro grupo seja composto do que se convencionou chamar de novos investidores em FII, enquanto o segundo consiste de investidores experientes.

Em relação ao patrimônio dos respondentes, observou-se que os ativos mais mencionados pelos 90 investidores que passaram a aportar em FIIs a partir de 2018 foram os de renda fixa, mencionados por 84% (76), outros ativos de renda variável, citados por 81% (73) e fundos de investimento, mencionados por 34% dos enquadrados no grupo (31). Já entre os 44 investidores mais experientes, ou seja, que já haviam aportado em FIIs antes de janeiro de 2018, 89% (39) mencionaram outros ativos de renda variável, 82% (36) em ativos de renda fixa e 64% (28) em fundos de investimento. Apesar de os três tipos de ativos mais mencionados serem os mesmos, percebe-se que há um maior percentual em cada um deles dentre os respondentes do grupo mais experientes, o que indica maior tendência à diversificação de ativos nesse grupo.

Ainda a respeito do patrimônio dos respondentes, foi possível extrair das respostas dadas a indicação de que, dentre os investidores menos experientes, 36,7% (33) possuíam menos de 25% do patrimônio pessoal investido em FIIs, havendo também 38,9% (35) com patrimônio entre 25% e menos de 50% investido em FIIs, além de 12,2% (11) com valores entre 50% e menos de 75% do patrimônio e outros 12,2% (11) com mais de 75%. Quando se faz a mesma análise em relação ao patrimônio dos investidores mais experientes, foi possível observar que com menos de 25% de seu patrimônio aportados em FIIs se encontravam 50% deles (22) e com 25% a 50% do patrimônio investidos em FIIs se encontravam 27,3% (12). Nas outras faixas foi possível observar 9,1% dos respondentes (4) com 50% a 75% do patrimônio em FIIs e outros 13,6% (6) com mais de 75%. A análise conjunta das informações dos dois grupos aponta para uma tendência de o patrimônio dos investidores experientes estar menos concentrado em FIIs, já que 50% desse grupo tem menos 1/4 do patrimônio aportado nesta classe de ativos, ao passo que no grupo dos investidores menos experientes tal proporção é maior que 1/3 do patrimônio.

Um aspecto interessante em relação à experiência dos investidores em FIIs diz respeito ao tempo em que já investiam em outros ativos ao iniciarem seus aportes. O Quadro 1 contém a intersecção das respostas dadas à estas duas questões.

Quadro 1 - Experiência com qualquer ativo x experiência em FIIs

Investimento em qualquer ativo	Investimento em FIIs				TOTAL
	Início antes de 2018		Início após 2018		
Início antes de 2018	44	45%	53	55%	97
Início após 2018	0	0%	37	100%	37
TOTAL	44	33%	90	67%	134

Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

Percebe-se que dentre os 97 respondentes que iniciaram seus aportes em FIIs antes do início de 2018, 53 já investiam em outros ativos antes, o que perfaz aproximadamente 39,6% do total, sendo que outros 37 (27,6%) passaram a aportar em outros ativos no mesmo período em que iniciaram no mundo dos FIIs. Complementarmente, 44 respondentes já investiam em FIIs e em outros ativos antes do início de 2018, o que corresponde a cerca de 32,8% do total.

Ainda considerando-se a experiência prévia dos investidores, o Quadro 2 visa identificar se estes já aportavam em ativos de renda variável antes de o fazer em FIIs.

Quadro 2 - Experiência com ativos de renda variável x experiência com FIIs

Investimento em Renda Variável	Investimento em FIIs				TOTAL
	Início antes de 2018		Início após 2018		
Início antes de 2018	44	69,8%	19	30,2%	63
Início após 2018	0	0%	71	100%	71
TOTAL	44	32,8%	90	67,2%	134

Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

A observação do conteúdo do Quadro 2 aponta para a existência de 71 respondentes, dentre os 90 que começaram a investir em FIIs após 2018, sem nenhuma experiência prévia em ativos de renda variável. Isso implica dizer que 78,8% dos investidores menos experientes não tinham, antes de iniciarem seus aportes em FIIs, qualquer experiência com ativos de renda variável e com os riscos e volatilidade de preços que os caracterizam.

Um aspecto importante ao analisar o perfil de investidores diz respeito à estratégia utilizada na composição de suas carteiras. A estratégia está associada ao objetivo principal do investidor ao escolher um ativo.

O Quadro 3 contém o extrato das estratégias dos respondentes e nele se observa que para 78,4% deles (105) o objetivo estratégico principal, ao compor a carteira de investimentos, seria a geração de renda para usufruir no longo prazo. Contudo, tal percentual é maior entre os 90 investidores menos experientes (84,4%) do que entre os 44 mais experientes (65,9%). O objetivo de geração de renda no presente foi apontado por 7 investidores menos experientes (5,6%) e por 6 investidores mais experientes (13,6%). Tais percentuais confirmam o potencial de utilização dos FIIs como fonte de renda recorrente para ambos os grupos.

Quadro 3 - Objetivo estratégico ao investir em FIIs

Estratégia	Experiência em FIIs				TOTAL
	Menor		Maior		
Geração de renda para usufruir no longo prazo	76	72,4%	29	27,6%	105
Diversificação de portfólios	7	53,8	6	46,2	13
Geração de renda para usufruir no presente	5	45,5%	6	54,5%	11
Ganhos de curto prazo com compra e venda de FIIs	2	40,0%	3	60%	5
TOTAL	90	67,2%	44	32,8	134

Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

Em relação às características mais importantes dos FIIs, as mais mencionadas, por ambos os grupos, foram o pagamento mensal de rendimentos, o potencial de gerar rendimentos maiores e a diversificação de ativos. O Quadro

4 aponta de forma resumida os fatores mais mencionados pelos respondentes sobre a tomada de decisão de investimento em FIIs.

Quadro - 4 Principal papel dos FIIs na carteira de investimento

OBJETIVOS	Experiência dos Investidores				
	Menor		Maior		Total
Redução de riscos via diversificação de ativos	46	74,2%	16	25,8%	62
Geração de rendimentos maiores que de outros ativos	31	63,2%	18	36,8%	49
Outros	13	56,5%	10	43,5%	23
Total	90	67,2	44	32,8	134

Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

Percebe-se que, para 51,1% (46) dos investidores menos experientes a redução de riscos via diversificação de ativos foi mencionada dentre as mais importantes, enquanto 36,7% (16) dos investidores mais experientes compartilharam dessa opinião. Já a geração de rendimentos comparativamente maiores foi valorizada por 34,4% (31) dos respondentes menos experientes e por 40,9% (18) dos mais experientes.

O Quadro 5 contém o resumo das respostas dadas em relação aos tipos de fundos que compõem as carteiras dos investidores.

Quadro 5 - Fundos que integram as carteiras dos respondentes

Tipo de Fundo que compõem as carteiras	Experiência dos investidores		Total
	Menor	Maior	
Fundos de Tijolo	91%	98%	93%
Fundos de Recebíveis	89%	95%	91%
Fundos de Fundos	54%	66%	58%
Fundos Híbridos	89%	82%	87%
Fundos de Desenvolvimento	48%	50%	49%

Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

Vale observar que nessa questão os respondentes podiam assinalar mais de uma resposta. Os fundos mais mencionados foram os de tijolo, citados por 125 respondentes, seguidos pelos fundos de recebíveis e fundos híbridos, citados por 121 e 116 respondentes, respectivamente. Os fundos de tijolo são os preferidos pelos investidores, sejam eles mais ou menos experientes. Sabe-se que os fundos de tijolo podem ter em seus portfólios imóveis de diferentes segmentos. Por isso, foi perguntado quais segmentos seriam os preferidos pelos respondentes, o que é demonstrado no Quadro 6.

Quadro 6 - Participação dos portfólios de imóveis nas carteiras

Segmento dos Imóveis	Total	Experiência dos Investidores	
		Menor	Maior
Logística	95,5%	95,6%	95,5%
Shoppings	85,8%	84,4%	88,6%
Lajes	80,6%	77,8%	86,4%
Renda Urbana	56,7%	55,6%	59,1%
Educacional	33,6%	28,9%	43,2%
Bancário	24,6%	22,2%	29,5%

Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

Observa-se que os segmentos mais presentes nas carteiras de fundos de tijolos, mantidas pelos respondentes, são os de logística, presentes nas carteiras de 95,5% dos respondentes, seguidos pelos de shoppings centers e os de lajes corporativas, presentes nas carteiras de 85,8% e 80,6%, respectivamente. Em termos das diferenças na composição das carteiras de respondentes mais ou menos experientes, percebe-se que a maior delas ocorre em relação aos imóveis do segmento educacional, presentes na carteira de mais de 43% dos respondentes mais experientes e de menos de 29% na dos menos experientes, uma diferença próxima a 14 pontos percentuais.

Conforme discutido na seção 2, a relação P/VP das cotas de um FII (Preço de mercado/preço patrimonial) é uma das variáveis de tomada de decisão para sua compra ou venda por um investidor. Nesse sentido, o Quadro 7 demonstra resumidamente as respostas dadas pelos participantes da pesquisa quando questionados como se comportariam diante de situações em que tal relação seja considerada alta por eles, ou seja, quando o preço de mercado da cota de um FII seja consideravelmente maior do que o seu valor patrimonial.

Quadro 7 - Ações dos investidores diante de P/VP considerado alto

AÇÕES INDICADAS PELOS INVESTIDORES	Experiência		Total
	Menor	Maior	
Poderia comprar se o fundo tivesse excelentes fundamentos	31,1%	34,1%	32,1%
Poderia comprar visando reduzir preço médio via novas emissões	32,2%	22,7%	29,1%
Não compraria fundos com P/VP alto	23,4%	34,1%	26,9%
Outras	13,3%	9,1%	11,9%

Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

O conteúdo do Quadro 7 indica que diante de P/VP considerado alto pelos respondentes, há equilíbrio entre 3 comportamentos diferentes, já que 32,1% dos 134 respondentes (43) afirmaram que, a depender dos fundamentos do fundo, poderiam fazer aportes mesmo em tal condição, outros 29,1% (39) afirmaram que, caso houvesse perspectiva de redução de preço médio via novas emissões, também poderiam fazer aportes, mesmo estando o P/VP alto em sua opinião e, por fim, 26,6% (36) afirmaram que em hipótese alguma fariam aportes em fundos com P/VP considerado alto por eles. Quando se avalia os dois grupos separadamente, ou seja, o de investidores mais experientes em comparação com os menos experientes, percebe-se que não há diferença importante em relação aos fundamentos de um FII serem suficientes como justificativa para aportes em fundos com P/VP considerado alto, já que 34,1% dos investidores enquadrados no primeiro grupo (15) admitiram tal situação e 31,1% dos respondentes do segundo grupo (28) também o fizeram. Contudo, os investidores mais experientes estão muito menos propensos a adquirirem fundos com P/VP alto, pois 34,1% deles (15) responderam que não o fariam em qualquer hipótese, ao passo que dentre os investidores menos experientes o percentual foi de 23,4%, ou seja, 21 entre os 90 respondentes nesse grupo. Em contrapartida, os investidores menos experientes valorizam mais o preço médio do que os mais experientes, já que a possibilidade de sua redução via emissões seria motivo para adquirir fundos com PV/VP alto para 32,2% (29), enquanto entre os mais experientes o percentual era de 22,7% (10).

A volatilidade de preços, característica em ativos de renda variável, também se faz presente nos FIIs e conhecer o perfil de investimento dos

respondentes necessariamente passa por conhecer a sua reação diante de quedas dos preços de mercados das cotas de fundos nos quais investem. O Quadro 8 resume as respostas fornecidas pelos respondentes.

Quadro 8 - Ações mediante queda do valor de mercado

PROVÁVEIS AÇÕES	Experiência		Total
	Menor	Maior	
Dependendo dos fundamentos do fundo, poderia aumentar posição	65,6%	56,8%	62,7%
Aumentaria posição se rendimentos se mantivessem	22,2%	18,2%	20,9%
Não tomaria nenhuma decisão	5,6%	15,9%	9,0%
Outras	6,7%	9,1%	7,5%

Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

Observa-se que 62,7% (84) dos 134 respondentes aumentaria posição no fundo, dependendo dos seus fundamentos, 20,9% (28) aumentariam também a posição, mas dependendo da manutenção do nível de rendimentos e outros 9% (12) não tomariam qualquer ação. A maior diferença entre os grupos de investidores mais e menos experientes se encontra exatamente dentre os que não empreenderiam qualquer ação diante de redução no preço das cotas, já que 15,9% dos respondentes mais experientes deram essa resposta, enquanto que dentre os menos experientes apenas (5,6%).

O quadro 9 demonstra os dados sobre outra variável que compõe o perfil de investimento e que se relaciona aos motivos que levariam o investidor a excluir de suas carteiras determinado fundo. Os motivos mais citados foram: preços de mercado muito acima do valor patrimonial, citado por 31,3% (42) dos participantes; pouca transparência nos relatórios de gestão, citada por 23,9% (32); e histórico de emissões abaixo do valor patrimonial, citado por 12,7% (17). Chamou atenção o fato de que, para 34,4% dos 90 respondentes menos experientes (31), o preço muito acima do valor patrimonial foi mencionado como o principal motivo para não comprar cotas de um FII, enquanto, entre os 44 respondentes mais experientes, esse motivo foi citado por 25% (11). As emissões abaixo do VP ocorrem quando a emissão de novas cotas se dá por um valor inferior ao seu valor patrimonial, o que, em tese, tem o efeito de diluí-lo, prejudicando quem já é cotista do fundo e, ainda mais, se esse cotista não fizer aquisição das novas cotas emitidas. Para 15,9% dos respondentes mais experientes essa prática os afasta de um FII, ao passo que para os menos experientes esse percentual é de 11,1%.

Quadro 9 - Motivos para não comprar cotas de um FII.

Motivos para não investir	Experiência com FIIs		Total
	Menor	Maior	
Preço de mercado muito acima do VP	34,4%	25,0%	31,3%
Pouca transparência nos relatórios de gestão	25,6%	20,4%	23,9%
Histórico de emissões abaixo do VP	11,1%	15,9%	12,7%
Baixos Rendimentos	8,9%	9,1%	9,0%
Excesso de alavancagem financeira	4,4%	11,4%	6,7%
Outros	15,6%	18,2%	16,4%

Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

Por fim, coube identificar que motivos levariam os respondentes a desinvestir os recursos aportados em um determinado FII. O Quadro 10 resume as respostas dadas.

Quadro 10 - Motivos para desinvestimento em um FII

Principais motivos para desinvestir	Experiência		Total
	Menor	Maior	
Perda dos fundamentos técnicos	58,9%	52,3%	56,7%
Surgimento de oportunidades melhores em outros fundos	26,7%	18,2%	23,9%
Preço de mercado muito acima do VP	8,9%	11,3%	9,7%
Outros motivos	5,5%	18,2%	9,7%

Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

Percebe-se que, tanto para o grupo de investidores mais experientes, quanto para os menos experientes, a perda de fundamentos técnicos de um FII seria o principal motivo para liquidar as cotas eventualmente detidas em carteira. No geral, 56,7% dos respondentes indicaram essa razão, ou seja, 76 dos 134 respondentes.

Em seguida, destaca-se o surgimento de oportunidades melhores em outros fundos, evento gerado pelo surgimento de janelas para arbitragens entre diferentes fundos, apontado por 23,9% dos respondentes (32) e preço de mercado muito acima do valor patrimonial, situação que torna possível a realização de ganhos de capital, mencionada por 9,7% do total de respondentes (13). Não se observa, em relação aos motivos mencionados, diferenças importantes entre as respostas dadas por investidores mais ou menos experientes.

Acerca das eventuais diferenças de perfil de investimento entre ambos os grupos, as principais conclusões estão resumidas no Quadro 11.

Quadro 11 - Comparação entre Perfis de Investidores

Variável analisada	Mais experientes	Menos experientes
Experiência prévia com qualquer ativo	Todos já investiam antes de 2018	Mais de 40% não tinha qualquer experiência
Experiência prévia com renda variável	Todos já investiam antes de 2018	Mais de 75% com nenhuma experiência
Concentração do patrimônio	Patrimônio menos concentrado e a participação dos FIIs menos significativa	Patrimônio mais concentrado e com participação dos FIIs mais significativa
Estratégia da Composição da carteira	A geração de renda recorrente para usufruir no presente ou no futuro é a principal estratégia para ambos os grupos.	
Principal papel dos FIIs na carteira de investimento	1º Geração de rendimentos maiores que de outros ativos; 2º Redução de riscos via diversificação de ativos.	1º Redução de riscos via diversificação de ativos; 2º Geração de rendimentos maiores que de outros ativos.
Fundos que integram as carteiras	Há grande diversificação, sendo mais mencionados os fundos de tijolos, os fundos de recebíveis e os fundos híbridos.	
Segmentos nos fundos de tijolo	Todos os segmentos foram mencionados, com preferência por logística, shoppings e lajes, nessa ordem, por ambos os grupos.	
Ações diante de P/VP considerado alto	Cerca de 34% não compraria cotas nessa situação em hipótese algum e perto de 34% só compraria se fundo tivesse excelentes	Cerca de 32% compraria cotas nessa situação visando redução futura no preço médio e perto de 31% só compraria se fundo

	fundamentos.	tivesse excelentes fundamentos.
Atuação mediante queda do valor de mercado	A maior parte, em ambos os grupos, aumentaria posição mediante manutenção dos fundamentos ou dos rendimentos.	
Motivos para não comprar cotas de um FII	Mais distribuição entre razões. Destaque para preço acima do VP, transparência da gestão e emissões abaixo do VP	Há menor distribuição entre as razões, com destaque para preço acima do VP e pouca transparência da gestão
Principais motivos para desinvestir	Maior distribuição entre vários motivos.	Maior concentração entre perda dos fundamentos e surgimento de melhores oportunidades.

Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho analisou as eventuais diferenças entre o perfil dos investidores em Fundos Imobiliários de Investimento - FIIIs que iniciaram seus aportes nessa classe de ativos a partir de 2018 e daqueles que já atuavam no segmento antes desse ano.

Vários fatores levaram à explosão na quantidade de investidores pessoas físicas em fundos de investimento imobiliário a partir de dezembro de 2017, resultando na formação de dois grupos: o dos mais experientes, formado por investidores com experiência no mercado de FIIIs anterior a janeiro de 2018 e o dos menos experientes, que passaram a aportar em FIIIs após tal momento.

A pesquisa foi realizada com 134 investidores em FIIIs, sendo 90 considerados menos experientes e outros 44 mais experientes, tendo sido encontradas diferenças importantes entre os perfis dos investidores mais e menos experientes.

Aproximadamente 59% dos respondentes tinham entre 30 e menos de 50 anos, cerca de 61% eram casados, pouco mais de 37% exerciam atividade profissional no serviço público, 38% possuíam renda mensal entre 5 e menos de dez mil reais e pouco mais de 40% haviam concluído o ensino superior.

Foram encontradas diferenças de perfil em relação: a experiência dos respondentes como investidores, seja em renda variável ou em qualquer outro tipo de ativos; concentração do patrimônio; papel que os FIIIs desempenham na carteira; ações típicas diante de uma relação entre preço e mercado e valor patrimonial considerada alta; motivos para não aportar recursos em um determinado FII; motivos para desinvestir recursos aportados em um FII.

Os investidores mais recentes tendem a ter menos experiência com investimentos e patrimônio mais concentrados em poucas classes de ativos. A experiência dos investidores, principalmente em relação a ativos de renda variável é um componente relevante, já que investidores menos experientes tendem a tomar decisões menos assertivas, especialmente em situações de crise. Da mesma forma, a concentração do patrimônio em poucos ativos e ou classes de ativos implica em elevação do risco das carteiras (Moraes, 2016).

Para os investidores mais experientes, a principal função dos FIIIs na carteira é a de gerar rendimentos relativamente maiores, ao passo que para os menos experientes, provavelmente por terem carteiras mais concentradas em poucas classes de ativos, os FIIIs se enquadram principalmente como alternativa de diversificação e redução de riscos.

As razões para os investidores menos experientes não aportarem recursos em um FII se concentram mais na relação P/VP e baixa transparência da gestão, enquanto para os mais experientes, além dessas razões têm destaque também as

emissões abaixo do VP. Em relação aos motivos para desinvestimento, os respondentes menos experientes concentram seus motivos na perda de fundamentos e oportunidade de arbitragens, enquanto os motivos dos mais experientes são mais distribuídos entre várias razões.

Entende-se que o objetivo do trabalho foi alcançado, tendo sido demonstradas as diferenças entre os perfis dos investidores mais e menos experientes. As limitações da pesquisa se dão principalmente quanto ao tamanho da amostra, de forma que se recomenda em trabalhos futuros a sua ampliação, a fim de conferir maior grau de confiança e menor margem de erro.

REFERÊNCIAS

ALENCAR, Cláudio 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**. Tese (Livre docência). Escola Politécnica da USP. São Paulo, 2018.

ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. **Dados e Estatísticas**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-diario.htm. Acesso em: 21 mar. 2021.

ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. **Fundos de investimento imobiliário**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2014.

B3, Brasil, Bolsa, Balcão. **Boletins mensais fundos imobiliários**. Dezembro de 2020. Disponível em: <http://www.b3.com.br>produtoseservicos>negociação>rendavariável>fundosdeinvestimentos>FII>boletimmensal>. Acesso em 30 mar. 2021.

B3, Brasil, Bolsa, Balcão. **Boletins mensais fundos imobiliários**. Junho de 2023. Disponível em: <http://www.b3.com.br>produtoseservicos>negociação>rendavariável>fundosdeinvestimentos>FII>boletimmensal>. Acesso em 04 jul. 2023.

BACEN, Banco Central do Brasil. **Evolução histórica da taxa Selic**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em 30 mar. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008. Dispõe sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento em direitos creditórios e dos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 3 nov. 2008.

BRASIL. Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993. Institui os Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 25 jun. 1993.

BRASIL. Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 21 nov. 1997.

BRASIL. Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, a cédula de crédito imobiliário, a cédula de crédito bancário e a letra de crédito imobiliário, altera o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, e as Leis nºs 4.728, de 14 de julho de 1965, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 8.009, de 29 de março de 1990, e 9.514, de 20 de novembro de 1997, e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 3 ago. 2004.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. **Portal do investidor**: fundos abertos x fundos fechados. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/MenuInvestidor/fundos_investimentos/abertosxfechados.html. Acesso em 25 jun. 2021.

D'ÁVILA, Mariana Zonta. **Fundos imobiliários alcançam marca de um milhão de investidores pessoas físicas**. Infomoney, setembro de 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/fundos-imobiliarios-alcancam-marca-de-1-milhao-de-investidores-em-meio-a-crise/>. Acesso em 30/03/2021.

FERNANDES, Patrícia Sobral. **Análise do binômio risco e retorno de diferentes segmentos de atuação e tipo de gestão de fundos de investimento imobiliário no mercado brasileiro no período entre 2015 e 2019**. Monografia (MBA) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. 2020. Disponível em: <https://bdta.abcd.usp.br/item/003034899>. Acesso em 22 mar. 2021.

FLEURY, Tereza Leme; WERLANG, Sergio Ribeiro da Costa. Pesquisa aplicada: conceitos e abordagens. **GV Pesquisa - Anuário de Pesquisa 2016-2017**, São Paulo, n. 5, p. 10-15, 2017.

FRANKE, Gabriel de Azevedo. **Fundos de investimento imobiliário como alternativa de investimento no mercado financeiro - um estudo comparativo**. TCC (Graduação em Ciências Administrativas). UFRGS. Porto Alegre, 2012.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

LONGARAY, André Andrade; FIGUEIREDO, Raphael Miller; MUNHOZ, Paulo Roberto. Um estudo sobre o grau de importância atribuído pelo investidor à utilização de modelos matemáticos na prática de home broker. **Navus - Revista de Gestão e Tecnologia**, v. 5, n. 1, p. 127-139, 2015.

LUCCA, Eduardo. **Fundos de investimento imobiliário: uma análise das variáveis**. Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas, Porto Alegre, 2023.

LIANG, Benjamin Shenq Horng. **Uma investigação do efeito manada nos fundos de investimento imobiliários brasileiros**. Dissertação - Fundação Getúlio Vargas. Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, 2017.

MAIA, Paulo Magno Silva; SOUZA, Rafael Morais de. Análise do mercado de fundos de investimento imobiliário negociados na bolsa. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, Rio de Janeiro, v. 20, n.2, p. 18-36, 2015.

MORAES, Arthur Vieira de. **Diversificação dos fundos de investimento imobiliário brasileiros**. Dissertação, mestrado, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP. São Paulo, 2016.

MOTA, Ronaldo Rodrigues. **A evolução do mercado de fundos de investimento imobiliários no Brasil no período de 1994 a março/2013 e a utilização dessa alternativa de investimento para o investidor pessoa física no Brasil**. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia). Universidade de Brasília, Brasília, 2013.

THE CAPITAL ADVISOR. Perfil do Investidor Brasileiro na Bolsa de Valores em 2020. Medium, 23 out. 2020. Disponível em: <https://medium.com/@thecapitaladvisor/perfil-do-investidor-brasileiro-na-bolsa-de-valores-em-2020-a0c1daa6ee08>. Acesso em: 2 nov. 2024.

PRODANOV, Cleber Cristiano; DE FREITAS, Ernani Cesar. **Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico**. Editora Feevale, 2013.

RAMALHO, Ingrid Brandão; HERCOS JUNIOR, José Braz. Gestão e Estratégia Diferenciando a Rentabilidade dos Fundos de Investimento Imobiliário. **Revista Ciências Sociais em Perspectiva** - v. 21, n. 41, 2022. Disponível em: < <https://e-revista.unioeste.br/index.php/ccsaemperspectiva/article/view/28981>. Acesso em: 20 mai. 2023.

RAZUK, Fernando Coe. **Investimento em quotas de FII de shopping center: uma rotina de análise para investidores de pequeno e médio porte**. Monografia. Escola Politécnica da USP, MBA em Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos da Construção Civil. São Paulo, 2006.

SANTANA, Flávio Irineu Silva de. **Análise da indústria de fundos de investimento imobiliário no Brasil**. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas). Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Natal, RN, 2020.

SERRA, Ricardo Goulart; DE MORAES, Arthur Vieira; FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Fundo de investimento imobiliário: uma alternativa para diversificação. **Revista de Administração da Unimep**, v. 15, n. 4, p. 229-252, 2017.

SILVA, Wesley Vieira; DEL CORSO, Jansen Maia; SILVA, Sandra Maria da; OLIVEIRA, Eliane de. Finanças comportamentais: análise do perfil comportamental do investidor e do propenso investidor. **Revista Eletrônica de Ciência Administrativa**, Campo Largo, v. 7, n.2, p. 1-14, 2008.

SURVEY MONKEY. **Calculadora de tamanho de amostra**. Disponível em: <https://pt.surveymonkey.com/mp/sample-size-calculator/>. Acesso em 25 jun. 2023.

TOGNINI, Felipe Baptista; ALENCAR, Cláudio Tavares de. Gestão ativa de portfólios em Fundos de Investimento Imobiliários no Brasil. In: 19ª CONFERÊNCIA INTERNACIONAL DA LARES, 2019. **Anais: N[...]**. São Paulo, 25 a 27 de setembro de 2019. Disponível em: <https://repositorio.usp.br/item/003031321>. Acesso em: 04 jun. 2023.