

Cenário pessimista não protege ninguém.

Baseado em: Risco dos Investimentos em Real Estate · Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr. · LARES 2015



Resumo editorial por **Claubert Barreto** — Viestra · Decisão em Real Estate

O QUE A PESQUISA DIZ

O que a pesquisa diz

Publicado em 2015, este artigo do Congresso LARES consolida a doutrina de Rocha Lima Jr. sobre análise de riscos em empreendimentos para venda, atualizando o debate para a conjuntura do mercado brasileiro — inflação, renda do público-alvo em descompasso com o INCC e onda de distratos.

O ponto de partida é uma distinção conceitual precisa: **risco não é atributo do empreendimento**. Riscos existem no ambiente, nos sistemas de produção, na inserção de mercado. O que se mede é o impacto desses riscos na qualidade do investimento. Um empreendimento não é arriscado — ele é mais ou menos vulnerável ao comportamento de variáveis que estão, em boa parte, fora do controle do investidor.

A consequência direta: análise de riscos não é sobre imaginar o que acontece se o mundo piorar. É sobre medir, com precisão, até onde o empreendimento aguenta comportamentos adversos antes de o indicador de qualidade (IQI) cruzar a fronteira da atratividade setorial — ou do custo de oportunidade. Essa fronteira tem nome: **capacidade de suporte**.

POR QUE O CENÁRIO PESSIMISTA NÃO FUNCIONA

Por que o cenário pessimista não funciona

A lógica do pessimista/otimista pressupõe que existe uma barreira abaixo da qual o comportamento do mercado não vai cair. Essa barreira não existe. Rotular um cenário de pessimista não impede que a realidade fique aquém dele. Quando isso acontece, o investidor que se "protegeu" com aquele cenário descobre que não estava protegido de nada.

Há ainda um segundo problema: o decisor tende a olhar para o cenário pessimista e concluir que, se "mesmo no pior caso o projeto funciona", está seguro. Essa leitura é uma ilusão. O pessimista não é o pior caso — é apenas o caso que o planejador quis chamar de pessimista.

Os cenários estressados são instrumentos na análise de impacto de riscos. Não há sentido em considerar quebras de comportamento compensadas com ganhos. Se cenários estressados confundirem ganhos e perdas, não será válida a análise de riscos.

O método correto é radicalmente diferente: define-se uma **fronteira de stress** para cada variável relevante, geram-se múltiplos cenários estressados com comportamentos aleatórios entre o referencial e essa fronteira, e mede-se o IQI em cada um deles. O conjunto forma uma amostra de laboratório — tratada estatisticamente para extrair o intervalo dentro do qual o indicador deverá se situar.

O QUE MONITORAR — E O QUE ACEITAR COMO PASSIVO

O que monitorar — e o que aceitar como passivo

Custos de construção têm grau de monitoramento moderado — é possível controlar, compensar desvios, renegociar contratos. Preços de venda e velocidade de absorção são passivos do mercado competitivo. Variáveis completamente fora do alcance gerencial: inflação, variação de renda do público-alvo, confiança do consumidor, taxa de juros, condições de crédito. Para essas, não há gerenciamento possível — só mitigação de impacto.

No exemplo protótipo do artigo — empreendimento residencial para renda média-alta em São Paulo — a TIR no cenário referencial é 17,4% ao ano acima do INCC (sem financiamento à produção) e 22,9% com financiamento. Sob risco global, o intervalo recua para 12,9%–15,1% e 16,3%–19,6%, respectivamente. A variável de maior impacto isolado: **o prazo de estruturação até o lançamento**, responsável por 33,1% da perda de TIR na hipótese com financiamento.

COMENTÁRIO

Comentário de Claubert Barreto

Este artigo resolve de forma prática um problema que vejo toda semana no mercado: análise de risco que não analisa risco.

O formato pessimista/realista/otimista é confortável porque parece completo. Mas ele entrega uma falsa sensação de proteção. O investidor olha para o pessimista, vê a TIR ainda positiva, e conclui que está coberto. Não está. Ele só sabe que está coberto se o pior caso ficar dentro da fronteira que o planejador arbitrou — e ninguém garante isso.

Na Viestra, a análise de risco começa pela identificação das variáveis de maior impacto e pela definição das fronteiras de stress que fazem sentido para aquele empreendimento específico. Só depois construímos os cenários. O resultado não é um número — é um intervalo com significado real.

O prazo de estruturação merece destaque especial: em empreendimentos com financiamento à produção, atrasos antes do lançamento destroem mais TIR do que aumentos de custo. É contraintuitivo para a maioria dos incorporadores, mas os números confirmam. Velocidade de decisão e estruturação eficiente são, nesse sentido, gestão de risco — não apenas gestão operacional.

IMPLICAÇÃO PRÁTICA

Implicação prática

Antes de aceitar qualquer análise de risco, o investidor deveria fazer três perguntas ao consultor responsável:

1. Quais são as variáveis de maior impacto neste empreendimento? Se não souber responder com análise de sensibilidade, a análise é decorativa.
2. Qual é a fronteira de stress adotada — e por quê? Fronteiras arbitrárias sem justificativa não entregam proteção real.
3. Qual é a capacidade de suporte do projeto para cada variável crítica? Essa é a informação que efetivamente sustenta a decisão.

Se as respostas vierem na forma de "no pessimista a TIR ainda é X%", o investidor está olhando para o instrumento errado.

Análise de Riscos · Cenários Estressados · Capacidade de Suporte · TIR · Mitigação · Rocha Lima Jr.

ROCHA LIMA JR., João da. *Investimentos em Empreendimentos Imobiliários para Venda — Risco dos Investimentos em Real Estate*. Artigo para o Congresso LARES 2015. São Paulo: LARES, junho de 2015.