

Um bom empreendimento pode ser um mau negócio

Cinco conceitos de Howard Marks: do mercado de capitais para o real estate

Francisco Claubert Barreto • VIESTRA — Decisão em Real Estate

Um bairro pode ser excelente. A demanda pode existir. O produto pode ser desejado. E, ainda assim, o empreendimento pode ser um mau negócio.

Isso acontece quando o preço do terreno, o preço de venda projetado, a velocidade esperada ou a estrutura de capital já incorporam um futuro excessivamente otimista. O ativo continua bom. A decisão econômica é que pode ter perdido a margem de segurança.

Essa distinção aparece com clareza na obra de Howard Marks, cofundador e copresidente da Oaktree Capital Management. Sua experiência foi construída principalmente nos mercados de crédito, high yield e ativos em dificuldade, mas seus conceitos ultrapassam essas classes. Pensamento de segundo nível, controle do risco, ciclos, relação entre preço e valor e disciplina para agir contra o consenso são ideias especialmente úteis em um setor cíclico, ilíquido e dependente de decisões tomadas anos antes da realização do resultado.

O objetivo deste artigo não é transportar mecanicamente regras do mercado financeiro para o imobiliário. É usar essas ideias como uma lente para melhorar decisões de incorporação, loteamento e investimentos de base imobiliária.

1 Pensamento de segundo nível

O conceito nos mercados de capitais

O pensamento de primeiro nível identifica aquilo que é imediatamente visível: uma empresa cresce, o setor é promissor, os resultados são bons. A conclusão parece simples: o ativo deve ser comprado.

O pensamento de segundo nível acrescenta perguntas mais difíceis. Se todos já perceberam a qualidade da empresa, quanto dessa qualidade já está refletido no preço? Que expectativa o mercado incorporou? O resultado provável é melhor ou pior do que o consenso espera? Uma boa empresa pode ser uma compra ruim quando seu preço exige um futuro quase perfeito.

A chamada para o real estate

No mercado imobiliário, o primeiro nível observa que um bairro cresce, que determinada tipologia vende bem ou que o público aceita preços mais altos. O segundo nível pergunta quanto desse crescimento já foi transferido para o preço do terreno, quantos concorrentes estão desenvolvendo produtos semelhantes e qual parcela da demanda futura já foi antecipada pelos lançamentos em curso.

Não basta concluir que existe demanda. É necessário saber se ela será suficiente para absorver o produto, o preço e a oferta que chegarão ao mercado durante todo o ciclo do empreendimento.

Pergunta decisória: o que precisa acontecer para que essa oportunidade continue sendo boa – e o que o consenso pode estar ignorando?

2 Risco não é apenas variação de resultado

O conceito nos mercados de capitais

Marks insiste que risco não deve ser confundido apenas com volatilidade. O risco relevante é a possibilidade de perda e, sobretudo, de perda permanente de capital. Ele também chama atenção para um paradoxo: quando os preços sobem e todos se sentem seguros, o risco pode estar aumentando, porque a margem para erro diminui.

O controle do risco não significa evitar toda incerteza. Significa reconhecer a amplitude dos resultados possíveis, não depender de um único cenário e limitar as consequências quando a realidade se afasta da projeção.

A chamada para o real estate

Em uma viabilidade imobiliária, risco não é somente a diferença entre a TIR do cenário-base e a TIR de uma sensibilidade. Ele aparece quando o negócio depende simultaneamente de aquisição cara, preço crescente, velocidade elevada, custo de obra estável, funding disponível e ausência de atraso.

A planilha pode fechar e o risco continuar excessivo. Quanto maior o número de premissas que precisam funcionar perfeitamente, menor a robustez da decisão.

Também há risco quando a empresa não consegue interromper economicamente um projeto, rever o produto ou reconhecer que uma premissa deixou de ser válida. Decisões que não admitem revisão transformam incerteza em exposição.

Pergunta decisória: qual premissa, se falhar, compromete de forma desproporcional o capital, o caixa ou a capacidade de execução?

3 Ciclos e o atraso entre decisão e oferta

O conceito nos mercados de capitais

Na leitura de Marks, os mercados se movem como um pêndulo. Otimismo e aversão ao risco raramente permanecem num ponto de equilíbrio. Quando confiança, crédito e liquidez aumentam, investidores aceitam preços mais altos e retornos esperados menores. Quando o movimento se inverte, o medo amplia a queda e reduz a disposição para investir.

Os ciclos não se repetem de forma idêntica, mas padrões de comportamento reaparecem. Não é necessário prever com precisão quando ocorrerá a virada; é mais importante compreender em que região do ciclo estamos e preparar a decisão para diferentes trajetórias.

A chamada para o real estate

No real estate, o atraso é estrutural. Entre identificar uma oportunidade, adquirir o terreno, aprovar, lançar, construir e entregar, o ambiente econômico e competitivo pode mudar profundamente.

Uma região com estoque baixo e boa velocidade de vendas estimula novos projetos. Entretanto, vários incorporadores podem reagir ao mesmo sinal. A oferta relevante não é apenas a que está pronta hoje, mas a que se encontra em aprovação, lançamento, construção ou preparação silenciosa.

Quando os produtos chegam simultaneamente, a taxa de juros, a renda, o crédito, o custo de obra e a confiança do comprador podem já ser outros. A decisão imobiliária, portanto, precisa observar o mercado presente sem confundir-lo com o mercado da entrega.

Pergunta decisória: estamos projetando a demanda de hoje ou a competição e a capacidade de compra existentes quando o produto efetivamente chegar ao mercado?

4 Preço e valor não são a mesma coisa

O conceito nos mercados de capitais

Uma das ideias centrais de Marks é que a qualidade do ativo não determina, sozinha, a qualidade do investimento. O resultado depende da relação entre o que o ativo vale, o preço pago e o risco assumido.

Ativos reconhecidamente excelentes atraem concorrência e podem ser negociados a preços que comprimem o retorno futuro. Ativos imperfeitos, por sua vez, podem oferecer boas relações entre risco e retorno quando o preço compensa suas limitações. A margem de segurança nasce dessa diferença.

A chamada para o real estate

Um terreno bem localizado não é necessariamente um bom negócio. Pode ser excelente urbanisticamente e inviável economicamente pelo preço exigido, pelas condições de pagamento ou pelo produto necessário para remunerar o capital.

O mesmo vale para um empreendimento com grande apelo comercial. Se a viabilidade depende de preço no limite da capacidade de compra, velocidade sem evidência suficiente, orçamento excessivamente otimista ou valorização futura para compensar uma aquisição cara, a margem de segurança desapareceu.

No desenvolvimento imobiliário, valor precisa ser testado pelo fluxo de caixa, pelo tempo, pelo custo de capital, pelo risco de execução e pelos cenários. Não se trata de encontrar um número único e definitivo, mas de identificar a faixa em que a decisão permanece defensável.

Pergunta decisória: estamos comprando qualidade ou pagando antecipadamente por todo o valor que ainda esperamos criar?

5 Contrariar o consenso exige paciência e preparo

O conceito nos mercados de capitais

Investir de forma contrária não significa fazer sempre o oposto da maioria. Significa pensar de modo independente, resistir à pressão da euforia e estar preparado para agir quando preço, valor e risco formam uma relação favorável que o mercado ainda não reconheceu.

Essa postura exige paciência. Quando há abundância de capital e forte competição, a melhor decisão pode ser reduzir a exposição. Quando o pessimismo domina, oportunidades podem surgir, mas somente para quem preservou liquidez, capacidade de análise e liberdade de ação.

A chamada para o real estate

No mercado imobiliário, esperar também é uma decisão. Nem toda área precisa ser adquirida, nem todo projeto precisa ser lançado na primeira janela e nem toda oportunidade precisa caber à força em uma tese previamente desejada.

Ser contrário ao consenso pode significar negociar uma estrutura de pagamento diferente, adquirir opção em vez de comprar imediatamente, revisar o produto, entrar por fases, preservar caixa ou desistir de uma oportunidade admirada por todos.

Também pode significar agir quando outros agentes estão paralisados — desde que a decisão seja sustentada por evidência, capacidade financeira e uma leitura realista dos riscos, e não apenas pela sensação de estar sendo ousado.

Pergunta decisória: estamos agindo porque a relação entre preço, valor e risco é favorável ou porque temos medo de ficar fora do movimento?

O que Howard Marks permite enxergar no real estate

As cinco ideias convergem para uma conclusão: a análise mais perigosa é aquela que apenas organiza os argumentos a favor de uma decisão já desejada.

Pensamento de segundo nível exige procurar o que o consenso não vê. Controle do risco exige identificar o que pode causar perda relevante, e não apenas calcular médias. A compreensão dos ciclos impede que o mercado presente seja projetado indefinidamente. A distinção entre preço e valor preserva a margem de segurança. A paciência mantém aberta a possibilidade de não decidir agora.

Para incorporadores, loteadores e investidores profissionais, isso muda o papel da viabilidade. Ela deixa de ser somente um documento que confirma se o projeto fecha e passa a ser um sistema para declarar condições, testar vulnerabilidades e acompanhar se as premissas que sustentaram a decisão continuam válidas.

Uma decisão fundamentada não elimina o risco. Ela torna explícito qual risco está sendo assumido, por que ele é aceitável e em que circunstâncias a decisão deverá ser revista.

Antes de decidir

O que o consenso já incorporou ao preço?

Quais premissas precisam funcionar simultaneamente?

Em que ponto do ciclo estamos — e como isso pode mudar até a entrega?

Qual é a margem de segurança do negócio?

O que nos faria esperar, revisar ou interromper a decisão?

O mais importante talvez não seja encontrar uma resposta definitiva. É construir uma decisão capaz de sobreviver a perguntas melhores.

Sobre Howard Marks

Howard Marks é cofundador e copresidente da Oaktree Capital Management. É conhecido por sua atuação em crédito, investimentos oportunistas e ativos em dificuldade, além de seus memorandos sobre risco, ciclos e comportamento dos investidores. Entre seus livros estão *The Most Important Thing* e *Mastering the Market Cycle*.

Referências

MARKS, Howard. *The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*. Columbia University Press.

Oaktree Capital Management. Howard Marks — biografia institucional.

<https://www.oaktreecapital.com/about/leadership/bio/howard-marks>

Oaktree Capital Management. *It's Not Easy* — memorando sobre pensamento de segundo nível.

<https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/2015-09-09-its-not-easy.pdf>

Oaktree Capital Management. *How to Think About Risk with Howard Marks*.

<https://www.oaktreecapital.com/insights/insight-video/education/how-to-think-about-risk-with-howard-marks>

Oaktree Capital Management. *Cycles with Howard Marks*.

<https://www.oaktreecapital.com/insights/insight-video/market-commentary/cycles-with-howard-marks>