
**DECIDIR MAL,
UTILIZANDO INFORMAÇÃO DE BAIXA QUALIDADE**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. Preliminares

Tenho tratado da valuation de empreendimentos (investimentos) de ciclo longo de geração de renda em várias Cartas do NRE-Poli: (i). para expor técnicas de qualidade, em confronto com procedimentos simplistas utilizados no mercado, que são primários e que induzores de decisões equivocadas de investimento, como também (ii). porque vejo importante ressaltar situações nas quais a "ingenuidade" do mercado é manipulada por especuladores.

- Toda valuation de empreendimento que viverá um longo ciclo está suportada pela "arbitragem" da sua capacidade de geração de renda adiante, envolvendo o andamento da economia, quando afeta o empreendimento, e do mercado competitivo no qual o empreendimento se insere.
- Derivando para o real estate, quando um técnico explora o valor de um imóvel comercial, cuja propriedade é destinada à renda, é necessário realçar que não se trata de determinação de valor na data base da valuation, nem muito menos no horizonte do investimento. O limite da técnica é promover uma arbitragem de valor.
- Fechando o foco em um imóvel de escritórios corporativos para renda, a valuation na data do investimento deve considerar um cenário de 20 anos adiante, no qual indicadores econômicos são impostos, bem como a competitividade no segmento de mercado no qual o edifício se insere.
- A motivação para voltar ao assunto vem pela leitura de matéria jornalística de fevereiro, no jornal Valor, na qual se descreve uma oferta oportunista para compra de um imóvel, único patrimônio de um grande FII. O FII foi colocado no mercado em 2013, apoiado em alguma valuation, até porque a CVM assim exige. O desempenho do imóvel tem sido incapaz de remunerar o montante de investimento praticado à época a uma rentabilidade competitiva e a matéria jornalística diz que aparece uma oferta e compra a R\$ 12.500/m² ABL, quando o investimento do FII há quatro anos foi a R\$ 18.500/m² ABL. A matéria relata ataques à venda e defesas da valuation. Uso esse assunto como protótipo, para aproveitar a lição, mostrando que

sob informação de baixa qualidade o investidor acaba por decidir mal.

2. Cenário referencial e projeção

Primeiro a tese.

▪ O procedimento técnico para valuation desse edifício, seja quando foi lançado o FII, como agora, quando os investidores poderão ser levados a votar sobre a sua venda, deve envolver a construção de um cenário de expectativas de comportamento do empreendimento pelo horizonte de 20 anos adiante. Na inserção do FII (em 2013) 20 anos era adequado porque o edifício estava novo. Agora, admitamos que recebeu a conservação e os investimentos em revitalização necessários para se manter inteiramente competitivo, o que se traduz em manter os 20 anos de horizonte. Caso contrário dever-se-ia baixar a data terminal da valuation¹.

▪ Nesse horizonte, o procedimento de valuation exige arbitrar indicadores econômicos, como inflação e taxa referencial de juros. Exige também lançar expectativas de comportamento do mercado competitivo, relacionando demanda de escritórios corporativos com oferta no mercado desse particular empreendimento. Dessa relação é possível prognosticar aluguéis. Ocupação do edifício (oferta x demanda) e aluguéis esperados resultam em renda esperada para o investimento. Taxa de inflação e taxa referencial de juros no mesmo horizonte resultarão na taxa de atratividade para esse tipo de investimento. Renda esperada e taxa de atratividade são combinadas para concluir pela valuation.

▪ Visto quanta imaginação de como será o futuro, qual será o investidor que admite ser tecnicamente possível determinar o valor do imóvel? Mas...é comum ler relatórios de determinação de valor do imóvel.

▪ Premissas de planejamento.

i. É aceitável tratar como projeção qualquer traçado de comportamento adiante, cujos fundamentos tenham elevado grau de probabilidade para ocorrer. Exemplo: o orçamento de custo de uma construção, preparado com a melhor técnica, pode ser projeção de custos. Já o preço da obra empreitada será composto do orçamento adicionado a uma margem para cobertura de riscos, porque a projeção (orçamento)

¹ As questões técnicas de valuation foram apresentadas em diversas Cartas do NRE-Poli, de modo que, se a síntese aqui for insuficiente, a sugestão é complementar a leitura com a das cartas anteriores sobre o tema.

não pode ser considerada como certeza (100% de probabilidade de ocorrência).

ii. Quando a probabilidade de ocorrência é baixa, porque os fundamentos não são sólidos para conferir maior certeza, a projeção tem caráter de prognóstico. Exemplo: usando dados da economia e do comportamento da oferta dos aluguéis de escritórios corporativos na cidade de São Paulo, é possível encontrar correlações entre indicadores e aluguéis por meio de análise ex-post². Essas correlações podem permitir, sempre com um mediano grau de probabilidade, desenhar cenário de aluguéis adiante, que estará sempre em intervalo, justamente pelo grau de incerteza. Mesmo assim, os indicadores podem fugir dos intervalos indicados pela análise. Nestes casos, o prognóstico ganha acuidade na medida em que os mercados reajam adiante à semelhança do passado, diante de conjunturas semelhantes. Essa hipótese é tanto mais possível quanto se entenda que "os mercados não aprendem". Ou seja, os agentes econômicos, diante de conjunturas semelhantes às do passado, tomarão decisões do mesmo teor³. Essa máxima vem sendo confirmada em algumas situações, como, por exemplo, na emulação da ansiedade quando presentes fatores que impulsionam bolhas de preços em real estate. Mas, será assim sempre? O NRE-Poli, por exemplo, ensina, da graduação à pós e ao MBA, princípios de valuation que tendem a amenizar os impactos da ansiedade na formação de bolhas. Um dos objetivos é que, com o aprendizado, o comportamento dos agentes ganhe maior dose de racionalidade, contra a ansiedade.

iii. Quando não há nenhum fundamento para sustentar um prognóstico adiante, o indicador lançado veste-se de arbitragem. Exemplo: o comportamento da inflação adiante e a variação do PIB são fruto de expectativas, mesmo que tratados por meio de modelos simuladores do comportamento da economia.

- Com estas considerações, como rotular uma valuation? É uma arbitragem de valor, tendo em vista que se apoia em alguns prognósticos, cuja probabilidade é maior no curto prazo e vai se esvaindo no médio e longo, como o valor dos aluguéis. Apoia-se ainda em arbitragens, como a da taxa referencial de juros, da inflação, do andamento da economia e a taxa de atratividade referencial do mercado para investimentos em real estate para renda.

- Se a valuation é uma arbitragem de valor, o mínimo que a técnica exige é que seja

² Exemplo, os dados da Carta 38, revisados na Carta 44 do NRE-Poli e reorganizados aqui.

³ Esse raciocínio não pode ser generalizado. Por esta razão é que resulta a probabilidade moderada de ocorrência do comportamento do cenário.

exposta em intervalo e não pontualmente. E mais, não é razoável usar expressão para titular a valuation, que induza o investidor ao erro de entendê-la como determinação de valor, mesmo que em intervalo.

- Outro acento é que, após a aquisição do imóvel por um certo preço, este não passa a ser valor - característica do bem. Usando o FII como pano de fundo, o valor arbitrado em 2013, mesmo que apoiado em técnica adequada de valuation⁴, não se incorpora ao imóvel, nem muito menos às cotas do FII. As cotas nunca refletem o valor do imóvel, mas a sua capacidade de gerar renda adiante, segundo a percepção dos investidores, muitas vezes ingenuamente apoiada na renda entregue no passado recente.

3. Cenário dos aluguéis, conforme percebido em 2013 e em 2017

3.1. Tendo como protótipo o FII citado, com o seu edifício, vejamos como se vislumbravam os aluguéis em 2013 e como era possível fazer o prognóstico para os anos seguintes.

Usando o índice 100 para aluguel/m² ABL em 2012 dos imóveis classes [AAA+AA], segundo a base de dados Buildings, os aluguéis vinham se comportando como está no gráfico 1 ⁵.

Em 2013, para valuation do edifício, era necessário traçar um prognóstico dos aluguéis para os 20 anos adiante. Esse procedimento pode: (i). seguir técnica adequada, (ii). usar raciocínio altamente especulativo (contra o investidor que compra), (iii). plotar cenário espelho. Verifica-se também a aplicação, com funesta frequência, da doutrina da perenidade da qual já fiz referência e crítica na Carta 44. No gráfico 1 ilustramos:

- a curva dos alugueis (média do estrato) e 2005 até 2012, indicando busca de pico da onda de preços;
- o cenário espelho [A];
- o cenário fantasia [B], saboroso para especular contra o mercado, com

⁴ Mais adiante faço a crítica da valuation de entrada.

⁵ Neste gráfico como em todos os outros desta Carta, os valores estão mostrados ex-inflação pelo Ipca, relativamente ao ano base escolhido (2012 aqui, na entrada do investimento, e 2016 quando falamos da saída do investimento)

prognóstico de aluguel que cresce na mesma tendência de 2005 | 2012 e

▪ o prognóstico fundamentando que, naquela data, já deveria levar em conta a recessão que despontava no horizonte e as ofertas que cresceriam muito adiante (obras em andamento), provocando um desequilíbrio do mercado). Essa combinação deveria fazer os aluguéis mergulharem, como veio a acontecer. Hoje sabemos da profundidade da crise, mas não seria razoável considerar que em 2013 se traçasse uma arbitragem agressivamente recessiva. Então, para "voltar para 2013" consideramos um cenário ex-post moderado para o crescimento do PIB, portanto virtuoso contra o que ocorreu. Isso levanta o valor do imóvel em 2013, quando arbitrado agora.

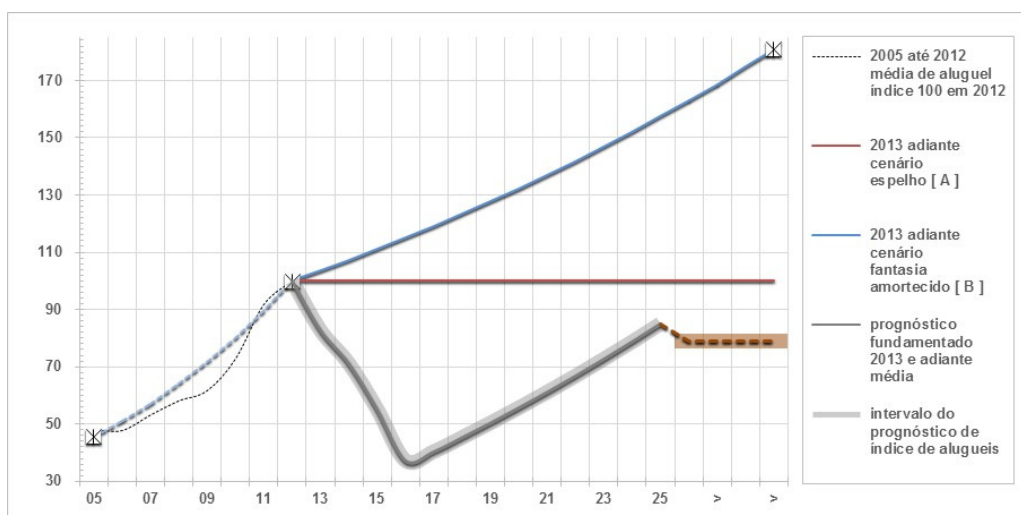


gráfico 1

Para melhor leitura, mostramos no gráfico 2 o prognóstico de evolução dos alugueis e a curva de evolução do PIB, que é um dos proxies usados na geração dos prognósticos fundamentados. Só há fundamentos para desenhar o cenário até 2025, tendo em vista que a curva de alugueis deve provocar aumento da oferta em padrões que não há como reconhecer e que não convém arbitrar, porque se trataria de uma expectativa muito aberta. Na valuation, o cenário de 2026 adiante repercute em 44% do valor medido em 2017 e repercute em 24% em 2013. Ou seja, o viés eventual sofre esse amortecimento (44% e 24% respectivamente) e, mais, só se verificará viés se a curva

de alugueis inverter, por pressão de um volume de nova oferta desequilibrado, contra a demanda.

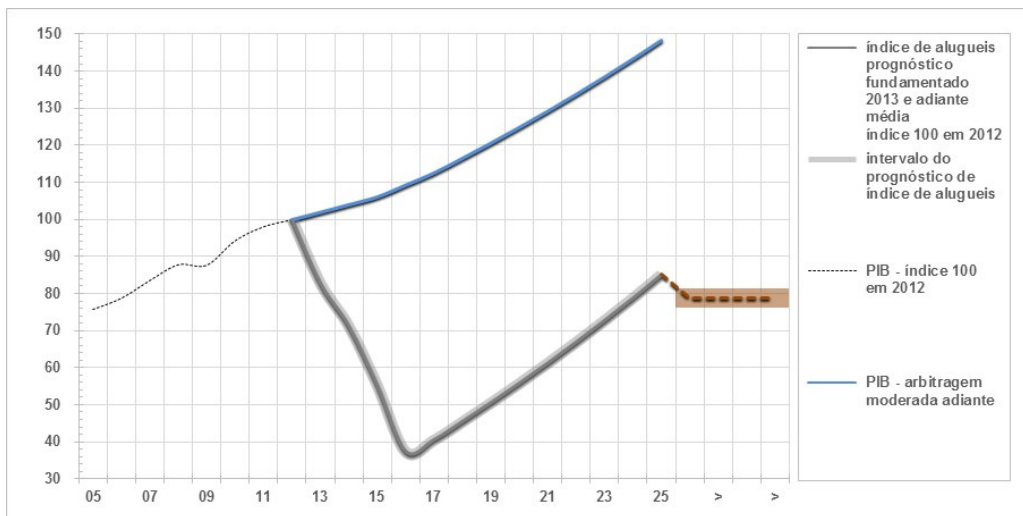


gráfico 2

3.2. Na conjuntura atual (início de 2017), mudando a base 100 para os alugueis de 2016, no gráfico 3 está o que ocorreu com os alugueis. No mesmo gráfico 3, traçamos um prognóstico baseado em indicadores econômicos e de mercado, assumindo uma retração da oferta de novos empreendimentos adiante (até 2025) e evolução da economia a taxas moderadas.

No gráfico 3 está destacado o prognóstico de evolução dos alugueis, considerando-se que, de 2026 adiante o cenário compreende duas fronteiras, sem traçado evolutivo ou involutivo, tendo em vista de que não há como arbitrar a oferta de novos empreendimentos. A melhor arbitragem nessa circunstância é que a oferta de novos empreendimentos não estará marcada pela ansiedade, ou seja, admite-se que, do lado empreendedor, cujas decisões devem ser mais técnicas, "o mercado aprendeu", de modo que novas ofertas estarão equilibradas com a nova demanda.

No gráfico 4 ilustramos a curva dos prognósticos ao par com a curva arbitrada da evolução moderada do PIB.

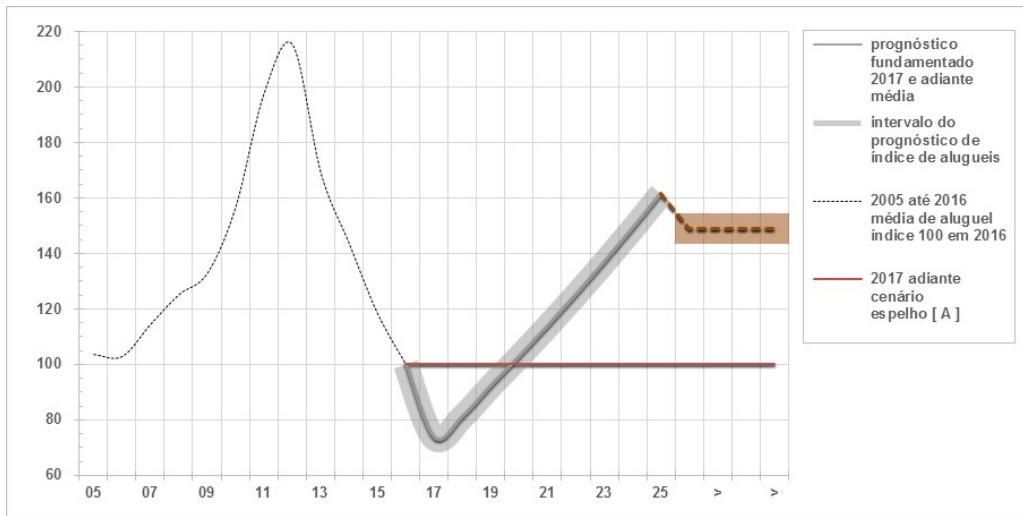


gráfico 3

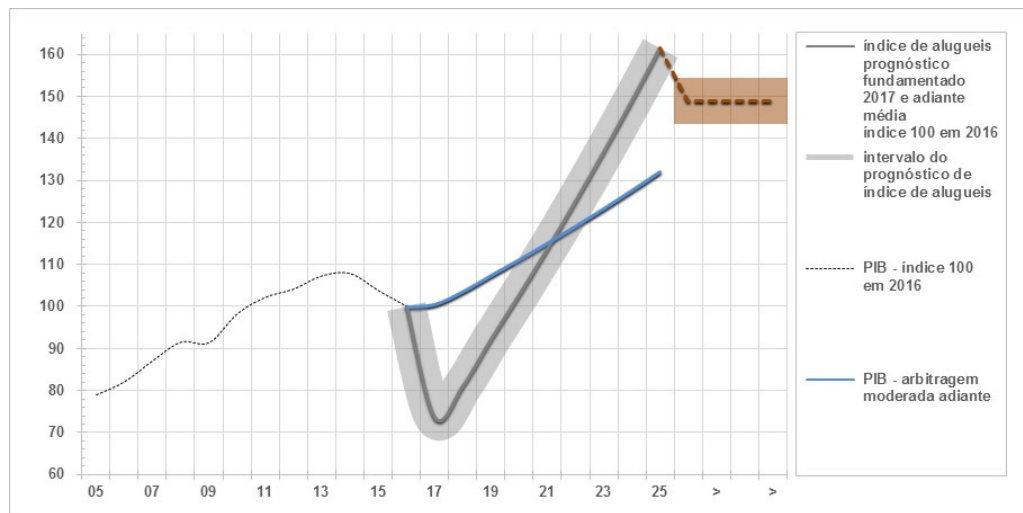


gráfico 4

4. Inflação pelo Ipeca, taxa referencial de juros pela Selic e taxa de atratividade por meio de múltiplo da Selic, parametrado pelo benchmark da NTN-B, e a precificação

- A valuation em 2013 (aqui ex-post) e em 2017 deve levar em conta a taxa de atratividade do investidor para comprar a cota do FII. A atratividade deve ser identificada por meio de uma amostra representativa dos investimentos no mesmo mercado, o que é complexo nos FII brasileiros, tendo em vista a diversidade dos portfólios dos fundos. A maioria deles veste um único imóvel, de modo que a sua renda está associada às características do imóvel, desde a idade até a localização, passando pelo perfil de dispersão dos tomadores de locações. O que se pode perceber é que a atratividade tem rondado 8,0 | 8,5% anuais, efetivos acima da inflação pelo Ipeca.
- Considera-se ainda na valuation: (i). os contratos de locação têm ciclo anual de ajuste, logo ocorre uma perda de aluguel durante cada ciclo de 12 meses; (ii). renda acima da inflação, não significa que a renda nominal é esta renda somada à inflação anual, querendo indicar somente que a renda em moeda nominal é ajustada em ciclo de ano no patamar de inflação⁶ e (iii). para que a renda entre a entrada e saída do investimento represente a taxa de atratividade acima da inflação, está implícita a hipótese de que o valor da cota se ajusta com relação à inflação⁷.
- Em 2013, a taxa de inflação de 12 meses rondava 5,8% e os juros efetivos da Selic (acima da inflação) rondavam 2,0%. A NTN-B (vencimento perto de 20 anos) que paga inflação pelo Ipeca estava precificada a taxas de juros efetivas rondando 5,0%. A taxa de atratividade de 8,0% representava um múltiplo de 4,0 contra a taxa Selic e de 1,6 contra a NTN-B;
- Em 2017, pela evolução abrupta da taxa Selic nos anos recessivos, ainda não devidamente compensada para a expectativa de inflação de 4,5%, é mais razoável considerar a taxa de atratividade como múltiplo da NTN-B e não da taxa efetiva de juros "dentro" da Selic. Para os mesmos 8,0%, para a renda das NTN-B de mesmo

⁶ Exemplo: investimento R\$ 1.000, para 8% ano, significa que a renda do primeiro ano foi R\$ 80. Admitindo inflação de 5% no primeiro, a renda do ano seguinte será R\$ 80 (1+5%) = 84. Se o valor da cota se ajusta pela inflação, no segundo ano a cota terá valor de mercado de R\$ 1.000 (1+5%) = 1.050. No segundo ano, a renda sobre o valor da cota será 84 / 1050, voltando aos 8%.

⁷ Deprecia ou valoriza relativamente à inflação.

vencimento rondando os 5,5%, o múltiplo está em 1,5.

- Usando técnicas apuradas de precificação, dever-se-ia considerar que, em investimento de ciclo longo, a taxa de atratividade varia a cada ano, impondo-se, portanto, uma arbitragem de taxa referencial de juros, de inflação e fixando um múltiplo para a taxa efetiva de juros (dentro da taxa referencial), ou para um título considerado "custo de oportunidade", no Brasil a NTN-B sendo um bom parâmetro. Para não construir um cenário que provoca muitas discussões sobre risco implícito às variáveis de comportamento arbitradas, é aceitável a simplificação de que a taxa de atratividade será estável nos cálculos da valuation⁸.
- Para o nosso caso, usaremos a taxa de atratividade de 8% anual, equivalente, acima da inflação pelo IpcA em todo o horizonte de desempenho do empreendimento.

5. Horizonte de 20 anos, valor da cota ao final dos 20 anos e [da receita do aluguel até a renda da cota].

- Na análise de desempenho do empreendimento deve-se considerar 20 anos de geração de renda, ou o prazo que leva ao momento de revitalização (ver o tema nas questões doutrinárias das cartas já referidas). Não importa que o investidor pretenda sair do investimento mais cedo. A avaliação sobre sair mais cedo é outra análise, diferente da valuation. Na valuation o que se arbitra é valor adequado para entrar e obter, nos 20 anos, uma taxa de retorno equivalente à taxa de atratividade, ou uma renda média anual em regime equivalente à atratividade, a depender de como se formulou o benchmark. Como a leitura da taxa de atratividade para benchmark só pode ser feita medindo "total return" no mercado, a taxa de retorno é a melhor referência.
- No final dos 20 anos, o valor da cota deve ser arbitrado usando critério que define a sua contrapartida com o valor do imóvel, depreciado naquele momento.
- Como o cenário considera o valor do aluguel, para chegar à renda da cota deve-se tomar os custos do FII, da administração às contas gerais, incluindo taxas CVM,

⁸ Para testar a influência de arbitragens que parecem "perigosas", basta medir o risco das mesmas. Neste tema, só uma queda expressiva do múltiplo, que levaria a nossa economia a padrões de primeira grandeza, teria influência destacada na valuation. De outro lado, para "chegar a esse padrão", devemos contar dezenas de anos, de modo que mesmo queda expressiva do múltiplo adiante, teria influência pouco relevante na valuation atual.

auditoria, contabilidade, arbitragem continuada do valor do imóvel, custódia escritural das cotas e outras contas menores. Neste caso usamos uma referência adequada no mercado brasileiro, de que o FII "consome" 4,35% da receita de aluguéis.

- Valuation em real estate não deve ser feita considerando vazios permanentes⁹, nem inadimplências: esses são fatores de risco. A taxa de atratividade, quando é medida via mercado, já deve conter uma proteção para esses efeitos. Quando não, o recomendável é que sejam medidos os efeitos (análise de riscos) e, se conveniente, reduzida a valuation para absorvê-los. Custos de corretagem devem ser considerados por meio de parâmetro médio. No estudo deste protótipo, elevamos os 4,35% para 5,00% para absorver os custos de corretagem e de perda inflacionária dentro do ano, pelo ajuste descontinuado dos aluguéis.

6. Aluguel de referência AAA em 2013 e 2017

Usando a base de dados Buildings, na região do edifício em discussão, o intervalo de preços pedidos de aluguel (notar que a base de dados não se refere a preços praticados) no mercado competitivo assim se configura (R\$ nominais/m² ABL):

- 2017, no intervalo 90 | 105
- 2013, no intervalo 120 | 130

Para as conclusões desta Carta é suficiente trabalhar com a média dos intervalos, o que resultará em uma única medida de valor, segundo cada critério de medida, incluindo os incorretos. Para uma análise de investimento deve-se considerar renda oscilando dentro dos intervalos em todo o ciclo operacional. Esse procedimento levaria à indicação de intervalos de valor, seguindo o critério de arbitragem que mede o valor justo do imóvel em uma determinada transação¹⁰.

⁹ A menos dos hotéis em que a estratégia gerencial manda manter quartos em reserva, para abrigar hóspedes especiais ou para deslocar hóspedes durante a estadia, na ocorrência de algum sinistro em algum quarto ocupado.

¹⁰ Valor justo não é o valor certo. Todo valor resulta de arbitragem, seja porque o cenário de aluguéis em 20 anos é um prognóstico no médio prazo e arbitragem adiante, como também pela imposição de uma taxa de atratividade, que se admite estável acima da inflação em todo o horizonte. Valor justo é a referência de mercado utilizada para apoiar uma transação na qual a ansiedade não induz a decisão de compra ou de venda. Ou seja, é aquela referência para o comprador que investe para renda, mas não para especular preços e para vendedor que não necessita vender, mas pretende fazer liquidez, seja porque

7. Usando este protótipo como uma lição: com apoio em informação de baixa qualidade, o investidor decide mal.

7.1. Em 2013 estava evidenciada a bolha de preços de locação, com sua repercussão para o valor dos imóveis. Pelo meio de arbitragem mais recorrente, e mais primário, apoiado na doutrina da perenidade¹¹, os imóveis estariam superavaliados. As informações na mídia sobre o caso dizem que o edifício corporativo foi comprado pelos investidores no FII a R\$ 18.500 / m² ABL.

Nos picos das ondas de preço, especula quem vende, porque utiliza "rotinas de valuation" que induzem o investidor ao erro. Nesse caso, o investidor foi vítima da especulação. E mais, o pico da onda era tão agressivo que a possibilidade de recuperar, no longo prazo, o valor investido a uma taxa de retorno mesmo modesta é muito baixa. Para os investidores que, equivocadamente, raciocinam em moeda nominal, a inflação pode ajustar o desvio.

O gráfico 5 ilustra como deverá ter sido identificado o valor do imóvel à época, para apoiar a transação, seguindo diferentes rotinas:

- o valor justo é arbitrado impondo uma taxa de retorno no ciclo de 20 anos equivalente à taxa de atratividade percebida (usamos 8% anual acima da inflação) e um fluxo de renda de alugueis com base nos índices de preços de aluguel que resultam de prognósticos apoiados em curva de regressão, cujos proxies da economia e do mercado são validados. As curvas de prognósticos fundamentados mostradas nos gráficos desta Carta apresentam correlação muito significativa com o conjunto dos proxies utilizados para sua determinação, com confiabilidade de 90%, razão pela qual os intervalos são estreitos;
- o valor inadequado usando a doutrina da perenidade é encontrado dividindo-se o valor do aluguel anual pela taxa de atratividade de 8%;
- o valor sob cenário espelho é encontrado admitindo que o aluguel de 2013 nunca varia em moeda da base e para a taxa de atratividade de 8%;
- o valor sob cenário fantasia é encontrado usando uma arbitragem de preço de aluguel que cresce sempre a uma taxa moderada, apoiada na medida da taxa de

é um empreendedor, ou, sendo investidor, pretende reciclar seu portfolio de investimentos.

¹¹ Assunto tratado na Carta 44.

crescimento no ciclo 2005 | 2012, também à mesma taxa de atratividade de 8%.

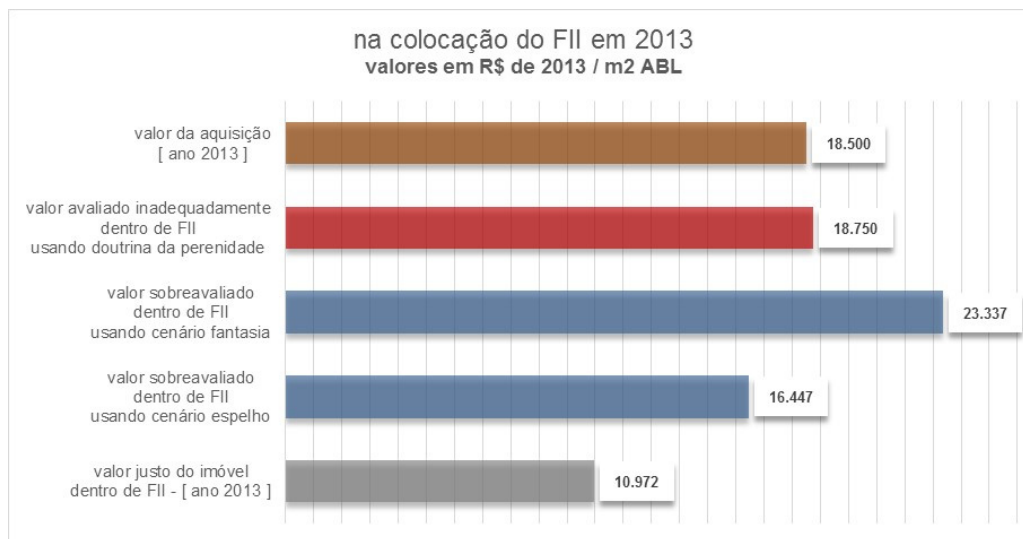


gráfico 5

Pelos valores encontrados, aparentemente a sustentação do valor de aquisição foi feita usando a doutrina da perenidade. O investidor sofreu o impacto da especulação. O valor justo naquele momento, ao redor dos R\$ 11.000, estava muito abaixo dos R\$ 18.500 de aquisição. O imóvel foi adquirido pelo FII 68% acima do preço justo.

Usando o que ocorreu entre 2013 e 2016 (4 anos de renda), e admitindo ocupação plena do imóvel, para o valor justo atual de R\$ 16.430 (moeda de 2017), mostrado no gráfico 6 adiante, se o FII tivesse comprado pelo valor justo de R\$ 10.972, o investidor teria tido um total return de 17,7% anual equivalente, efetivo acima da inflação, com 100% de ocupação do edifício.

Tendo comprado por R\$ 18.500, saindo pelo valor justo em 2017, para 100% de ocupação, a taxa de retorno terá sido de 1,9% anual equivalente, efetiva acima da inflação.

7.2. Em 2017 está evidenciada a onda de preços de locação, com sua repercussão para o valor dos imóveis, quando arbitrado inadequadamente. Até por meio da arbitragem mais recorrente, com apoio na doutrina da perenidade, a oferta de compra

a R\$ 12.500 é especulativa. Ou seja, se o FII vende, o investidor perde novamente contra a especulação¹².

No gráfico 6 mostramos os cálculos para 2017.

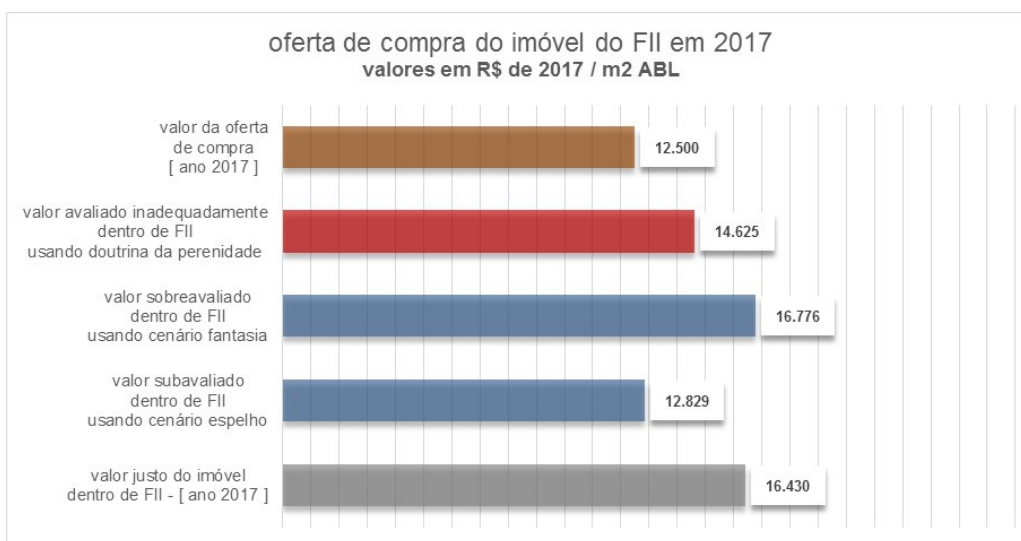


gráfico 6

A oferta de R\$ 12.500 pode ter como fundamento um cálculo pelo cenário espelho. Por esse raciocínio, o vendedor especulou contra o comprador (o FII) no pico da onda - situação em 2013, e o comprador contra o vendedor (o FII) no vale - situação em 2017. A oferta está 24% abaixo do valor justo.

O valor justo de R\$ 16.430 entrega ao investidor em ciclo de 20 anos, seguindo a curva de alugueis do prognóstico sustentado, a taxa de retorno de 8% anual, acima da

¹² É natural que perder ou ganhar está vinculado com a data da entrada no FII. Para efeito do que aqui ilustramos, sempre nos referimos ao investidor que investe para renda a longo prazo. Como a matéria jornalística informa que as cotas desse FII tiveram uma forte depreciação desde 2013, é possível que os investidores que entraram a R\$ 18.500 já tenham saído, realizando perdas, e que alguns que tenham entrado, o tenham feito a preço depreciado, para os quais, mesmo entregando ao ofertante da compra em 2017 o imóvel por um preço fora do valor justo (12.500 contra 16.430, como mostra o gráfico 6 adiante) ainda tenham ganho.



REAL
ESTATE
RESEARCH
GROUP

NÚCLEO
DEREAL
ESTATE

ESCOLA POLITÉCNICA
DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA
DE CONSTRUÇÃO CIVIL

CARTA DO NRE-POLI
janeiro-março 2017

no. 47-17

14

inflação. Comprando a R\$ 12.500, a taxa de retorno esperada será de 10,2% anual equivalente, acima da inflação.

8. Conclusão.

O mercado aprende?

Neste tema da valuation de empreendimentos para renda e em situações correlatas de investimento, a percepção preocupante é que o mercado ainda não aprendeu. Os especuladores continuam ganhando dos investidores, porque estes usam, ou são levados a usar, informação de baixa qualidade para dar suporte às decisões de comprar e vender. No Núcleo de Real Estate da Poli continuaremos nossa cruzada para educar, alertando sobre os equívocos nos processos decisórios suportados por informações de baixa qualidade.

No site do NRE-POLI postamos a questão:

O mercado vem se educando para decidir com mais cuidado nos investimentos em imóveis para renda, ou os investidores continuarão sendo vitimados pela especulação, fruto do desconhecimento e da aplicação conveniente de doutrinas equivocadas?

Responda **sim** para vem se educando ou **não** para tudo permanece igual.