

Universidades Lusíada

Coelho, Miguel
Loureiro, Cláudio
Carvalho, Bianca

Modelo de gestão de riscos no imobiliário : o caso particular dos organismos de investimento alternativo imobiliários

<http://hdl.handle.net/11067/8348>
<https://doi.org/10.34628/BC08-BN55>

Metadados

Data de Publicação

2025

Resumo

A gestão de riscos constitui um pilar fundamental na indústria financeira, assegurando a estabilidade e a confiança dos investidores. No âmbito das Sociedades Gestoras de Organismos de Investimento Coletivo (SGOIC) que gerem Organismos de Investimento Alternativo (OIA) Imobiliários, esta função assume uma importância acrescida devido às características específicas dos ativos sob gestão: ativos imobiliários, marcados por baixa liquidez, ciclos de valorização prolongados e múltiplas fontes de risc...

Risk management is a fundamental pillar in the financial industry, ensuring stability and investor confidence. Within the scope of Management Companies of Collective Investment Undertakings (SGOIC) that manage Alternative Investment Funds (AIF) in real estate, this function takes on heightened importance due to the specific characteristics of the assets under management: properties, marked by low liquidity, long valuation cycles, and multiple sources of risk. In addition to traditional risks—liq...

Editor

Universidade Lusíada Editora

Palavras Chave

Propriedade imobiliária, Gestão de risco financeiro, Consultores de investimentos

Tipo

article

Revisão de Pares

yes

Coleções

[ULL-FCEE] LEE, n. 39 (2025)



MIGUEL COELHO

Universidade Lusíada (Lisboa)

miguel.coelho@silvip.pt | 0000-0003-3832-5030



CLÁUDIO LOUREIRO

SILVIP - Sociedade Gestora de Organismos de Investimento Coletivo, S.A.

claudio.loureiro@silvip.pt | Cláudio Loureiro



BIANCA CARVALHO

SILVIP - Sociedade Gestora de Organismos de Investimento Coletivo, S.A.

bianca.carvalho@silvip.pt | Bianca Carvalho

Submetido em 02/12/2025 • Aprovado em 19/01/2026 • Publicado em 02/03/2026

MODELO DE GESTÃO DE RISCOS NO IMOBILIÁRIO: O CASO PARTICULAR DOS ORGANISMOS DE INVESTIMENTO ALTERNATIVO IMOBILIÁRIOS

RISK MANAGEMENT MODEL IN REAL ESTATE: THE PARTICULAR CASE OF ALTERNATIVE REAL ESTATE INVESTMENT ORGANISATIONS

10.34628/BC08-BN55

Resumo: A gestão de risco é crucial e particularmente complexa nas sociedades gestoras de fundos imobiliários, devido à natureza específica dos ativos, como a sua baixa liquidez e exposição a múltiplas fontes de risco. Para além dos riscos financeiros convencionais, estas entidades enfrentam desafios adicionais em áreas como a conformidade regulatória e a sustentabilidade. A crescente volatilidade macroeconómica e a exigência de maior transparência por parte dos investidores tornam imperativo o desenvolvimento de modelos de gestão de risco robustos e completos. Este artigo analisa as particularidades deste setor, explorando o enquadramento regulatório, as melhores práticas e as estratégias que permitem às gestoras navegar num mercado em transformação e optimizar o retorno ajustado ao risco dos seus fundos.

Palavras-chave: Gestão de riscos | Organismos de investimento alternativo imobiliários | Regulação | Proteção do investidor.

Abstract: Risk management is crucial and particularly complex in real estate fund management companies due to the specific nature of the assets, such as their low liquidity and exposure to multiple sources of risk. In addition to conventional financial risks, these entities face additional challenges in areas such as regulatory compliance and sustainability. Increasing macroeconomic volatility and the demand for greater transparency from investors make it imperative to develop robust and comprehensive risk management models. This article analyses the particularities of this sector, exploring the regulatory framework, best practices and strategies that enable managers to navigate a changing market and optimise the risk-adjusted return of their funds.

Keywords: Risk management | Real estate alternative investment funds | Regulation | Investor protection.



Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional.

Original Texto submetido à plataforma de deteção de similaridade e plágio OURIGINAL.

Os textos que constituem esta obra seguem, por decisão dos respetivos autores, a antiga ou a atual grafia.

O conteúdo desta obra é da exclusiva responsabilidade dos seus autores e não vincula a Fundação Minerva | Universidade Lusíada.

1. INTRODUÇÃO

A gestão de riscos é amplamente reconhecida como um pilar essencial na indústria financeira, sendo determinante para a estabilidade dos mercados e para a confiança dos investidores (BIS, 2011; IMF, 2014).

No contexto das Sociedades Gestoras de Organismos de Investimento Coletivo (SGOIC) que gerem Organismos de Investimento Alternativos (OIA) Imobiliários, esta função assume uma relevância acrescida, dada a natureza específica dos ativos sob gestão: ativos imobiliários, caracterizados por reduzida liquidez, ciclos de valorização prolongados e múltiplas fontes de risco (ESMA, 2023; IOSCO, 2018).

De facto, os OIA Imobiliários, para além dos riscos tradicionais — liquidez, mercado, crédito e operacional — enfrentam riscos adicionais, como os riscos de *compliance*, resgate e sustentabilidade, entre outros.

Estes desafios são agravados pela crescente exigência de transparência e sustentabilidade, num contexto de elevada volatilidade macroeconómica, o que reforça a necessidade de modelos robustos de identificação, caracterização, medição, tratamento, monitorização e reporte dos riscos (*World Bank*, 2016; ESMA, 2023).

Refira-se, aliás, que o próprio Decreto-Lei n.º 27/2023, de 28 de abril, que aprova o Regime da Gestão de Ativos (RGA), é explícito ao impor a necessidade das SGOIC estabelecerem e manterem “uma função permanente de gestão de riscos hierárquica e funcionalmente independente das unidades operacionais, incluindo da gestão do património, exceto se tal não for adequado e proporcional face à natureza, à escala e à complexidade da atividade da sociedade gestora e dos organismos de investimento coletivo por si geridos” (RGA, art. 123.º).

Este artigo explora as particularidades da gestão de riscos aplicável às SGOIC, com especial enfoque às que gerem OIA Imobiliários, procurando desenvolver um quadro conceptual embrionário que permita gerir de forma adequada os riscos que estes OIA enfrentam, assegurando a maximização in-

tertemporal da rendibilidade ajustada ao risco num mercado em constante transformação.

2. REVISÃO DA LITERATURA

A gestão de riscos em Organismos de Investimento Alternativo (OIA) Imobiliários tem sido objeto de crescente atenção na literatura académica, refletindo a complexidade dos ativos sob gestão e a sua relevância sistémica.

Estes OIA, ao investirem predominantemente em ativos ilíquidos e de ciclo longo, enfrentam desafios específicos que os distinguem de outros Organismos de Investimento Coletivo (OIC), nomeadamente no que respeita à gestão do risco de liquidez, risco de mercado, risco de crédito, risco operacional e riscos emergentes associados à sustentabilidade (Ho, 2022; Eichholtz et al., 2021; Ling, Naranjo & Scheick, 2020).

Ho (2022) sublinha que o *“liquidity risk is particularly acute for real estate funds due to the inherent illiquidity of underlying assets, which can lead to severe redemption pressures during market downturns.”*

Refira-se que estudos empíricos demonstram que episódios de resgates massivos podem forçar a venda de ativos a preços depreciados, com impactos negativos para os investidores remanescentes e potenciais efeitos sistémicos. Eichholtz et al. (2021) afirmam que *“forced sales under redemption pressure often result in fire-sale discounts, eroding investor value and amplifying systemic risk.”*

Neste contexto, Ling, Naranjo & Scheick (2020) constatou que *“funds with stronger governance structures exhibit significantly lower return volatility and better alignment with investor interests during market disruptions.”*

Leitura idêntica tem a European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles (INREV, 2020) ao defender que *“a good governance is a cornerstone of the success of non-listed real estate vehicles....as well as defining and allocating responsibility for key decisions, good governance impacts the structure, processes, and policies that determine how a vehicle is managed and controlled”,* acrescentando que *“governance frameworks work alongside and are complementary to the external legal and regulatory environment at both international and national levels”.*

De igual forma, o COSO (2017) defende que *“Effective risk governance requires clear accountability, independence of risk functions, and integration of risk*

appetite into strategic decision-making.". enquanto a International Organization for Standardization (ISO) complementa esta ideia afirmando que *"risk management should be embedded in organizational processes, ensuring a holistic approach to uncertainty and resilience"* (ISO 31000, 2018).

Por outro lado, a Morgan Stanley (2015) salienta que "o sucesso na gestão do risco em carteiras imobiliárias depende de uma política de investimento clara, monitorização rigorosa e da integração equilibrada entre análise quantitativa e julgamento humano".

Por fim, importa salientar que a integração dos riscos de sustentabilidade nos modelos de gestão é cada vez mais relevante. Eichholtz et al. (2021) afirmam que *"ESG factors are no longer peripheral; they are central to risk management frameworks, influencing both asset valuation and investor demand"*, enquanto o World Bank (2016) reforça que *"climate-related risks and governance standards are becoming critical determinants of long-term asset performance in real estate markets"*.

Em conclusão, podemos dizer que a literatura converge na necessidade de modelos de gestão de risco multidimensionais para OIA Imobiliários, que combinem mecanismos quantitativos (*stress testing*, métricas de liquidez, *Value at Risk*) com abordagens qualitativas (governança, *compliance*, ESG), assegurando a resiliência dos OIA imobiliários num contexto de crescente complexidade e volatilidade.

3. ENQUADRAMENTO REGULAMENTAR

A atividade das Sociedades Gestoras de Organismos de Investimento Coletivo (SGOIC) enquanto entidades responsáveis pela gestão e administração dos Organismos de Investimento Alternativo (OIA) Imobiliário insere-se num quadro regulamentar denso, composto por normas europeias, legislação nacional e regulamentação setorial emitida pela autoridade supervisora.

No âmbito europeu, a Diretiva 2011/61/UE (AIFMD) estabelece os princípios estruturantes aplicáveis às SGOIC que gerem OIA, impondo a existência de sistemas eficazes para a identificação, medição, gestão e monitorização dos riscos associados aos organismos sob sua gestão. O Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013 aprofunda estes requisitos, detalhando os aspetos técnicos necessários para a implementação desses sistemas e processos de gestão de riscos, testes de esforço e mecanismos de gestão de liquidez.

No âmbito nacional, o Regime da Gestão de Ativos (RGA), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 27/2023, transpõe este enquadramento europeu adaptando-a às especificidades nacionais. O diploma reforça os requisitos de organização interna, governo societário e controlo de riscos, sublinhando a responsabilidade da SGOIC pela salvaguarda dos interesses dos participantes e pela coerência entre a estratégia de investimento e o perfil de risco de cada organismo

Complementarmente, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), através do Regulamento n.º 7/2023 (Regulamento do Regime da Gestão de Ativos – RRGa), disciplina com maior detalhe os instrumentos para gestão da liquidez dos organismos, incluindo obrigações relativas à definição e monitorização das políticas de gestão de risco e de mecanismos específicos ajustados à natureza dos OIA geridos.

Convém ainda referir que este enquadramento normativo é reforçado por instrumentos de *soft law* emanados pelas autoridades europeias, que, não obstante a sua natureza não vinculativa, são fundamentais na promoção de uma maior uniformidade e rigor na supervisão, funcionando também como instrumentos orientadores para as sociedades gestoras.

As orientações emitidas pelas autoridades de supervisão têm exercido influência significativa no estabelecimento de padrões mais exigentes de governação e de controlo, ressaltando a necessidade de que as SGOIC adotem sistemas de gestão de risco robustos, metodologicamente consistentes e proporcionais às características estruturais dos OIA imobiliários.

A iliquidez intrínseca dos ativos subjacentes, associada a multiplicidade de riscos financeiros e não financeiros envolvidos, torna particularmente relevante a incorporação sistemática destas orientações na prática interna das SGOIC, em linha com as recentes recomendações e orientações das entidades supervisoras.

Por fim, importa destacar que, apesar de requisitos técnicos e determinações legais, não existe uma abordagem única (*one size fits all*) determinada pela legislação e regulamentação em vigor para a gestão de riscos, o que inicialmente se transpõe em um desafio para as SGOIC que gerem OIA Imobiliários.

Refira-se que a não existência de um modelo único, apesar de se constatarem num desafio, é totalmente compreensível, uma vez que o sistema de gestão de risco criado e implementado, deverá ser proporcional à estrutura

organizativa e complexidade da SGOIC em questão e aos organismos por essa geridos, conforme preconizado pelo princípio da proporcionalidade.

4. SOCIEDADES GESTORAS E ORGANISMOS DE INVESTIMENTO COLETIVO

De acordo com o Decreto-Lei n.º 27/2023, de 28 de abril, que promulgou o Regime de Gestão de Ativos (RGA), a “gestão de ativos é a atividade em que alguém assume a responsabilidade por gerir e administrar um conjunto de bens”, podendo esta ser “coletiva ou individual”.

No âmbito da gestão coletiva de ativos destaca-se a gestão de investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores através de Organismos de Investimento Coletivo (OIC) os quais, de acordo com o mesmo diploma, correspondem a “instituições que têm por finalidade o investimento coletivo de capitais obtidos junto de investidores de acordo com uma política de investimento previamente estabelecida”, subdividindo-se em duas tipologias:

- Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM);
- Organismos de Investimento Alternativo (OIA).

Relativa aos OIA, o RGA prevê quatro tipologias, três em função do objeto principal do investimento (imobiliários, capital de risco e créditos) e uma tipologia residual e aberta, na qual se incluem, nomeadamente, os OIA em Valores Mobiliários, os Organismos de Investimento em Ativos não Financeiros, os Organismos de Investimento Alternativo Especializado (com exceção dos OIA de créditos) e os Fundos de Empreendedorismo Social.

Cumprir destacar que os OIC são patrimónios autónomos, podendo assumir duas formas legais a saber:

- contratual, de Fundo de Investimento, sendo este desprovido de personalidade jurídica e o seu património representado por unidades de participação;
- societária (*i.e.*, Sociedade Anónima), de Sociedade de Investimento Coletivo (SIC) dotadas de personalidade jurídica com o seu património a ser representado por ações, podendo ser autogeridas ou heterogeridas, caso designem uma terceira entidade (*i.e.*, SGOIC) para assegurar a sua gestão.

Refira-se que, independentemente da forma do OIC, os valores mobiliários representativos das suas partes são necessariamente escriturais e sem valor nominal, sendo que a aquisição originária é efetuada mediante a sua subs-

crição, a qual implica o pagamento do respetivo valor de subscrição.

Os OIC podem ainda ser:

- abertos, se o número de unidades de participação ou ações é variável, sendo que, neste caso, as unidades de participação podem ser subscritas (o valor de subscrição é integralmente realizado) e resgatadas, a pedido dos participantes, nos termos previstos nos Documentos Constitutivos;
- fechados, se o número de unidades de participação ou ações é fixo, sendo o valor de subscrição integral ou parcialmente realizado, consoante o estabelecido nos Documentos Constitutivos.

Os OIC podem ter duração determinada ou indeterminada consoante o estabelecido nos respetivos Documentos Constitutivos, tendo de ter sempre um valor líquido global positivo, podendo o seu património ser dividido em compartimentos patrimoniais que são autónomos entre si.

Saliente-se que a atividade dos OIC é suportada pela atuação de diversas entidades com diferentes funções, com particular destaque para a SGOIC, o depositário e as entidades comercializadoras, estando todas estas entidades vinculados ao dever de atuação no exclusivo interesse dos participantes, ou seja, dos titulares do património coletivo.

Como se constata, e refere expressamente o RGA, a SGOIC “tem uma função central no desenvolvimento da atividade dos OIC, encontrando-se, por isso, sujeita a um exigente quadro de deveres fiduciários de atuação no interesse exclusivo dos participantes. A sociedade gestora procede à gestão do investimento e do risco do OIC, bem como à comercialização e administração do mesmo, prestando um conjunto de serviços administrativos”.

Neste contexto, não é de somenos lembrar, conforme expresso no RGA, que a SGOIC “atua no interesse exclusivo dos participantes, desempenhando as suas funções de acordo com padrões reforçados de conduta, nomeadamente de honestidade, equidade, cuidado, diligência e competência, estando sujeita ainda a dever de segredo”, devendo ainda “dar prevalência aos interesses dos participantes relativamente a quaisquer outros interesses, próprios ou de entidades relacionadas, tendo igualmente de assegurar um tratamento equitativo dos participantes”.

Por fim, importa recordar que a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM) é a entidade administrativa independente responsável pela

supervisão dos OIA, bem como das SGOIC constituídas em Portugal, tanto em matéria prudencial, como comportamental. Para o efeito, a CMVM dispõe dos poderes previstos no RGA e ainda dos poderes e prerrogativas previstas no Código dos Valores Mobiliários (CVM), em particular, os poderes de supervisão prudencial, bem como os de regulamentação.

5. SISTEMA DE GESTÃO DE RISCOS DAS SOCIEDADES GESTORAS DE ORGANISMOS DE INVESTIMENTO ALTERNATIVO IMOBILIÁRIO

O Sistema de Gestão de Riscos (SGR) de uma SGOIC gestora de OIA Imobiliários é constituído por elementos relevantes da sua estrutura organizativa que desempenham um papel central na função, políticas e procedimentos permanentes de identificação, caracterização, avaliação, medição e tratamento dos riscos relevantes para a estratégia de investimento de cada OIA sob gestão, bem como para a sua monitorização e reporte.

Tradicionalmente, o Sistema de Gestão de Riscos (SGR) tem por base um Modelo de Governo (MG) que se baseie no “Modelo de Três Linhas de Defesa” (COSO, 2017; IIA, 2013; IIA, 2020) o qual envolva as estruturas de administração de topo (*i.e.*, Conselho de Administração), as áreas de gestão e controlo de risco (*i.e.*, *Compliance Office*, *Risk Management Office*), sem prejuízo das responsabilidades de todos os Colaboradores da organização nestas matérias.

De igual forma, o Sistema de Gestão de Riscos (SGR) deve assentar num conjunto de políticas, processos, procedimentos e outros documentos que suportam e operacionalizam o seu funcionamento.

5.1. MODELO DE GOVERNO DO SISTEMA DE GESTÃO DE RISCOS

O Modelo de Governo (MG) do Sistema de Gestão de Risco (SGR) assenta, tradicionalmente, em três linhas de defesa – Figura 1 –, a saber:

- **Primeira Linha (Gestão Operacional):** Responsável pela identificação, avaliação e controlo dos riscos no dia a dia e inclui Gestores e Colaboradores diretamente envolvidos nos processos que aplicam políticas e procedimentos de controlo interno;
- **Segunda Linha (Funções de Controlo):** Responsável por monitorizar e apoiar a gestão na implementação eficaz dos controlos. Inclui áreas associadas à Função de Gestão de Risco (FGR), Função de *Compliance* (FC), Controlo Interno e Segurança da Informação e atuam como suporte e supervisão da primeira linha;

- Terceira Linha (Auditoria Interna): Responsável por avaliar de forma independente a eficácia das duas primeiras linhas, garantindo que os sistemas de controlo e gestão de risco estão a funcionar adequadamente, e reporta diretamente ao Conselho de Administração ou ao Órgão de Supervisão (como o conselho de auditoria).

Figura 1 - Modelo de Governo¹



5.2. ETAPAS DO PROCESSO DE GESTÃO DE RISCOS

As SGOIC deverão adotar um Processo de Gestão de Riscos alinhando com as melhores práticas nacionais e internacionais de Governança em sintonia com imposições legais e regulamentares, com o intuito de salvaguardar o exclusivo interesse dos participantes², bem como de todos os *stakeholders*.

Neste contexto, o Processo de Gestão de Riscos tem duas fases distintas, mas complementares.

Numa primeira fase, estabelece-se o enquadramento da gestão de riscos na organização, definindo princípios, objetivos e diretrizes que orientam todo o processo – Definição Estratégica.

¹ Fonte: adaptado de COSO (2018).

² Conforme artigos 10.º, 64.º e 65.º do RGA.

A segunda fase, corresponde à implementação prática da gestão de riscos, através da identificação, caracterização, avaliação, medição, tratamento, monitorização e reporte dos riscos, garantindo a aplicação efetiva das estratégias definidas - Operacionalização.

5.2.1. DEFINIÇÃO ESTRATÉGICA DO PROCESSO DE GESTÃO DE RISCOS

O Processo de Gestão de Riscos, deverá ter por base um conjunto de documentos orientadores, dos quais se destaca como elemento fundador a Política de Gestão de Riscos (PGR)³ que corresponde ao conjunto de diretrizes que estabelece os princípios, responsabilidades e processos que uma SGOIC segue para identificar, caracterizar, avaliar, medir e responder aos riscos, bem como para proceder à sua monitorização e reporte. Procura garantir que todos os riscos relevantes são geridos de maneira eficaz para proteger os ativos dos OIA Imobiliários sob gestão e alcançar objetivos estratégicos.⁴

A título de exemplo, identificam-se na Tabela 1 os principais riscos que um OIA Imobiliário Aberto pode enfrentar.

³ Nos termos do artigo 40.º do Regulamento Delegado (231/2013) e no âmbito da Política de Gestão dos Riscos (PGR):

1. Os GFIA devem estabelecer, aplicar e manter uma política de gestão de riscos adequada e documentada que identifique todos os riscos relevantes a que os FIA que gere estão ou podem vir a estar expostos.
2. A política de gestão de riscos deve incluir todos os procedimentos necessários para permitir ao GFIA avaliar, para cada FIA que gere, a exposição aos riscos de mercado, de liquidez e de contraparte, bem como a exposição a todos os demais riscos relevantes, incluindo os riscos operacionais, que possam ser significativos para cada um dos FIA que gere.
3. O GFIA deve ter em conta pelo menos os seguintes elementos da política de gestão de riscos:
 - a. As técnicas, instrumentos e mecanismos que lhe permitem respeitar o disposto no artigo 45.º;
 - b. As técnicas, instrumentos e mecanismos que permitem que o risco de liquidez do FIA seja avaliado e controlado em condições de liquidez normais e excecionais, nomeadamente através de testes de esforço realizados periodicamente em conformidade com o artigo 48.º;
 - c. A afetação interna das suas responsabilidades em relação com a gestão dos riscos;
 - d. Os limites fixados em conformidade com o artigo 44.º do presente regulamento, bem como uma justificação da forma como estes limites são alinhados pelo perfil de risco do FIA divulgado aos Investidores em conformidade com o artigo 23.º, n.º 4, alínea c), da Diretiva 2011/61/UE;
 - e. As condições, conteúdo, frequência e destinatários das informações comunicadas pela função permanente de gestão dos riscos referida no artigo 39.º.
4. A política de gestão dos riscos deve incluir uma descrição das salvaguardas referidas no artigo 43.º, em especial:
 - a. A natureza dos potenciais conflitos de interesses;
 - b. As medidas corretivas aplicadas;
 - c. As razões pelas quais se pode considerar que as medidas resultarão num funcionamento independente da função de gestão dos riscos;
 - d. O modo como o GFIA pretende garantir que as salvaguardas sejam coerentemente eficazes.
5. A política de gestão dos riscos referida no n.º 1 deve ser adequada face à natureza, dimensão e complexidade das atividades do GFIA e do FIA que gere.

⁴ Inclui responsabilidades e princípios metodológicos para a gestão de riscos

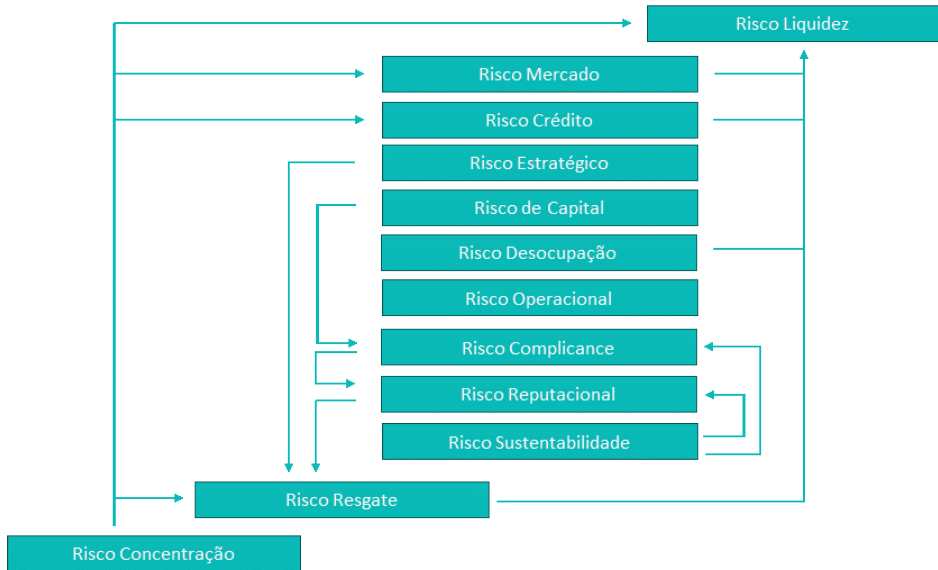
Tabela 1 – Categorias, subcategorias de risco e fontes de risco dos OIA imobiliários⁵

Categoria de Risco	Subcategoria de Risco	Fontes de Risco	Taxonomia dos Riscos
Riscos Financeiros	Risco de Liquidez	<i>Funding</i>	Anexo 1
		Mercado	
	Risco de Crédito ⁶	-	Anexo 2
	Risco de Mercado	Taxa de Juro	Anexo 3
		Taxa de Câmbio	
		Ações	
		Spread	
		<i>Commodities</i>	
		Imobiliário	
	Risco de Desocupação	-	Anexo 4
	Risco de Concentração	-	Anexo 5
	Risco de Capital	-	Anexo 6
	Risco de Resgate (Reembolso)	-	Anexo 7
Riscos Não Finan- ceiros	Risco Estratégico	-	Anexo 8
	Risco Operacional	-	Anexo 9
	Risco Reputacional	-	Anexo 10
	Risco <i>Compliance</i>	-	Anexo 11
	Risco de Sustentabilidade	-	Anexo 12

Saliente-se que os diversos riscos são interdependentes, podendo a interdependência de primeira ordem entre os diversos riscos ser representada pela Figura 2.

⁵ Fonte: elaboração própria.

⁶ Considera-se o risco de contraparte dentro do risco de crédito.

Figura 2 – Interdependência entre os diversos riscos nos OIA imobiliários abertos⁷

Tendo por base a Política de Gestão de Risco (PGR), é necessário definir a Estratégia de Gestão de Riscos (EGR) que corresponde a plano detalhado usado para identificar, caracterizar, avaliar, medir e tratar os riscos, que possam afetar os objetivos dos OIA sob gestão, bem como para proceder à sua monitorização e reporte.

Inclui princípios metodológicos e processos para identificar, avaliar, analisar a sua probabilidade e severidade, priorizá-los, desenvolver medidas de tratamento e monitorizar, continuamente, a eficácia das mesmas.⁸

Assim, importa identificar os fatores de risco materialmente relevantes a que os OIA sob gestão poderão estar sujeitos e que carecem de medição e que serão alvo da imposição de limites.

⁷ Fonte: elaboração própria.

⁸ A Estratégia de Gestão de Risco (EGR) difere da Política de Gestão de Riscos (PGR) na medida em que é mais prática e detalhada, sendo a política mais geral e orientadora.

Identificam-se ainda as métricas de risco aplicadas a cada risco, definindo-se os Indicadores de Risco (IR) quantitativos⁹ e qualitativos¹⁰, os quais devem possuir certas características para serem eficazes e úteis¹¹.

Por outro lado, e para efeitos de processo de decisão e uniformização da análise, importa ainda definir uma escala de risco, associando cada Indicador de Risco (IR) aos valores que estes podem assumir. A título ilustrativo, considere-se a escala de risco expressa na Tabela 2.

⁹ Exemplos de indicadores quantitativos:

- Risco de mercado: variação percentual do valor líquido global (VLG) dos OIC, *Value-at-Risk (VaR)* ou *tracking error* face ao *benchmark*;
- Risco de liquidez: percentagem de ativos líquidos sobre o total da carteira ou prazo médio de liquidação das operações.

¹⁰ Exemplos de indicadores qualitativos:

- Risco operacional: grau de formalização dos processos críticos;
- Risco reputacional: perceção dos *stakeholders* em inquéritos periódicos ou número de menções negativas em meios de comunicação.

¹¹ De entre as quais se destacam as seguintes: a) relevância (devem estar diretamente relacionados aos objetivos e às atividades da organização, refletindo os riscos mais significativos); b) clareza (devem ser claros e compreensíveis para todos os *stakeholders*, evitando ambiguidades); c) mensurabilidade (devem ser quantificáveis, permitindo a coleta de dados objetivos e a comparação ao longo do tempo); d) sensíveis (devem ser capazes de detetar mudanças nas condições de risco rapidamente, permitindo uma resposta ágil); e) confiabilidade (devem basear-se em dados precisos e consistentes, garantindo a confiança nas análises); f) periodicidade (devem ser passíveis de monitorização e atualização regular de forma a refletir as condições atuais e emergentes); g) acessibilidade (devem ser facilmente acessíveis e utilizáveis por aqueles que precisam deles para tomar decisões informadas); h) adaptabilidade (devem ser flexíveis o suficiente para se ajustarem a novas informações e mudanças no ambiente de risco). Essas características ajudam a garantir que os Indicadores de Risco (IR) sejam ferramentas eficazes para a gestão proativa e eficiente dos riscos (COSO, 2017; ISO, 2018).

Tabela 2 – Nível, escala, descrição do risco e tipologia do impacto¹²

Nível de Risco	Escala de Risco	Tipologia do Impacto	Descrição do Risco
Risco Baixo	1	Financeiro	O nível de risco observado não impedirá a capacidade de atingir a missão, metas ou objetivos estratégicos do OIA sob gestão.
Risco Médio	2	Operacional	O nível de risco observado não impedirá substancialmente a capacidade de atingir a missão, metas ou objetivos estratégicos dos OIA sob gestão.
Risco Alto	3	Negócio	O nível de risco observado pode atrasar ou interromper o cumprimento da missão, metas ou objetivos estratégicos do OIA sob gestão.-
Risco Muito Alto	4	Reputacional	O nível de risco observado impedirá significativamente a capacidade de atingir a missão, as metas ou os objetivos estratégicos do OIA sob gestão.
		Outros	

De igual forma na EGR deverão estar identificados, ainda que genericamente, os Testes de Esforço (TE) a considerar para efeitos de simulação, os quais poderão ter duas naturezas distintas: a) Teste de Esforço Direto (TED) e b) Teste de Esforço Inverso (TEI). Refira-se que os Testes de Esforço (TE) poderão, igualmente, ter por base os seguintes cenários:

- a) Cenários Históricos;
- b) Cenários Hipotéticos;
- c) Cenários Probabilísticos.

Tendo por base, a PGR e a EGR, define-se a Política de Appetite ao Risco (PAR) na qual é estabelecida a quantidade e o tipo de risco que os OIA sob gestão estão dispostos a aceitar para atingir os objetivos estratégicos. Esta Política em como objetivo orientar a tomada de decisões em todos os níveis da organização, alinhando as ações com a capacidade de gerir riscos.

A elaboração da Política de Appetite ao Risco (PAR) dos OIA sob gestão segue um processo estruturado em etapas, garantindo coerência com a estratégia, a regulamentação aplicável e as melhores práticas de gestão de riscos:

- Etapas 1 (Aferição da Capacidade de Risco): Consiste na avaliação da capacidade financeira e operacional dos OIA sob gestão para suportar

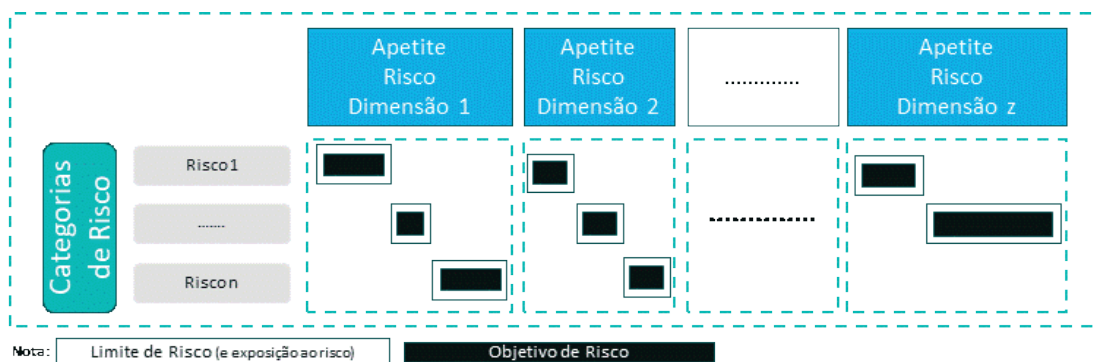
¹² Fonte: elaboração própria.

riscos. Esta análise implica a identificação dos riscos relevantes, bem como dos Indicadores de Risco (IR) a utilizar na sua medição;

- **Etapa 2 (Definição do Apetite ao Risco):** Determina o Nível de Risco (NR) que a SGOIC deve estabelecer para cada um dos OIA sob gestão por forma a alcançar os respetivos objetivos estratégicos. Esta definição deve assegurar a coerência com a Capacidade de Risco (CR) aferida na Etapa 1 e garantir o alinhamento com o Perfil de Risco (PR) dos OIA, tal como divulgado aos investidores. Traduz-se em métricas qualitativas e quantitativas que orientam a tomada de decisão e a gestão operacional;
- **Etapa 3 (Estabelecimento de Limites e Objetivos de Risco):** Com base no Apetite ao Risco (AR) previamente definido para cada OIA, é essencial estabelecer Limites e Objetivos de Risco aplicáveis para cada categoria de risco identificada na Etapa 1.

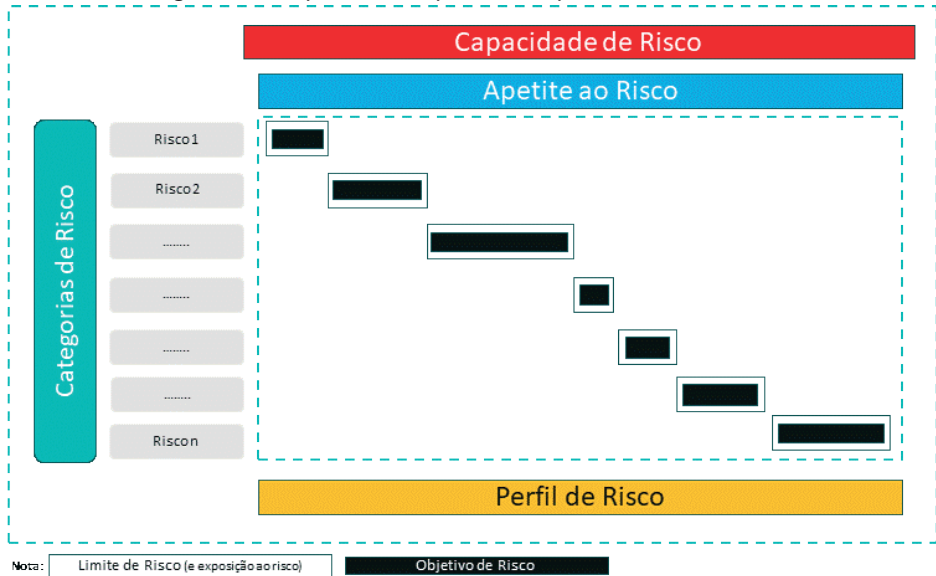
Esta etapa implica a fixação de limites operacionais, métricas de monitorização e níveis de tolerância, garantindo coerência entre o Apetite ao Risco (AR) e a gestão diária – Figura 3.

Figura 3 – Limites e objetivos e risco¹³



Conforme se constata a elaboração da PAR implica a análise da Capacidade de Risco (CR), Apetite ao Risco (AR), Limites de Risco (LR), Limites de Exposição (LE), Objetivos de Risco (OR), bem como o Perfil de Risco (PR) - Figura 4.

¹³ Fonte: elaboração própria.

Figura 4 – Componentes da política de apetite ao riscos (PAR)¹⁴

Após esta definição, importa definir controlos que poderão ser implementados no âmbito dos OIA Imobiliários sob gestão e que, a título ilustrativo, poderão ser os seguintes:

- Políticas para os diferentes riscos: Estabelecimento de políticas rigorosas para manter níveis adequados de exposição aos riscos;
- Mapas Previsionais: Elaboração de informação regular sobre a evolução dos fluxos previsíveis de variáveis que são fontes de risco;
- Monitorização Contínua: Acompanhamento periódico dos Indicadores de Risco (IR), para identificar e responder aos riscos rapidamente.

A PAR concretiza-se operacionalmente através da Declaração de Apetite ao Risco (DAR), a qual corresponde a uma comunicação clara e específica do nível de risco que a SGOIC estabelece para cada os OIA sob gestão, nas diferentes áreas-chave de risco, incluindo riscos financeiros e não financeiros.

A DAR tem como objetivo assegurar que a atividade desenvolvida permanece dentro dos limites de risco definidos para cada tipologia e com o Perfil de Risco (PR) do OIA, tal como previamente divulgado aos Investidores.

¹⁴ Fonte: elaboração própria.

Assim, aprovada a Política de Appetite ao Risco (PAR), importa elaborar, aprovar e comunicar a Declaração de Appetite ao Risco (DAR), documento no qual se define o Nível de Risco (NR) máximo agregado de risco aplicável a cada OIA sob gestão.

As etapas para a sua aprovação e comunicação são as seguintes:

- Etapa 4 (Aprovação da Declaração de Appetite ao Risco): Dada a sua importância, a DAR deverá ser validada em sede de Comitês, caso existam, e aprovada pelo Conselho de Administração (CA), assegurando conformidade com a EGR, a regulamentação aplicável e a estrutura de governação interna;
- Etapa 5 (Comunicação e monitorização da Declaração de Appetite ao Risco): Dada a sua importância, a Declaração de Appetite ao Risco (DAR) deve ser objeto de divulgação interna e, quando aplicável, externa, devendo ainda ser suportada por mecanismos robustos de monitorização contínua, reporte sistemático e revisão periódica, a realizar, no mínimo, com frequência anual ou sempre que ocorram alterações materiais no contexto interno ou externo que possam impactar os OIA sob gestão.

Sintetizando, as etapas do processo de elaboração da PAR bem como de aprovação e comunicação da DAR estão sintetizadas na Figura 5.

Figura 5 – Etapas do processo de elaboração da PAR e da DAR¹⁵



¹⁵ Fonte: elaboração própria.

5.2.2. Operacionalização do processo de gestão de riscos

Definido estrategicamente o Processo de Gestão de Risco, importa desenvolver a componente operacional do mesmo, a qual, por norma, envolve as seguintes etapas:

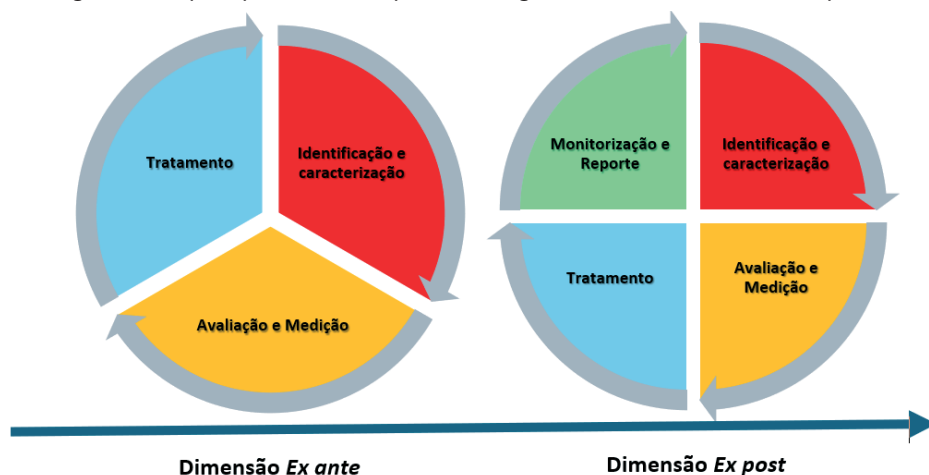
- a) Identificação e caracterização dos riscos;
- b) Avaliação e medição dos riscos;
- c) Tratamento dos riscos;
- d) Monitorização e reporte dos riscos.

Atente-se que o Processo de Gestão de Risco deverá ser abordado em duas dimensões temporais:

- Dimensão *Ex ante*: Avaliação realizada antes da realização de um investimento, arrendamento ou celebração de outros contratos visando identificar, caracterizar, avaliar, medir e, eventualmente, responder aos riscos emergentes que poderão resultar da realização das referidas operações. De igual forma, e no caso dos OIA sob gestão, esta dimensão visa assegurar a compatibilidade das decisões de investimento ou arrendamento com a estratégia de investimento e os objetivos dos OIA sob gestão, bem como o Perfil de Risco (PR) do OIA;
- Dimensão *Ex post*: Avaliação regular realizada ao OIA sob gestão visando identificar, caracterizar, avaliar e medir e responder ao conjunto de riscos existentes (no Balanço e fora deste), incluindo ainda uma componente de monitorização e reporte dos riscos.

A configuração da operacionalização do Processo de Gestão de Risco tendo em consideração as duas dimensões temporais e as etapas descritas, podem ser sintetizadas na Figura 6.

Figura 6 – Etapas operacionais do processo de gestão de risco (Dimensão temporal)¹⁶



5.2.2.1. IDENTIFICAÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DOS RISCOS

No âmbito da Etapa 1, importa identificar os principais riscos atuais e emergentes a que os OIA sob gestão estão, ou poderão vir a estar, expostos, bem como a sua caracterização, ou seja, as causas e efeitos que lhes estão associados.

A identificação dos riscos deve ser feita em primeira instância pela primeira linha de defesa, sendo depois analisada mais em detalhe pela segunda linha de defesa, podendo decorrer da atividade diária de cada uma destas unidades, de exercícios de autoavaliação, da realização de reuniões de trabalho sobre os processos ou de análises qualitativas e quantitativas acerca de eventos efetivos ou potenciais, ou ainda de atividades de controlo pontuais realizadas pela segunda linha de defesa.

Uma vez que existe uma grande variedade de riscos, o processo de identificação dos mesmos necessita de ser robusto e detalhado.

Depois da identificação dos principais riscos, dever-se-á proceder à sua catalogação de acordo com as categorias e subcategorias de risco definidas na Taxonomia de Riscos¹⁷.

¹⁶ Fonte: elaboração própria.

¹⁷ Taxonomia de riscos corresponde a um entendimento uniforme das definições de categorias de riscos materiais e dos seus principais conceitos/fatores de risco.

Por outro lado, a caracterização de riscos, como processo de descrever detalhadamente os riscos identificados, incluindo suas causas, natureza e possíveis efeitos, envolve compreender a origem do risco, a probabilidade de sua ocorrência e o impacto potencial caso ele se materialize.

Refira-se que este processo ajuda a definir a gravidade e a prioridade dos riscos, facilitando a elaboração de estratégias de resposta eficazes.

Neste contexto, a caracterização de risco assenta na elaboração da denominada Matriz de Riscos (MR), a qual corresponde a uma ferramenta de gestão que ajuda a identificar, avaliar e priorizar riscos e que se materializa numa tabela que cruza duas variáveis, a saber:

- **Probabilidade:** Quantifica a possibilidade de um determinado evento ocorrer;¹⁸
- **Impacto (severidade):** Refere-se ao efeito ou consequência de um determinado evento sendo medido tendo por base um Indicador de Risco (IR).¹⁹

Por outro lado, tendo por base os resultados dos Indicadores de Risco (IR), importa classificar o impacto (severidade) medido pela utilização dos supramencionados indicadores, numa escala de risco harmonizada, tal como expresso na Tabela 2.²⁰

5.2.2.2. AVALIAÇÃO E MEDIÇÃO DOS RISCOS

Após concluída a etapa de identificação e caracterização de todos os riscos relevantes para a atividade dos OIA sob gestão, procede-se à avaliação e medição dos riscos – Etapa 2.

Esta etapa do Processo de Gestão de Risco corresponde a um processo mais quantitativo que visa avaliar a magnitude dos riscos identificados.²¹ Isso

¹⁸ Mede a percentagem de vezes que um determinado evento ocorre num conjunto de observações. Pode ser medida com base em informação histórica ou em distribuições estatísticas teóricas, que alimentam modelos de previsão, na experiência e/ou na intuição da pessoa responsável pela avaliação de risco.

¹⁹ Estes indicadores têm como objetivo a deteção atempada de riscos potencialmente adversos, a que os OIA sob gestão possam estar expostos, bem como a avaliação da sua frequência e impacto. O impacto pode ser medido, nomeadamente, a nível financeiro, operacional, de negócio ou reputacional.

²⁰ Refira-se que a conjugação da probabilidade do evento com a severidade do mesmo (traduzida numa escala de risco harmonizada, tal como descrito na Tabela 2), se traduzirá num Nível de Risco (NR) numa escala contínua entre 1 e 4, pelo que importa converter essa escala contínua numa escala discreta de forma a apurar o Nível de Risco (NR) de acordo com a escala discreta supramencionada.

²¹ De acordo com o artigo 45.º n.º 1 do Regulamento Delegado (231/2013), “os GFIA devem adotar mecanismos,

inclui, nomeadamente:

- Quantificação: Uso de métricas para medir a probabilidade e o impacto dos riscos (*i.e.*, Indicadores de Risco);
- Testes de Esforço e Modelação de Cenários: Simulação de diferentes cenários para entender como os riscos podem afetar o Balanço sob várias condições.

Refira-se que a avaliação e medição dos riscos (Etapa 2), está intimamente ligada com a caracterização dos riscos efetuada na Etapa 1.

5.2.2.3. ETAPA 3 - TRATAMENTO DOS RISCOS

O tratamento²² a dar aos diferentes riscos poderá assumir um dos seguintes formatos:

- Aceitação do Risco (*Risk Retention*): Decisão consciente de não intervir sobre o risco identificado, assumindo-o como parte integrante da atividade;
- Mitigação do Risco (*Risk Reduction*): Implementação de medidas destinadas a reduzir a probabilidade de ocorrência e/ou o impacto dos riscos;
- Transferência do (*Risco Risk Sharing/Transfer*): Adoção de medidas com vista à transferência dos riscos para entidades terceiras;

processos e técnicas adequados e eficazes a fim de: a) identificar, medir, gerir e acompanhar a todo o momento os riscos a que os FIA que gere estão ou podem vir a estar expostos; b) assegurar a conformidade com os limites fixados em conformidade com o artigo 44.º. De igual forma, o n.º 2 prevê que “os mecanismos, processos e técnicas referidos no n.º 1 devem ser proporcionados à natureza, dimensão e complexidade das atividades do GFIA e de cada um dos FIA que gere e devem ser coerentes com o perfil de risco do FIA, tal como divulgado aos Investidores em conformidade com o artigo 23.º n.º 4, alínea c), da Diretiva 2011/61/UE”. Por outro lado, o n.º 3 prevê que “para efeitos do n.º 1, o GFIA deve tomar as seguintes medidas em relação a cada um dos FIA por si geridos: a) estabelecer os mecanismos, processos e técnicas de medição de risco necessários para garantir que os riscos das posições adquiridas e a sua contribuição para o perfil de risco geral sejam avaliados rigorosamente com base em dados sólidos e fiáveis e que os mecanismos, processos e técnicas de medição do risco sejam adequadamente documentados; b) realizar periodicamente testes retroativos para apreciação da validade dos mecanismos de medição do risco que incluam estimativas e previsões baseadas em modelos; c) realizar periodicamente testes de esforço e análises de cenários adequados em relação aos riscos decorrentes de eventuais alterações das condições de mercado que possam prejudicar o FIA; d) garantir que o nível atual de risco está em conformidade com os limites de risco fixados em conformidade com o artigo 44.º; e) estabelecer, aplicar e manter procedimentos adequados que, em caso de ultrapassagem efetiva ou prevista dos limites de risco do FIA, permitam a tomada de medidas corretivas em defesa dos interesses dos Investidores; f) garantir que existam sistemas e procedimentos adequados de gestão da liquidez para cada FIA em conformidade com os requisitos estabelecidos no artigo 46.º”.

²² Este termo é usado nos padrões internacionais de gestão de risco, como a ISO 31000 (2018), e refere-se ao processo de selecionar e implementar medidas para modificar o risco.

- Eliminação do Risco (*Risk Avoidance*): Supressão total dos riscos mediante a supressão dos fatores que lhe dão origem.

No âmbito do tratamento dos riscos, e caso se adote o formato de Mitigação do Risco, as medidas a adotar, preferencialmente enquadradas no âmbito de um plano de ação, visam evitar crises, ou seja, reduzir a probabilidade de ocorrência de eventos negativos (*i.e.*, Medidas Preventivas) ou responder de forma eficaz caso os mesmos venham a ocorrer, ou seja, reduzir o impacto desses eventos (*i.e.*, Medidas Corretivas).

Neste contexto, as medidas de Mitigação do Risco que poderão ser implementadas no âmbito dos OIA sob gestão, de natureza preventiva ou corretiva, são os seguintes:

- Medidas Preventivas (*Ex Ante*): Consiste em medidas que podem ser utilizadas em condições normais ou de tensão no mercado. O objetivo destas medidas é tratar os Investidores/Participantes de forma justa, assegurando que os restantes Investidores/Participantes não fiquem numa posição e desvantagem;
- Medidas Corretivas (*Ex Post*): Medidas implementadas após a ocorrência de um evento indesejado, com o objetivo de corrigir os efeitos e, idealmente, eliminar a causa raiz para evitar recorrência.

5.2.2.4. ETAPA 4 - MONITORIZAÇÃO E REPORTE DE RISCOS

A gestão de riscos tem na monitorização e reporte um dos seus pilares fundamentais – Etapa 4.

Com efeito, as atividades de monitorização e reporte de riscos permitem assegurar que as pessoas que dirigem efetivamente a SGOIC, ou nela desempenham outras funções essenciais delegadas, têm em conta as informações comunicadas no âmbito do Sistema de Gestão de Riscos (SGR), no seu processo de tomada de decisão.

Adicionalmente, a monitorização e reporte permitem garantir que todos os riscos materiais que os OIA sob gestão se encontram expostos se mantêm dentro dos limites definidos, não afetando significativamente os OIA sob gestão e os seus Participantes ou Investidores.

Assim, para assegurar o cumprimento dos limites de risco e das políticas e procedimentos de gestão definidos, bem como garantir a sua eficácia e

adequação face à atividade da organização, a SGOIC implementa mecanismos específicos de monitorização da gestão de riscos. Estes mecanismos permitem identificar falhas ou fragilidades no processo, fornecendo ao Conselho de Administração (CA) e aos Colaboradores relevantes informação essencial para suportar decisões estratégicas e operacionais.

Neste contexto, é essencial adotar controlos²³ que consistem em processos ou mecanismos destinados a monitorizar e controlar a gestão dos riscos, garantindo que a atividade decorre conforme planeado e dentro dos parâmetros estabelecidos, minimizando assim a exposição ao risco.²⁴ Um dos mecanismos definidos pela SGOIC, para este efeito, é a monitorização dos Indicadores de Risco (IR).

Importa referir que o cumprimento das medidas e planos de mitigação definidos durante a avaliação dos riscos materiais deverá ser objeto de monitorização contínua pelas áreas de controlo (segunda linha de defesa).

Adicionalmente, a SGOIC assegura o registo sistemático de eventos de perda, incluindo a sua natureza, causa, impacto financeiro e medidas corretivas adotadas. Este registo constitui uma ferramenta essencial para a análise de tendências, identificação de áreas críticas e melhoria contínua do Sistema de Gestão de Riscos (SGR), permitindo reforçar a prevenção e a mitigação de riscos futuros.

Por fim, e na medida em que o *disclosure* de informação é essencial para uma adequada gestão de riscos, importa desenvolver mecanismos de reporte adequados.

Saliente-se que o propósito do reporte de risco é facilitar a sua monitorização, providenciando a informação necessária para analisar os riscos existentes e potenciais a que os OIA sob gestão estão, ou poderão vir a estar, expostos.

Neste sentido, a SGOIC deverá dispor de um conjunto de reportes que a seguir se indicam:

- a. Reporte Interno: Consiste nos relatórios produzidos pelas áreas de

²³ Os controlos visam minimizar a probabilidade de ocorrência de eventos negativos em matéria de risco.

²⁴ O processo de monitorização do Sistema de Gestão de Riscos (SGR), incluindo estratégias, processos e procedimentos, será realizado pelas áreas de controlo e gestão de riscos, de forma contínua e integrada nas operações normais dos OIC sob gestão. Este processo poderá ser complementado por avaliações periódicas ou extraordinárias conduzidas pela Auditoria Externa ou pelo Conselho Fiscal (CF).

controlo e gestão de riscos, que são enviados para o órgão de administração (*i.e.*, Conselho de Administração) e comités, se aplicável. Os mesmos devem ter uma periodicidade definida e incluem informação relevante relacionada com a atividade desenvolvida no âmbito da gestão de risco da SGOIC, bem como a monitorização efetuada neste âmbito (nomeadamente ao nível dos Indicadores de Risco);

- b. Reporte Externo: Inclui o conjunto dos relatórios que as áreas de controlo e gestão de riscos produzem e enviam para entidades externas, em particular para o Supervisor, que resultem de obrigações legais relacionadas com a Função de Gestão de Riscos (FGR) ou de outros reportes que retratem a posição de risco dos OIA sob gestão.

6. CONCLUSÃO

A gestão de riscos nas Sociedades Gestoras de Organismos de Investimento Coletivo (SGOIC) que gerem Organismos de Investimento Alternativo (OIA) Imobiliários, revela-se um processo multidimensional e dinâmico, essencial para garantir a resiliência, a proteção dos investidores e a sustentabilidade dos OIA Imobiliários num contexto de crescente complexidade regulatória e volatilidade macroeconómica.

O quadro conceptual e metodológico desenvolvido neste artigo evidencia que a robustez dos Sistemas de Gestão de Riscos (SGR) depende da integração de mecanismos quantitativos e qualitativos, da clareza na definição de políticas e limites, e da capacidade de adaptação às especificidades dos ativos imobiliários, marcados por baixa liquidez e ciclos de valorização prolongados.

A adoção das melhores práticas internacionais, aliada ao cumprimento rigoroso das exigências regulatórias nacionais e europeias, permite às SGOIC identificar, medir, tratar, monitorizar e reportar eficazmente os riscos materiais, promovendo uma cultura organizacional orientada para a transparência, a responsabilidade e a maximização intertemporal da rendibilidade ajustada ao risco.

A centralidade da Função de Gestão de Riscos (FGR), a segregação de funções e a implementação de Modelos de Governo baseados em linhas de defesa reforçam a capacidade das sociedades gestoras para enfrentar os riscos tradicionais, bem como os riscos emergentes de sustentabilidade, reputacionais e de *compliance*.

Em suma, a gestão de riscos nos OIA Imobiliários exige uma abordagem holística e evolutiva, capaz de antecipar vulnerabilidades, responder a eventos

adversos e alinhar os interesses dos Participantes com os objetivos estratégicos dos OIA sob gestão.

Importa, ainda, destacar que o quadro metodológico e conceptual apresentado no presente artigo, não tem por objetivo apresentar uma solução exaustiva para todas as realidades do setor. Ao contrário, a regulamentação europeia confere centralidade ao princípio da proporcionalidade no desenho e implementação dos Sistemas de Gestão de Riscos (SGR). Não há uma abordagem única (*"one size fits all"*) para todos os modelos legais e operacionais, devendo, nesse sentido, as medidas, políticas e ferramentas serem sempre ajustadas à estrutura, dimensão e complexidade da sociedade gestora e dos OIA sob gestão.

O desenvolvimento contínuo de políticas, processos e ferramentas de gestão de riscos será determinante para assegurar a confiança dos Investidores e a estabilidade do setor, num mercado em constante transformação.

ANEXO 1 – RISCOS LIQUIDEZ DOS OIA IMOBILIÁRIOS

O Risco de Liquidez (RL)²⁵ corresponde à possibilidade de perda resultante da existência de um *mismatch* entre dimensão e/ou maturidade dos ativos e passivos traduzida na incapacidade dos OIA em cumprir as suas obrigações financeiras nos prazos contratualmente previstos, com destaque para os que possam afetar os direitos dos participantes ou acionistas.²⁶

O Risco de Liquidez (RL) nos OIA imobiliários, pode dividir-se em duas tipologias em função da sua origem:

- Risco de Liquidez de Funding (RLF): Possibilidade de perda resultante da impossibilidade de se obter recursos (*i.e.*, subscrições, endividamento ou aumento de capital), ou de os obter em tempo razoável e sem

²⁵ Em matéria de gestão de risco, o RL assume particular relevância, principalmente nos OIA Imobiliários abertos. Nesse sentido, entende-se que deverá dar um especial enfoque a este risco uma vez que ao próprio quadro legal aplicável às SGOIC é particularmente exigente nesta matéria. A este propósito, ver secção 4 do capítulo III do Regulamento Delegado (231/2013) e art.º 50 do RRGa.

²⁶ Considere um OIA Imobiliário aberto que tem de pagar resgates aos participantes no dia t no valor de €10 milhões. No entanto, a maior parte dos seus ativos está aplicada em imóveis, que não são líquidos. Para gerar liquidez, o OIA vendeu um edifício no montante de €8 milhões de euros, mas a liquidação da venda só ocorre no dia $t+2$, data em que o comprador transfere os fundos. Admitindo que a disponibilidade imediata de liquidez do OIA é de apenas €2 milhões em caixa, o OIA não consegue cumprir integralmente os pagamentos no dia t , porque existe um *mismatch* de maturidade entre os ativos (imóveis com liquidação lenta) e os passivos (resgates imediatos), gerando-se um *gap* de liquidez negativo de €8 milhões.

- custos acrescidos face aos comparáveis de mercado;²⁷
- Risco de Liquidez de Mercado (RLM): Possibilidade de perda resultante da incapacidade em vender cada um dos seus ativos imobiliários (ou outros), ou de proceder ao reembolso, no caso das aplicações financeiras, em tempo razoável e sem perda substancial de valor.²⁸

ANEXO 2 – RISCOS DE CRÉDITO DOS OIA IMOBILIÁRIOS

O Risco de Crédito (RC) corresponde à possibilidade de perda financeira decorrente do incumprimento de obrigações financeiras por parte de uma entidade (seja cliente, arrendatário, mutuário, investidor ou contraparte contratual). Este risco não se limita ao incumprimento efetivo na medida em que inclui também situações de deterioração da qualidade creditícia, mesmo que não haja falha imediata no cumprimento das obrigações.²⁹

Dentro deste universo, destaca-se o Risco de Contraparte, um subtipo específico de Risco de Crédito que surge em transações bilaterais, especialmente envolvendo instrumentos financeiros tais como derivados (*i.e.*, *swaps*, *forwards*, opções), acordos de recompra (repos) ou empréstimos de títulos.

O risco de contraparte também pode abranger obrigações não financeiri-

²⁷ Considere um OIA Imobiliário aberto que tem ativos ilíquidos (imóveis) e depende de subscrições regulares para financiar novas aquisições e cobrir despesas correntes. O mercado imobiliário entra em crise, os Investidores ficam receosos e cancelam subscrições. Ao mesmo tempo, o OIA tem compromissos para concluir a compra de um imóvel e pagar fornecedores. O OIA tenta obter financiamento bancário, mas as condições pioraram (taxas mais altas, exigência de garantias adicionais) e o processo demora semanas, enquanto os pagamentos são urgentes. Em consequência, o OIA terá de se financiar a uma taxa de juro acima das taxas normais de mercado para não ter de vender ativos imobiliários rapidamente (com desconto) ou suspender resgates, gerando perda para os Participantes e impacto reputacional potencial.

²⁸ Um OIA Imobiliário aberto tem uma obrigação urgente de pagar €5 milhões aos participantes que solicitaram resgate. O OIA tenta obter financiamento junto de um banco para evitar vender ativos, mas o crédito é recusado devido a restrições de mercado. Sem alternativa, o OIA decide vender um dos seus imóveis, avaliado em €10 milhões. Contudo, como precisa de liquidez imediata, aceita uma proposta de €8 milhões, ou seja, um desconto de 20% sobre o valor de mercado. O OIA sofre uma perda substancial de valor (€2 milhões) para conseguir liquidez rapidamente. Este cenário ilustra o RLM, pois a venda ocorreu em condições desfavoráveis devido à urgência e falta de compradores dispostos a pagar o preço justo.

²⁹ Um OIA Imobiliário aberto arrenda parte dos seus imóveis a uma grande empresa de retalho Z. Essa empresa tem um contrato de arrendamento de longo prazo, pagando €100.000 por mês. Durante uma crise económica, a empresa Z não entra em incumprimento imediato, mas as agências de *rating* reduzem a sua classificação de BBB para CCC, sinalizando uma forte deterioração da qualidade creditícia. Como consequência o OIA percebe que há maior probabilidade de incumprimento futuro e o valor de mercado do imóvel arrendado cai, porque os Investidores consideram o risco do inquilino. Se o OIA tentar vender esse ativo, terá de aceitar um preço inferior ao esperado. Este é um exemplo de Risco de Crédito (RC), que pode ampliar o RLM, dado que apesar de não ter havido falha no pagamento das rendas, uma vez que a deterioração da qualidade creditícia do arrendatário, gera uma perda potencial (redução do valor do ativo e aumento do risco).

ras associadas a contratos bilaterais, como a entrega de bens, prestação de serviços ou cumprimento de cláusulas operacionais.

O risco de contraparte pode assumir duas formas principais:

- *Pre-settlement Risk*: Risco de incumprimento antes da liquidação da transação, durante o período em que a exposição está aberta;³⁰
- *Settlement Risk*: Risco de incumprimento no momento da liquidação, ou seja, após uma das contrapartes já ter recebido a sua parte da transação.³¹

Importa ainda sublinhar que o incumprimento pode ser temporário, que corresponderá a um atraso no pagamento ou entrega, ou definitivo, associado à falência ou recusa definitiva da obrigação por parte de umas das contrapartes.

O Risco de Crédito (RC) pode ampliar o Risco de Liquidez de Mercado (RLM).

ANEXO 3 – RISCOS DE MERCADO DOS OIA IMOBILIÁRIOS

O Risco de Mercado (RM) corresponde à possibilidade de perda resultante de alterações adversas no valor ou na volatilidade das variáveis de mercado, tais como taxas de juro, taxas de câmbio, preços de ações, *spreads* de crédito, preços de *commodities* e preços dos ativos imobiliários, que afetam diretamente o valor dos ativos e passivos que compõem o património dos OIA Imobiliário.

O Risco de Mercado (RM) pode-se dividir em vários sub-riscos em função da fonte de risco:

- **Risco da Taxa de Juro**: Possibilidade de perda em resultado da sensibilidade do ativo ou passivo dos OIA a variações no nível ou volatilidade das taxas de juro;³²

³⁰ O OIA Imobiliário Alfa celebra um contrato de *swap* de taxa de juro com o Banco Beta para proteger-se contra variações nas taxas de financiamento de um projeto de construção. Durante os 12 meses do contrato, as taxas caem e a posição do OIA fica com um valor positivo de €1,5 milhões. Se, antes da data de liquidação, o Banco Beta entrar em insolvência devido a dificuldades financeiras no seu portfólio, o OIA não conseguirá receber esse valor, mesmo que o contrato ainda não tenha sido liquidado. O incumprimento ocorre antes da liquidação, enquanto a exposição está aberta.

³¹ O OIA Imobiliário X vende um edifício comercial à Sociedade Imobiliária Y por €20 milhões. A Sociedade Imobiliária Y deve transferir €20 milhões para o OIA Imobiliário X que, por sua vez, deve entregar o imóvel. No dia da liquidação, o OIA Imobiliário X entrega o imóvel pela manhã. A Sociedade Imobiliária Y declara falência antes de transferir os €20 milhões. O OIA Imobiliário X já cumpriu a sua parte, mas não recebe o pagamento. O incumprimento ocorre no momento da liquidação, após uma das partes já ter cumprido.

³² O OIA Imobiliário aberto “Ventura” detém um portfólio de escritórios em Lisboa, arrendados a empresas

- **Risco Cambial:** Possibilidade de perda em resultado da sensibilidade do ativo ou passivo dos OIA a variações no nível ou volatilidade da taxa de câmbio;³³
- **Risco de Ações:** Possibilidade de perda em resultado da sensibilidade do ativo ou passivo dos OIA a variações no nível ou volatilidade dos preços das ações;³⁴
- **Risco de *Spread*:** Possibilidade de perda em resultado da sensibilidade do ativo ou passivo dos OIA a variações na volatilidade dos spreads de crédito.³⁵
- **Risco *Commodities*:** possibilidade de perda em resultado da sensibilidade do ativo ou passivo dos OIA a variações no nível ou volatilidade dos preços das *commodities*;³⁶

com contratos de longo prazo. O valor dos imóveis é calculado com base no valor presente das rendas futuras, descontadas por uma taxa que reflete o custo de capital e o risco do mercado. Sabe-se que os fluxos esperados de rendas são de €5 milhões por ano durante 15 anos, que o valor estimado do portfólio é de cerca de €55 milhões, valor este que foi calculado tendo por base uma taxa de desconto inicial de 4%. Agora, o Banco Central Europeu (BCE) decide aumentar as taxas diretoras para conter a inflação, e as taxas de juro de mercado sobem para 6%. Com esta subida, a taxa de desconto usada pelo avaliador também aumenta para 6%, reduzindo o valor presente dos fluxos para cerca de €48 milhões. Em resultado da subida das taxas de juro, o OIA vê o seu valor líquido cair €7 milhões, afetando o preço das unidades de participação e a rentabilidade dos Investidores.

³³ Um OIA Imobiliário aberto sediado na zona euro contrai um empréstimo de 1 milhão de dólares norte-americanos, sem recorrer a qualquer instrumento de cobertura cambial. À data da contratação, a taxa de câmbio é de 1,1 USD por cada €, o que equivale a um valor de cerca de €909 mil. No entanto, ao fim de um ano, o euro desvaloriza, de tal forma que com €1 compra-se apenas 1 USD, obrigando o OIA Imobiliário a desembolsar €1 milhão para reembolsar o montante em dólares. Esta variação cambial traduz-se numa perda de aproximadamente €91 mil, ilustrando o impacto negativo que a exposição não coberta ao risco cambial pode ter sobre a rentabilidade do OIA.

³⁴ Um OIA Imobiliário aberto decide investir parte da sua liquidez em ações de empresas de uma sociedade imobiliária cotada, com o objetivo de diversificar e potenciar a rentabilidade. No entanto, uma correção nos mercados acionistas, provocada por expectativas negativas sobre a atividade económica, leva a uma queda significativa no valor dessas ações. Como resultado, o OIA regista uma perda no valor dos seus ativos financeiros, afetando negativamente o valor da unidade de participação e a rentabilidade dos Investidores. Este exemplo ilustra como a exposição a ações, mesmo num OIA com vocação imobiliária, pode introduzir risco adicional associado à volatilidade dos mercados bolsistas.

³⁵ Um OIA Imobiliário aberto detém obrigações emitidas por empresas do setor imobiliário com classificação de crédito intermédia. Num contexto de deterioração das condições económicas ou aumento da perceção de risco no setor, os *spreads* de crédito associados a essas obrigações alargam-se significativamente. Mesmo que as taxas de juro sem risco se mantenham estáveis, o valor de mercado desses títulos desce, refletindo o maior prémio de risco exigido pelos Investidores. Esta desvalorização traduz-se numa perda para o OIA, ilustrando como a sensibilidade aos *spreads* de crédito pode afetar negativamente a valorização dos ativos, mesmo sem incumprimento por parte dos emissores.

³⁶ Um OIA Imobiliário aberto possui ativos diretamente expostos ao setor da construção, como empreendimentos em fase de desenvolvimento. Uma subida acentuada nos preços de *commodities* essenciais, tais como o aço, cimento ou madeira, encarece os custos de construção, atrasando obras e reduzindo as margens de rentabilidade esperadas. Mesmo sem deter diretamente contratos futuros ou posições em mercados de matérias-primas, o OIA sofre uma perda indireta devido à sensibilidade dos seus ativos às variações dos preços das *commodities*, ilustrando como este risco pode afetar negativamente o desempenho de OIA Imobiliários.

- **Risco Imobiliário:** possibilidade de perda resultante de alterações em variáveis do mercado imobiliário, nomeadamente nos índices de preços de mercado dos imóveis (por razões de natureza económica, social ou geográfica), com impacto direto no valor dos ativos imobiliários dos OIA.³⁷

O Risco de Mercado (RM) pode ampliar o Risco de Liquidez (RM).

ANEXO 4 – RISCO DE DESOCUPAÇÃO DOS OIA IMOBILIÁRIOS

O Risco de Desocupação (RD) corresponde à possibilidade de perda associada à desocupação de um dado imóvel e ao tempo que decorre até à sua colocação no mercado de arrendamento ou de venda, com os custos inerentes e sem rendimentos associados.³⁸

O Risco de Desocupação (RD) pode ampliar o Risco de Liquidez (RL).³⁹

ANEXO 5 – RISCO DE CONCENTRAÇÃO DOS OIA IMOBILIÁRIOS

O Risco de concentração (RCON) corresponde à possibilidade de perda resultante da existência de um número reduzido de fontes de rendimento da

³⁷ O OIA Imobiliário aberto “Tejo” detém um conjunto de apartamentos premium em Lisboa, avaliados trimestralmente para determinar o valor líquido do OIA. O avaliador utiliza o método de comparáveis de mercado, que consiste em analisar transações recentes de imóveis semelhantes (mesma tipologia, localização, área e estado de conservação) para estimar o valor justo dos ativos do OIA. Inicialmente os comparáveis de mercado indicam preços médios de €6.000/m² estimando-se um valor para a carteira de €60 milhões. Entretanto uma desaceleração económica e aumento do desemprego reduzem a procura por imóveis de luxo. novas transações na mesma zona passam a ocorrer a valores médios de €5.200/m², refletindo uma queda de cerca de 13% nos preços. O avaliador ajusta os valores dos imóveis do OIA com base nos novos comparáveis. Valor do portfólio desce para €52 milhões. Investidores sofrem desvalorização das unidades de participação. O risco imobiliário manifesta-se porque os preços de mercado (captados pelos comparáveis) caíram, afetando diretamente a avaliação dos ativos do OIA.

³⁸ Um OIA Imobiliário aberto possui um edifício de escritórios arrendado a uma empresa multinacional. No final do contrato, a empresa decide não renovar, deixando o imóvel desocupado. Durante os meses seguintes, o OIA enfrenta custos fixos com manutenção, segurança e impostos, sem gerar qualquer rendimento. Além disso, o processo de encontrar um novo inquilino exige tempo e despesas adicionais com marketing e eventuais obras de adaptação. Esta situação traduz-se numa perda efetiva para o OIA, ilustrando o risco de desocupação e o impacto que a ausência de rendimento pode ter na rentabilidade e valorização dos ativos imobiliários. Admitindo que o edifício de escritórios foi avaliado em €5 milhões e que estava arrendado por €25.000/mês. O inquilino rescinde o contrato e o imóvel fica vazio durante 12 meses. Esta situação gerou uma perda de receita de €300.000 (€25.000 × 12), sem que os custos gerais tivessem diminuído (*e.g.*, manutenção, segurança e impostos). Por outro lado, os Investidores percebem um maior risco pelo que o preço de venda pode cair para €4,7 milhões.

³⁹ Se o OIA imobiliário aberto precisar vender rapidamente para gerar caixa, terá dificuldade porque: a) o imóvel desocupado é menos atrativo; b) pode ser necessário aceitar um desconto significativo (*ex.*: vender por €4,5 milhões).

atividade, nomeadamente as referentes às rendas dos imóveis, bem como, no caso dos OIA Imobiliários abertos, da existência de um número reduzido de Participantes com capacidade de resgatar um volume significativo de unidades de participação.⁴⁰

O Risco de Concentração (RCON) pode ampliar o Risco de Liquidez (RL), Risco de Mercado (RM), Risco de Crédito (RC) e Risco de Resgate (RR).

ANEXO 6 – RISCO DE CAPITAL DOS OIA IMOBILIÁRIOS

O Risco de Capital (RCAP) corresponde à possibilidade de perda decorrente da insuficiência de recursos próprios do OIA para absorver variações adversas no valor dos ativos imobiliários ou cumprir obrigações financeiras, incluindo resgates dos participantes, sem comprometer os limites prudenciais e a continuidade da atividade. Este risco está associado à estrutura de capital e à capacidade de manter o rácio de endividamento dentro dos parâmetros regulamentares e dos Documentos Constitutivos.⁴¹

O Risco de Capital (RCAP) pode ampliar o Risco de *Compliance* (RCOM).

ANEXO 7 – RISCO DE RESGATE DOS OIA IMOBILIÁRIOS

O Risco de Resgate (RR) corresponde à possibilidade de perda resultante de um movimento acentuado de resgates resultado, nomeadamente, de uma performance relativa desfavorável dos OIA face a outros produtos financeiros con-

⁴⁰ Um OIA Imobiliário aberto detém apenas três imóveis comerciais, todos arrendados a empresas do setor da restauração. Esta concentração setorial e geográfica torna o OIA vulnerável a choques específicos, como uma crise no setor ou alterações regulatórias que afetem diretamente os inquilinos. Simultaneamente, o OIA possui um número reduzido de Participantes, sendo que dois deles detêm mais de 60% das unidades de participação. Caso um destes Investidores decida resgatar uma parte significativa da sua posição, o OIA poderá enfrentar dificuldades de liquidez e ser forçado a vender ativos em condições desfavoráveis. Este exemplo evidencia como a concentração, tanto ao nível dos ativos como dos participantes, pode amplificar os riscos e comprometer a estabilidade do OIA.

⁴¹ Um OIA Imobiliário aberto opera com um rácio de alavancagem (dívida/ativo) próximo do limite regulamentar de 25%. Se ocorrer uma reavaliação negativa dos ativos — por exemplo, devido à queda dos preços no mercado imobiliário — o valor contabilístico dos imóveis diminui, fazendo com que o rácio de alavancagem ultrapasse o limite permitido. Esta situação revela uma insuficiência de capital próprio para absorver a perda, obrigando o OIA a adotar medidas corretivas, como venda forçada de ativos ou amortização antecipada de dívida, frequentemente em condições desfavoráveis.

Refira-se que no caso dos OIA Imobiliários abertos, o rácio de endividamento é um limite regulatório, mas o risco de capital não é apenas “não cumprir o limite”; é ficar numa posição em que o OIA não tem margem para choques e pode estar em incumprimento por falta de capital próprio. Portanto, incumprir o rácio é Risco de *Compliance* (RCOM) enquanto estar excessivamente alavancado e vulnerável a quedas no valor dos ativos é Risco de Capital (RCAP).

correntes.⁴² Este risco está intimamente associado aos OIA Imobiliários Abertos.

O Risco de Resgate (RR), pode ampliar o Risco de Liquidez (RL).

ANEXO 8 – RISCO ESTRATÉGICO DOS OIA IMOBILIÁRIOS

O Risco Estratégico (RE) corresponde à possibilidade de perda decorrente de decisões estratégicas inadequadas ao Perfil de Risco (PR) dos OIA Imobiliários, da deficiente implementação dessas decisões ou da incapacidade de resposta a alterações no meio envolvente ou no ambiente de negócios dos OIA Imobiliários.⁴³

O Risco Estratégico (RE), pode ampliar o Risco de Liquidez (RL) e o Risco de Resgate (RR).

ANEXO 9 – RISCO OPERACIONAL DOS OIA IMOBILIÁRIOS

O Risco Operacional (RO) corresponde à possibilidade de perda resultante de falhas ou inadequação dos processos internos⁴⁴, sistemas⁴⁵ ou pessoas⁴⁶

⁴² Um OIA Imobiliário aberto possui um património líquido de €500 milhões tendo uma carteira de imóveis comerciais e residenciais, com baixa liquidez (processo de alienação demorado). Possui ainda disponibilidade de caixa de €20 milhões (para gerir resgates normais). O OIA apresenta rentabilidade anual de 2%, enquanto OIA concorrentes oferecem 5%. Em consequência cerca de 15% das unidades de participação são resgatadas (equivalente a €75 milhões). O OIA tem apenas €20 milhões de liquidez, precisando de gerar €55 milhões adicionais. Como os imóveis são pouco líquidos, o gestor tenta vender rapidamente um edifício avaliado em €60 milhões. Para acelerar a venda, aceita um desconto de 10%, vendendo por 54 milhões de euros, gerando uma perda adicional de €6 milhões.

⁴³ Um OIA Imobiliário aberto tem como estratégia principal investir em imóveis comerciais *premium* em Lisboa e Porto, com contratos de arrendamento de longo prazo. O gestor decide diversificar rapidamente para imóveis turísticos no Algarve, acreditando numa recuperação forte do turismo. Para isso, vende dois edifícios de escritórios (ativos estáveis) e compra hotéis e apartamentos turísticos. Esta decisão gera pelo menos três problemas. Em primeiro lugar, o OIA tinha Investidores conservadores que esperavam rendimentos estáveis. Agora, está exposto a sazonalidade e volatilidade do turismo. Em segundo lugar, após a aquisição, ocorre uma queda inesperada no turismo internacional devido a restrições ambientais e aumento de taxas aeroportuárias. Por fim, o OIA não tinha experiência na gestão de ativos turísticos, conduzindo a um aumento dos custos operacionais e a uma ocupação baixa. Em consequência, a rentabilidade do OIA cai de 4% para 2%, os Investidores perdem confiança aumentando os pedidos de resgate, sendo que para gerar liquidez, o OIA tenta vender os ativos turísticos, mas estes são menos líquidos obrigando a vender os imóveis com desconto. Assim, o Risco Estratégico (RE) decorreu de uma decisão mal alinhada com o perfil do OIA e da incapacidade de reagir a mudanças externas, gerando perdas diretas e indiretas (via Risco de Resgate e Risco de Liquidez).

⁴⁴ Um OIA Imobiliário não atualiza atempadamente os contratos de arrendamento com cláusulas de revisão de renda. Como resultado, perde receitas potenciais durante vários meses, por não refletir a inflação nos valores cobrados. Esta falha processual afeta diretamente a rentabilidade do OIA.

⁴⁵ Um erro no sistema informático de gestão leva ao envio incorreto de notificações de pagamento aos inquilinos, gerando confusão e atrasos nos recebimentos. A falha tecnológica compromete o fluxo de caixa do OIA e exige intervenção manual para corrigir os dados, com custos adicionais.

⁴⁶ Um colaborador responsável pela avaliação patrimonial insere dados errados num relatório trimestral,

ou, ainda, de eventos externos aos OIA Imobiliários ⁴⁷. Neste contexto, destacam-se as perdas que podem decorrer de falhas na segurança ou deficiente construção dos imóveis detidos pelos OIA Imobiliários.

ANEXO 10 – RISCO REPUTACIONAL DOS OIA IMOBILIÁRIOS

O Risco Reputacional (RREP) corresponde à possibilidade de perda decorrente duma perceção negativa da imagem do OIA Imobiliário (ou dos seus Participantes, Banco Depositário ou Entidade Comercializadora) – fundamentada ou não – por parte dos reguladores, analistas financeiros, investidores, órgãos de imprensa ou pela opinião pública em geral.⁴⁸

O Risco Reputacional (RREP) pode ampliar o Risco de Resgate (RR) e, consequentemente, o Risco de Liquidez (RL) dos OIA Imobiliário.

ANEXO 11 – RISCO DE COMPLIANCE DOS OIA IMOBILIÁRIOS

O Risco de *Compliance* (RCOM) corresponde à possibilidade de perda materializado pela ocorrência de perdas financeiras, ou de outra natureza, resultantes do incumprimento de leis, regulamentos ou compromissos contratuais a que os OIA Imobiliário estão obrigados.

Inclui-se aqui o incumprimento do normativo relativamente ao Branqueamento de Capitais e Financiamento do Terrorismo (BCFT).⁴⁹

sobrestimando o valor de um imóvel. O erro é detetado apenas após a divulgação aos participantes, afetando a credibilidade do OIA e exigindo uma correção pública com impacto reputacional para o OIA.

⁴⁷ Um OIA Imobiliário aberto possui vários ativos comerciais em zonas urbanas. Durante uma forte tempestade, acompanhada de inundações, um dos edifícios sofre danos estruturais significativos. Embora o imóvel esteja segurado, o processo de avaliação e indemnização é demorado, e o OIA enfrenta custos imediatos com reparações, perda de rendas e atrasos na reocupação do espaço. Este evento externo — imprevisível e fora do controlo do OIA — gera perdas operacionais e evidencia a vulnerabilidade da atividade a riscos ambientais e climáticos.

⁴⁸ Um OIA Imobiliário aberto é mencionado num artigo de imprensa que denuncia alegadas irregularidades na avaliação de imóveis e na atribuição de contratos de gestão. Embora a informação não seja confirmada e o OIA esteja em conformidade legal, a perceção negativa gerada entre Investidores e analistas financeiros leva a uma onda de resgates e à suspensão temporária da comercialização de novas unidades de participação. Esta reação, baseada na reputação e não em factos comprovados, afeta a liquidez e a estabilidade do OIA, ilustrando como o risco reputacional pode ter consequências reais, mesmo quando não há infrações formais.

⁴⁹ Um OIA Imobiliário aberto procede ao arrendamento de um dos seus imóveis comerciais a uma entidade recém-criada, sem realizar a devida verificação de antecedentes (*world-check*) nem aplicar os procedimentos exigidos pela legislação de prevenção do Branqueamento de Capitais e Financiamento do Terrorismo (BCFT). Meses depois, surgem suspeitas de que essa entidade está envolvida em atividades ilícitas, levando as autoridades a investigar o caso. O OIA é chamado a prestar esclarecimentos e pode enfrentar sanções por incumprimento das obrigações legais de *compliance*. Além das potenciais perdas financeiras, o OIA sofre danos reputacionais e operacionais, ilustrando como a negligência no cumprimento das normas pode gerar

O Risco de *Compliance* (RCOM) pode ampliar o Risco Reputacional (RREP).

ANEXO 12 – RISCO DE SUSTENTABILIDADE DOS OIA IMOBILIÁRIOS

O Risco de Sustentabilidade (RS) corresponde à possibilidade de perda resultante da ocorrência de um acontecimento ou condição de natureza ambiental⁵⁰, social⁵¹ ou de governação⁵² suscetível de provocar um impacto significativo direto no valor dos ativos ou dos passivos dos OIA Imobiliários ou, indiretamente, através dos arrendatários ou prestadores de serviços dos OIA Imobiliários.

Inclui-se aqui o risco de *greenwashing* (i.e., ações que visam transmitir a ideia de que os imóveis ou as operações são ecoeficientes, ambientalmente corretos, resultam de processos sustentáveis, entre outros).⁵³

O Risco de Sustentabilidade (RS) pode ampliar o Risco de *Compliance* (RCOM) e o Risco de Reputacional (RREP).

BIBLIOGRAFIA

ANDONOV, A., EICHHOLTZ, P., & KOK, N.. (2015). Intermediated investment management in private markets: Evidence from pension fund investments in real estate.

riscos significativos.

⁵⁰ Um OIA Imobiliário aberto detém um edifício industrial arrendado a uma empresa que, por negligência, permite o despejo de águas residuais diretamente para a via pública, violando normas ambientais. Após denúncias de moradores e fiscalização das autoridades, o imóvel é alvo de sanções ambientais e obrigações de reabilitação. O OIA, como proprietário, é responsabilizado solidariamente, enfrentando custos inesperados com obras de correção, multas e perda de valor do ativo. Este exemplo mostra como um acontecimento de natureza ambiental, mesmo causado por terceiros, pode gerar perdas significativas para o OIA e comprometer a sua sustentabilidade.

⁵¹ Um dos imóveis do OIA Imobiliário aberto é arrendado a uma empresa que, posteriormente, é envolvida em escândalos laborais por práticas abusivas com os seus trabalhadores. A associação indireta do OIA Imobiliário a essa entidade gera críticas públicas e pressão por parte dos Investidores institucionais, afetando a reputação e a atratividade do OIA junto de novos participantes.

⁵² Um OIA imobiliário aberto é gerido por uma sociedade gestora que não divulga adequadamente os critérios ESG utilizados na seleção dos ativos, nem os processos de decisão em matéria de sustentabilidade. Uma auditoria revela falta de transparência e ausência de mecanismos de controlo interno eficazes, o que leva a sanções regulatórias e à perda de confiança dos Investidores. Este exemplo mostra como falhas de governação podem comprometer a credibilidade e o desempenho do OIA.

⁵³ Um OIA Imobiliário aberto promove os seus ativos como “ecoefficientes” e “sustentáveis”, destacando certificações ambientais e práticas de gestão energética. No entanto, uma auditoria independente revela que vários imóveis não cumprem os critérios anunciados, e que as certificações estão desatualizadas ou foram atribuídas com base em critérios pouco rigorosos. A divulgação pública desta informação gera críticas por parte da imprensa e dos Investidores, que acusam o OIA de *greenwashing*. O impacto reputacional e a possível intervenção regulatória resultam em perdas financeiras e na deterioração da confiança dos participantes, ilustrando como a sustentabilidade mal gerida pode transformar-se num risco material.

- Journal of Financial Markets*, 22, 73–103. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2014.12.002>
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. (2011). *Principles for the sound management of operational risk*. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/bcbs195.htm>
- COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CMVM). Regulamento n.º 7/2023 - Regulamento do Regime da Gestão de Ativos. Diário da República Eletrónico, 2023. <https://www.cmvm.pt/PIInstitucional/Content?Input=4D8C7CF7E-CED299F01536AD78A2F1B3CEFCF82EC6E31A8FAB1508847E7CDFFD7EBB026E-2D02E0182E0F37D59678E1AD>
- COMISSÃO EUROPEIA (CE). Regulamento Delegado (UE) n.º 231/2013, de 19 de dezembro de 2012, que complementa a Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho relativamente às normas técnicas de regulamentação para a gestão dos Organismos de Investimento Alternativo. Jornal Oficial da União Europeia, L 83, 27.3.2013, pp. 1–75. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32013R0231>
- COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (COSO). (2017). *Enterprise Risk Management—Integrating with Strategy and Performance*. COSO.
- DIRECTIVE 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers (AIFMD). *Official Journal of the European Union*.
- DIRECTIVE 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS). *Official Journal of the European Union*.
- DECRETO-LEI n.º 27/2023, de 28 de abril. Aprova o Regime da Gestão de Ativos (RGA). *Diário da República*, 1.ª série, n.º 83, 28 de abril de 2023. <https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/decreto-lei/27-2023-212379454>.
- EICHHOLTZ, P., KOK, N., & YÖNDER, E. (2021). Sustainability and financial performance: Evidence from the global real estate investment trust (REIT) sector. *Journal of International Money and Finance*, 119, 102489. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102489>.
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA). (2023). *Risk exposures in EU securities markets and investment funds*. <https://www.esma.europa.eu/>
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA). (2025). *Guidelines on liquidity management tools (LMTs) of UCITS and open-ended AIFs*. ESMA. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA34-1985693317-1160_Final_Report_on_the_Guidelines_on_LMTs_of_UCITS_and_open-ended_AIFs.pdf
- INREV. (2020). *INREV Guidelines: Governance and Liquidity*. INREV.
- HO, K. (2022). Liquidity risk management in real estate funds: Lessons from recent market stress. *Journal of Property Investment & Finance*, 40(2), 123–140. <https://doi.org/10.1108/JPIF-10-2021-0082>.

- INSTITUTE OF INTERNAL AUDITORS (IIA). (2013). *The Three Lines of Defense in Effective Risk Management and Control*. IIA.
- INSTITUTE OF INTERNAL AUDITORS (IIA). (2020). *The Three Lines Model*. IIA.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). (2014). *Risk management in financial institutions*. <https://www.imf.org/>
- INTERNATIONAL ORGANIZATION FOR STANDARDIZATION (ISO). (2018). *ISO 31000:2018 Risk management—Guidelines*. ISO. <https://www.iso.org/standard/65694.html>
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). (2018). *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*. IOSCO. <https://www.iosco.org/>
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). (2023). *Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of Liquidity Risk Management*. IOSCO. <https://www.iosco.org/>
- LING, D. C., NARANJO, A., & SCHEICK, B. (2020). Redemption risk, liquidity management, and mutual fund performance: Evidence from real estate funds. *Journal of Financial Economics*, 138(2), 477–499. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.05.013>
- MORGAN STANLEY REAL ESTATE INVESTING RESEARCH TEAM (Morgan Stanley). (2015). *Views from the Observatory: Real estate portfolio risk management and monitoring*. Morgan Stanley Real Estate Investing.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). (2015). *G20/OECD principles of corporate governance*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- PARLAMENTO EUROPEU & CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA. (2011). Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de organismos de investimento alternativo. *Jornal Oficial da União Europeia*, L 174, 1–73. <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>
- PARLAMENTO EUROPEU & CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA. (2024). Diretiva (UE) 2024/927 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de março de 2024, que altera as Diretivas 2011/61/UE e 2009/65/CE no que respeita aos regimes de delegação, gestão do risco de liquidez, reporte de supervisão, prestação de serviços de depositário e custódia e originação de empréstimos por fundos de investimento alternativos. *Jornal Oficial da União Europeia*, L 2024/927, 26.3.2024. <http://data.europa.eu/eli/dir/2024/927/oj>
- WORLD BANK. (2016). *Risk management in the financial sector: A practitioner's guide*. <https://www.worldbank.org/>