Universal SyncroCorp

INSIGHTS / 05

Como avaliar o risco de concentração numa carteira imobiliária

A diversificação depende das fontes de risco, da distribuição das receitas e dos compromissos de capital, não apenas do número de imóveis.

Risco e rentabilidade

SETEMBRO 2026

Introdução

Uma carteira com vários imóveis pode depender de um único inquilino, de uma atividade económica local ou de um calendário concentrado de financiamento. A diversidade aparente dos ativos não garante que respondam de forma diferente a uma alteração das condições de mercado.

O risco de concentração surge quando uma parcela relevante do valor, das receitas ou dos compromissos está exposta ao mesmo fator. A sua avaliação exige identificar essas dependências e estimar o efeito que um acontecimento adverso teria sobre a capacidade financeira do proprietário.

Este artigo apresenta um método de análise aplicável a imóveis destinados ao arrendamento, terrenos, projetos de desenvolvimento e imóveis de utilização própria. O objetivo é apoiar decisões de alocação de capital, financiamento e gestão, com critérios adaptáveis a particulares, empresas e outras estruturas de investimento.

01 / Identificar as dependências económicas

A análise começa pela identificação dos fatores que podem afetar vários ativos em simultâneo. O número de imóveis, a sua utilização ou a distância entre localizações são informações úteis, mas insuficientes para demonstrar diversificação.

Dois prédios em municípios diferentes podem depender do mesmo empregador ou da mesma procura turística. Uma loja e um armazém podem estar arrendados a empresas do mesmo grupo. Vários projetos podem utilizar o mesmo empreiteiro ou depender de compradores com acesso a condições de crédito semelhantes.

A concentração geográfica deve ser observada à escala do risco. Limites administrativos nem sempre correspondem a mercados distintos. Acessibilidade, emprego, composição dos agregados, capacidade de pagamento e oferta concorrente ajudam a definir as áreas de procura. Um fator ambiental, como a exposição a inundação, também pode abranger ativos de utilizações diferentes.

Nos imóveis utilizados por uma empresa, a dependência pode ser operacional. A interrupção de uma instalação central pode afetar uma atividade distribuída por vários edifícios. Nesse caso, o peso do imóvel no valor da carteira pode ser reduzido e a sua importância para a continuidade do negócio elevada.

O levantamento deve incluir localização, utilização, inquilinos e grupos económicos, segmentos de procura, prestadores críticos, financiamento e riscos físicos relevantes. O objetivo é reconhecer os acontecimentos comuns capazes de afetar mais do que um ativo.

Partilhar um fator económico não significa apresentar uma correlação perfeita. Contratos, garantias, custos e capacidade de adaptação podem produzir resultados diferentes. Quando faltam séries de dados comparáveis, é preferível descrever a dependência e testar cenários a atribuir coeficientes de correlação sem fundamento.

A ligação entre entidades deve ser analisada para além da denominação contratual. Sociedades distintas podem depender do mesmo controlador, cliente principal ou financiador. Inversamente, pertencer ao mesmo grupo não torna idênticas todas as garantias e capacidades de pagamento: o agrupamento serve para identificar uma exposição comum, sem dispensar a análise individual.

02 / Medir a concentração em bases distintas

A concentração deve ser calculada separadamente sobre o valor dos ativos, as receitas e as necessidades de capital. Cada base responde a uma questão diferente e deve indicar a data ou o período de referência.

Dimensão	Indicador de acompanhamento
Valor	Valor estimado do ativo ou grupo / valor total da carteira
Receitas	Rendas anuais do inquilino ou grupo / rendas anuais totais
Resultado operacional	Resultado operacional atribuível ao ativo ou grupo / resultado operacional total
Capital futuro	Investimento previsto no projeto / investimento previsto total no período
Financiamento	Dívida que vence no intervalo analisado / dívida total em aberto

Os rácios são expressos em percentagem multiplicando o quociente por 100. Devem utilizar critérios consistentes: avaliações com datas comparáveis, rendas relativas ao mesmo período e compromissos de investimento com âmbito definido. Valores desconhecidos devem permanecer identificados, em vez de serem tratados como zero.

Na leitura por valor, é útil distinguir o valor dos imóveis antes da dívida da posição do proprietário após dedução do financiamento associado. Uma carteira pode apresentar pesos equilibrados em valor e concentrações diferentes de capital próprio ou de garantias. A atribuição de dívida a cada imóvel exige atenção quando existem financiamentos ou garantias comuns.

Na leitura por receitas, deve ser indicada a utilização de rendas contratadas, cobradas ou projetadas. A análise por inquilino deve agregar entidades com dependência económica comum, quando identificada. Contratos separados não eliminam necessariamente o risco de grupo.

A concentração de receitas não equivale à concentração de resultado operacional: despesas e margens diferem entre ativos. Se alguns resultados forem negativos, os pesos sobre o resultado agregado podem tornar-se difíceis de interpretar. Nessa situação, devem apresentar-se montantes absolutos e cenários de tesouraria, além das percentagens.

O resultado operacional, frequentemente designado NOI, deduz às receitas de exploração as despesas operacionais no perímetro definido. Não equivale ao dinheiro disponível após dívida, obras e impostos sobre o rendimento. A sua atribuição a um inquilino exige uma regra consistente para repartir custos comuns; não deve resultar de uma mera distribuição proporcional das rendas quando os encargos diferem.

No capital futuro, devem separar-se obras contratadas, intervenções necessárias ainda não contratadas e investimentos opcionais. A concentração de 75% num projeto tem consequências diferentes consoante o pagamento possa ser adiado ou constitua um compromisso exigível. O peso percentual deve ser acompanhado pelo valor em euros e pelo calendário.

03 / Uma carteira pode ter várias concentrações

Considere-se uma carteira hipotética com quatro ativos e valor total estimado de 3 milhões de euros. Dois imóveis estão arrendados a empresas do mesmo grupo económico; os restantes correspondem a um projeto e a um terreno sem receitas correntes.

Ativo	Valor estimado	Rendas anuais	Capital previsto em 24 meses
Imóvel A	1.200.000 €	60.000 €	20.000 €
Imóvel B	800.000 €	48.000 €	30.000 €
Projeto C	600.000 €	0 €	450.000 €
Terreno D	400.000 €	0 €	100.000 €
Total	3.000.000 €	108.000 €	600.000 €

O maior ativo representa 40% do valor da carteira. Contudo, os imóveis A e B concentram 66,7% desse valor e 100% das rendas no mesmo grupo económico. O projeto C, com apenas 20% do valor atual, concentra 75% do investimento previsto para os próximos dois anos.

O facto de 100% das rendas dependerem do grupo não significa que exista uma probabilidade de incumprimento de 100%, nem que todos os imóveis percam valor na mesma proporção. Significa que a receita corrente não está diversificada entre grupos arrendatários. A gravidade económica depende da qualidade de crédito, das garantias, dos custos persistentes e do prazo de substituição dos ocupantes.

Estas percentagens descrevem três dependências distintas. Uma dificuldade do grupo arrendatário pode afetar toda a receita; um desvio no projeto C pode absorver a maior parte dos recursos adicionais; uma desvalorização do imóvel A tem peso significativo no valor agregado.

Os indicadores não devem ser somados. Referem-se a bases diferentes e podem incidir sobre os mesmos ativos. Também não se deve adicionar automaticamente o custo futuro de um projeto ao seu valor atual: o primeiro mede necessidades de financiamento, enquanto o segundo é uma estimativa de valor numa determinada data.

04 / Analisar a concentração no tempo e na dívida

A distribuição dos pagamentos pode ser tão relevante como a distribuição dos imóveis. Renovações de contratos, vencimentos de empréstimos, obras e aquisições comprometidas devem ser organizados por períodos, por exemplo trimestrais nos primeiros doze meses e anuais nos anos seguintes.

Dois projetos podem ser suportáveis isoladamente e gerar um défice quando exigem capital em simultâneo. O mesmo ocorre quando uma fase de obras coincide com o vencimento de dívida ou com a saída de um inquilino importante.

A dívida deve ser analisada por financiador, prazo, taxa, garantias e condições contratuais. Vários empréstimos não asseguram diversificação quando dependem do mesmo banco ou vencem na

mesma janela de refinanciamento. A existência de garantias comuns pode permitir que dificuldades num ativo afetem outros, conforme os contratos.

A concentração de dívida a taxa variável também cria exposição comum às taxas de juro. A dívida de taxa fixa pode limitar esse risco durante o período contratado, mas não elimina a incerteza de um refinanciamento futuro. As condições de financiamento devem ser separadas das expectativas sobre a sua renovação.

O mapa da dívida deve identificar o capital em aberto, o vencimento final, as amortizações intermédias, o período de taxa fixa ou variável e as obrigações financeiras contratuais. Garantias cruzadas e cláusulas que relacionam incumprimentos de diferentes financiamentos devem ser verificadas nos contratos: não tornam automática a execução de todos os imóveis.

Uma redução do valor das garantias pode limitar o refinanciamento, mesmo quando as prestações correntes continuam a ser pagas. No entanto, nem toda a descida de avaliação origina reforço de garantias ou amortização antecipada. A consequência depende das condições contratadas e deve ser modelada apenas quando sustentada.

O Conselho Europeu do Risco Sistémico identifica a alavancagem e os desajustamentos de liquidez entre as vulnerabilidades relevantes no imobiliário comercial. Essa perspetiva sustenta a análise conjunta de valor, dívida e disponibilidade de recursos; não estabelece, por si só, limites aplicáveis a uma carteira particular. [1]

05 / Testar o efeito sobre a capacidade financeira

Os testes de esforço devem partir das dependências identificadas. Podem considerar a interrupção de receitas de um grupo arrendatário, atrasos em vários projetos, aumento do custo das obras ou dificuldade de refinanciamento. As hipóteses devem ser plausíveis e suficientemente severas para revelar fragilidades.

Retomando a carteira anterior, o cenário de referência considera cobrança integral de 108.000 euros de rendas, despesas operacionais de 30.000 euros e serviço anual da dívida de 36.000 euros. No cenário adverso, A e B deixam de pagar durante seis meses, sem recuperação dos montantes dentro do ano.

Parcela anual	Referência	Cenário adverso
Recebimentos de rendas	108.000 €	54.000 €
Despesas operacionais	-30.000 €	-30.000 €
Serviço da dívida	-36.000 €	-36.000 €
Saldo antes de obras e impostos sobre o rendimento	42.000 €	-12.000 €
Obras exigíveis no ano	-60.000 €	-60.000 €
Variação de caixa antes de impostos sobre o rendimento	-18.000 €	-72.000 €
Reserva inicial disponível	80.000 €	80.000 €
Saldo final projetado	62.000 €	8.000 €

Os 60.000 euros de obras integram os 600.000 euros previstos para 24 meses, não são um encargo adicional a somar novamente. Os 540.000 euros remanescentes exigem um plano de financiamento para o período seguinte; a existência de 8.000 euros no fim do primeiro ano não demonstra cobertura desses compromissos.

As despesas operacionais incluem, por hipótese, os impostos de detenção aplicáveis e os restantes encargos recorrentes previstos. O serviço da dívida agrega juros, amortização e demais encargos de financiamento assumidos. Não se acrescenta novamente IMI ou outro imposto já incluído. Excluem-se impostos sobre o rendimento, despesas extraordinárias de cobrança e outras saídas não previstas.

O saldo de -12.000 euros não é fluxo de caixa livre final: ainda falta deduzir obras e tributação do rendimento. Também não representa, necessariamente, o prejuízo contabilístico ou a base tributável. Uma quebra de recebimentos pode resultar de atraso e não de perda definitiva, embora afete imediatamente a liquidez.

Um saldo anual positivo pode ocultar falta de liquidez

Suponha-se que a interrupção ocorre nos primeiros seis meses, que as despesas operacionais e o serviço da dívida se distribuem uniformemente e que os 60.000 euros de obras são pagos nesse semestre. A reserva de 80.000 euros teria de suportar 33.000 euros de pagamentos correntes e 60.000 euros de obras. No final do semestre existiria uma necessidade de financiamento de 13.000 euros.

No segundo semestre, a retoma da cobrança geraria 54.000 euros, perante 33.000 euros de pagamentos correntes. O saldo anual projetado continuaria a ser 8.000 euros, mas só seria possível atravessar o primeiro semestre com recursos adicionais ou alteração de pagamentos. Os juros de eventual crédito adicional não estão incluídos neste exercício.

Por isso, devem observar-se o saldo mínimo projetado e a data em que ocorre, além do saldo final. Reservas afetas a outras obrigações, cauções de arrendatários e crédito ainda sujeito a aprovação não devem ser tratados como liquidez livremente disponível. Seguros e garantias devem integrar cenários segundo a cobertura, as condições de utilização e o prazo provável de recebimento, sem pressupor recuperação imediata.

A análise deve separar a perda de valor do défice de caixa. Uma queda de avaliação não constitui automaticamente um pagamento, mas pode afetar garantias, condições de crédito ou capacidade de venda. Os efeitos devem ser modelados sem duplicar a mesma perda.

Uma análise complementar pode partir de uma pergunta inversa: qual a duração da interrupção de rendas ou o desvio de obras que esgota a liquidez disponível? Este teste permite identificar o ponto de rutura do plano, sem apresentar o cenário como previsão. As respostas devem considerar a sequência dos pagamentos e as medidas de gestão efetivamente executáveis.

06 / Definir limites e medidas proporcionais

Não existe uma percentagem única que determine uma concentração aceitável para todas as carteiras. Os limites devem refletir objetivos, estabilidade das receitas, dívida, reservas disponíveis e capacidade de aportar capital. Regras legais ou contratuais específicas, quando aplicáveis, exigem análise própria.

A especialização num território ou segmento pode beneficiar do conhecimento local e de uma gestão eficiente. Essa vantagem deve ser comparada com a exposição a fatores comuns. Dispersar investimentos por mercados pouco conhecidos também pode introduzir custos e riscos adicionais.

Os limites internos devem indicar o indicador, a base de cálculo, o período e a resposta prevista quando forem ultrapassados. Pode ser necessário reforçar reservas, fasear investimentos, antecipar financiamento, rever garantias ou orientar novas aquisições para exposições diferentes. A venda é uma alternativa, mas deve considerar encargos, fiscalidade e perda de receitas.

Um quadro de acompanhamento deve ligar cada exposição a uma decisão:

Exposição	Evidência a acompanhar	Resposta possível
Grupo arrendatário dominante	Peso nas rendas, garantias e prazo de substituição	Reforçar reservas e procurar fontes de receita independentes.
Investimento concentrado	Capital contratado e calendário de obras	Fasear compromissos e assegurar recursos antes de contratar.
Vencimentos de dívida próximos	Montante exigível e condições de renovação	Antecipar negociação e avaliar distribuição dos vencimentos.
Garantias comuns	Ativos vinculados e consequências contratuais	Avaliar renegociação, custos e viabilidade de separar garantias.

Os limites devem ser aprovados em função da capacidade de perda e de financiamento do titular. Uma percentagem usada por outra carteira não constitui referência suficiente. O acompanhamento deve identificar quem decide, em que prazo e que evidência permite encerrar um alerta.

A diversificação pode ser gradual. A utilização de novas entradas de capital, a distribuição de vencimentos e a escolha de contrapartes distintas podem reduzir dependências sem exigir uma reorganização imediata de toda a carteira.

Reavaliar a carteira após cada medida

Vender o imóvel A do exemplo reduz o montante de rendas exposto ao grupo, de 108.000 para 48.000 euros anuais. Contudo, enquanto B permanecer como única fonte de rendas, a concentração nesse grupo continua a ser de 100% das receitas de arrendamento remanescentes. A medida reduz a exposição absoluta, mas não diversifica, por si só, a origem dessas receitas.

O produto da venda pode reforçar liquidez, reduzir dívida ou financiar outra aplicação, após custos e impostos. A avaliação deve atualizar as despesas, o serviço da dívida, os compromissos de obras e as receitas perdidas. O efeito final depende do destino dos recursos e do tempo necessário para o concretizar.

O acompanhamento deve incluir o peso dos maiores ativos, dos principais inquilinos e dos compromissos por período, acompanhado dos resultados dos testes de esforço. Alterações de avaliação, contratos, dívida ou projetos justificam atualização. O limite deve apoiar a decisão e não substituir a análise das circunstâncias.

Conclusão

A concentração torna-se relevante quando um acontecimento comum pode comprometer objetivos, pagamentos ou capacidade de investimento. A sua avaliação exige relacionar a distribuição dos ativos com as fontes de receita, a dívida e o capital ainda necessário.

Uma carteira diversificada deve ser compreendida pelas suas dependências económicas, e não apenas pela quantidade de imóveis. Identificá-las, quantificá-las em bases consistentes e testar os seus efeitos permite definir uma exposição compatível com os recursos do proprietário.

Referência e âmbito

1 - Conselho Europeu do Risco Sistémico - Vulnerabilities in the EEA commercial real estate sector, janeiro de 2023.

Conteúdo informativo de caráter geral. Referência consultada em 28 de setembro de 2026. Valores e cenários hipotéticos, sem utilização de dados de mercado. Os cálculos de tesouraria são anteriores a impostos sobre o rendimento. Não se apresentam probabilidades de perda nem limites regulamentares universais. A análise deve ser adaptada à carteira e ao enquadramento do proprietário.