

FINANÇAS ISLÂMICAS
ESTRUTURAÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO
CASO COMPARATIVO DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

João Safara

Projecto de Mestrado
em Gestão

Orientador:
Professor Doutor Mohamed Azzim Gulamhussen, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School,
Departamento
de Finanças

Novembro 2009

"Plans are only good intentions unless they immediately degenerate into hard work"

Peter Drucker (1995)

"Everyone has this impression that Islamic finance is this pot of money with nothing better to do than just to throw money at everything. But that is far from the truth. Islamic investors are sophisticated people who know the market, know where spreads are. It is a misconception that it is easy to get money from there."

Arul kandasamy (2008)

Resumo

O tema principal deste projecto é o sistema financeiro Islâmico. Para estar em consonância com a Lei Islâmica, os agentes económicos Islâmicos criaram um sistema financeiro com produtos e técnicas alternativas ao sistema financeiro convencional.

A elaboração deste projecto foi baseada tanto na revisão de literatura internacional, como também na análise de exemplos práticos e reais de operações de finanças Islâmicas.

Neste projecto, procura-se esclarecer os mecanismos e as formas de estruturar operações financeiras Islâmicas, comparando-as ao sector financeiro convencional. A introdução de um caso prático visa analisar através de um modelo financeiro a constituição de um fundo de investimento imobiliário domiciliado em Portugal assente nas regras da Lei Islâmica *versus* um fundo de investimento imobiliário convencional domiciliado em Portugal.

Neste trabalho expõem-se também estruturas de *Corporate Governance* para o desenvolvimento dos produtos financeiros Islâmicos, focando pontos importantes como o *Moral Hazard* e a Teoria da Agência

Classificação JEL: G15, O16

Palavras-Chave: *Islamic Finance, Shariah, Corporate Governance, Islamic investment funds*

Abstract

The main subject of this project is Islamic financial system. In order to meet the Islamic Law purposes, Islamic economic agents have created a specific financial system comprising of products and technical alternatives to the conventional financial system.

In the implementation of this project both the international literature revision and practical examples and current operations were important analytical tools.

This project aims to clarify the mechanisms and the ways of structuring Islamic financial operations, comparing them to the conventional financial sector. The case study aims to analyse through a financial model, the constitution of a Portuguese real estate investment fund based on the rules of Islamic law *versus* the Conventional financial system.

In this project, the Corporate Governance structures for the development of Islamic financial products are presented, in which important matters such as Moral Hazard and Agency Theory are highlighted.

JEL Classification: G15, O16

Keywords: Islamic Finance, Shariah, Corporate Governance, Islamic investment funds

Agradecimentos

Apesar de na capa deste trabalho figurar o nome de um autor, a realização do mesmo só foi possível graças à amizade, à dedicação e ao esforço directamente e indirectamente de outras pessoas, nomeadamente a minha família.

De igual modo não esquecerei, e por isso também faço questão de agradecer pessoalmente às pessoas que partilharam comigo informação, experiências e ambições sobre o tema, que são um verdadeiro oásis num deserto que é Portugal no que diz respeito às Finanças Islâmicas:

- Senhora Dra. Alexandra Rebelo
- Senhor Dr. Arifo Amadá
- Senhor Dr. Jorge Figueiredo
- Senhor Dr. Mohamed Iqbal
- Senhor Dr Ricardo Pereira
- Senhor Professor Doutor Rui Alpalhão

Gostaria de ter um agradecimento pessoal ao Senhor Professor Doutor Mohamed Azzim Gulamhussen que além de orientador, me disponibilizou informação relevante para o trabalho e com quem tive a oportunidade de reflectir sobre as questões delicadas das Finanças Islâmicas.

Em termos académicos, dirijo os meus agradecimentos às instituições que me deram toda a formação superior, e claro em especial ao Instituto Militar dos Pupilos do Exército.

Finalmente, agradeço aos que me acompanharam, ajudaram e ensinaram nestes últimos anos.

Índice

1 – Introdução.....	1
1.1 – Islamic Finance: Opening the window.....	1
1.2 – Sobre o tema e o Título.....	2
1.3 – Plano do Trabalho para discussão.....	3
1.4 – Responsabilidades.....	4
2 - Introdução ao Islão.....	5
2.1 - Principais conceitos.....	5
2.2 - A Shariah.....	6
2.3 - Principais Princípios das Finanças Islâmicas.....	9
2.4 - Impacto das Proibições nas Finanças Islâmicas.....	11
2.5 - Contratos Shariah.....	12
2.6 - Shariah Board.....	15
2.7 - O desenvolvimento das Finanças Islâmicas.....	16
2.8 - A Banca Islâmica nos dias de hoje.....	19
3. - Estruturas de Islamic Finance.....	26
3.1 Introdução.....	26
3.2 -Contas Correntes (Current account).....	32
3.3 - Contratos de Partnership.....	33
3.3.1 - <i>Mudaraba</i>	33
3.3.2 - <i>Musharaka</i>	37
3.4 - Murabaha.....	41
3.5 - Ijara.....	48
4- Organismos de investimento Colectivo Islâmicos.....	51
4.1 - Introdução.....	51
4.2 - Sukuk.....	52
4.2.1 - <i>Sukuk al-Mudaraba</i>	54
4.2.2 - <i>Sukuk al-Musharaka</i>	56
4.2.3 - <i>Sukuk al-Ijara</i>	57
4.2.4 - <i>Rating</i>	59
4.2.5 - Distribuição.....	60
4.2.6 - Exemplos Práticos.....	61
4.3 - Os Fundos de Investimento.....	64
4.3.1 - Introdução.....	64
4.3.2 - <i>Equity Funds</i>	66
4.3.3 - Private Equity Funds.....	69
4.3.4 – Real Estate.....	74
4.3.4.1 – Private equity real estate fund.....	75
4.3.4.2 - Estruturas REITs.....	79
4.3.4.2.1 - Islamic REIT.....	82
5 – Caso Prático.....	87
6 - Corporate Governance.....	103
7 - Desafios e Tendências.....	107
7.1 - Desafios.....	107
7.1.1 - Harmonização.....	108
7.1.2 - Fiscalidade.....	109
7.1.3 - Inovação.....	110
7.1.4 - Skills.....	111
7.2 - Tendências.....	113

8 - Conclusões	117
9 - Bibliografia	119

Índice de Figuras

Figura 2.1 – Estrutura do Islão	5
Figura 2.2 - Localização geográfica das principais Escolas de Direito Islâmico.....	8
Figura 2.3 – Evolução histórica dos produtos financeiros Islâmicos.....	17
Figura 2.4 – Preço médio do crude e o PIB total nominal nos países do GCC.....	18
Figura 2.5 – Preço médio do crude e o <i>current account balances</i> nos países do GCC	18
Figura 2.6 – Preço médio do crude e o Total M1 nos países do GCC	19
Figura 2.7 – Estimativa da População Muçulmana no final de 2008.....	20
Figura 2.8 – População Muçulmana Mundial, por percentagem	20
Figura 2.9 – Principais <i>Hubs</i> de <i>Islamic Finance</i>	21
Figura 2.10 – Activos globais Islâmicos por país	22
Figura 2.11 – Activos globais Islâmicos por país e tipo de intermediário financeiro.....	22
Figura 2.12 – Número de Intermediários Financeiros Islâmicos em países Ocidentais Ano – 2007.....	24
Figura 3.1 – Principais contratos de operações financeiras de Finanças Islâmicas	28
Figura 3.2 Origens e Aplicações de Fundos de um Intermediário Financeiro Islâmico	30
Figura 3.3 Exemplo de um Balanço e Demonstração de Resultados de um intermediário financeiro Islâmico.....	31
Figura 3.4 – Estrutura tipo de contrato <i>Mudaraba</i>	35
Figura 3.5 – Estrutura de contrato <i>Musharaka</i>	38
Figura 3.6 – Estrutura de contrato <i>Diminishing Musharaka</i>	40
Figura 3.7 – Estrutura de contrato <i>Murabaha</i>	42
Figura 3.8 – Estrutura de contrato <i>Murabaha</i> (1º passo)	43
Figura 3.9 – Estrutura de contrato <i>Murabaha</i> (2º passo)	44
Figura 3.10 – Estrutura de contrato <i>Murabaha</i> (3º passo).....	44
Figura 3.11 – Estrutura de contrato <i>Tawarruq</i>	46
Figura 3.12 – Estrutura de contrato <i>Ijara</i>	50
Figura 4.1 – Estrutura tipo de um <i>Sukuk al-Mudaraba</i>	55
Figura 4.2 – Estrutura tipo de um <i>Sukuk al-Musharaka</i>	56
Figura 4.3 – Estrutura tipo de um <i>Sukuk al-Ijara</i>	58
Figura 4.4 – Emissões <i>Sukuk</i> de 2001 a 2007, nível global.....	61
Figura 4.5 – Ficha Técnica – <i>Saxony Sukuk</i>	62
Figura 4.6 – Ficha Técnica – <i>MBB Sukuk</i>	62
Figura 4.7 – Ficha Técnica – <i>East Cameron Sukuk</i>	63
Figura 4.8 – Distribuição da Classe de activos dos fundos de investimento	65
(Dez. 2008).....	65
Figura 4.9 – Distribuição Geográfica de domiciliação por número de fundos Islâmicos (1º Trimt.2009)	65
Figura 4.10 – Regras utilizadas na triagem dos Índices Islâmicos.....	68
Figura 4.11 – Processo de investimento por um <i>Islamic Private Equity Fund</i>	71
Figura 4.12 – Estrutura tipo de um <i>Islamic Private Equity Fund</i>	73
Figura 4.13 – Características dos principais tipos de fundos imobiliários.....	76
Figura 4.14 – Estruturação do <i>Al'-Aqar KPJ healthcare REIT</i>	85
Figura 5.1 – Nº de inquilinos.....	89
Figura 5.2 – Áreas totais (m2).....	89
Figura 5.3 – Rendas Totais mensais (m2, euros)	90
Figura 5.4 – Valor Total das Rendas (em euros).....	90
Figura 5.5 -Valor de mercado (em euros)	90
Figura 5.6 – Condomínio valor mensal (em euros).....	90

Figura 5.7 – Custos de manutenção	91
Figura 5.8 – Comissões e outros custos	91
Figura 5.9 – Impostos.....	93
Figura 5.10 – Índices de actualização de rendas	94
Figura 5.11 – Custo de capital.....	96
Figura 5.12 – Rendibilidade exigida pelos investidores	96
Figura 5.13 – Dados do mercado	97
Figura 5.14 - Beta não alavancado	97
Figura 5.15 – Beta alavancado	98
Figura 5.16 – Evolução das taxas forward	99
Figura 5.17 – Evolução das taxas de juro do empréstimo.....	100
Figura 5.18 – Resumo do modelo de avaliação – cenário FIIF <i>Shariah</i> Investidor Qualificado	100
Figura 5.19 – Resumo do modelo de avaliação – cenário FIIF <i>Shariah</i> Investidor Não Qualificado	101
Figura 5.20 – Resumo do modelo de avaliação – cenário FIIF Convencional Investidor Qualificado.....	101
Figura 5.21 – Resumo do modelo de avaliação – cenário FIIF Convencional Não Investidor Qualificado	102
Figura 5.22 – Resumo dos principais resultados do modelo de avaliação – cenário <i>Shariah</i> vs cenário convencional.....	102
Figura 6.1 – Estrutura tipo de <i>Corporate Governance</i> num Intermediário Financeiro Islâmico	106
Figura 7.1 – Instituições de Ensino Islâmico por país.....	112

1 – Introdução

1.1 – Islamic Finance: Opening the window

A última década assistiu a um crescimento notável, silencioso e fortemente robusto de um segmento da indústria financeira, de seu nome *Islamic Finance*.

A tendência aponta para que crescimento seja ainda mais forte e global do que na última década, uma vez que a Banca Islâmica tem-se expandido para países de maioria não Muçulmana.

As Finanças Islâmicas tornaram-se imparáveis na nova filosofia de mercado. Para tal contribuiu a revolução tecnológica geradora de profundas alterações na vivência das pessoas, com a diferenciação de exigências e respectivos nichos associados ao crescente aumento da concorrência ligada à abertura de novos mercados. Tais factos, associado a um maior interesse por valores, negócios éticos e também a uma política económica baseada numa política de globalização conduziram a uma maior proliferação das Finanças Islâmicas.

O referido crescimento não se traduziu unicamente na criação de Bancos, Sociedades Financeiras, *advisers* e restantes *players* do mercado, mas também na vertente de formação e de literatura.

Pelo mundo fora, existem inúmeras Universidades e Institutos de formação que têm programas específicos ou então cadeiras de *Islamic Finance* nos seus cursos de Licenciatura e de *MBA*.

Até à data, o mercado financeiro Português ainda não olhou com atenção para *Islamic Finance*. Tal facto, deve-se não só à falta de informação, como também à existência de uma pequena comunidade Muçulmana em Portugal que não permite ter um mercado eficiente de retalho. No mercado Português ainda existe desconfiança e preconceito profundo a um sistema financeiro baseado em leis religiosas e por último, este ainda é tradicionalmente “apaixonado” por *debt* e mais avesso a produtos de *equity*, como os que decorrem da aplicação dos princípios de *Islamic Finance*.

Foi com este panorama nacional inóspito, que me propus a apresentar este trabalho, para que haja uma peça em Português, que explique os princípios, as operações e as estruturações das Finanças Islâmicas.

Uma questão chave ou mesmo de sobrevivência para os *players* do mercado Financeiro, é a busca constante de novos padrões comerciais e de novos veículos de investimento com vista a acompanhar a concorrência, angariar novos clientes, melhorar a sua *performance*, reduzir os custos, melhorar a qualidade, em suma, com vista à liderança do mercado.

O trabalho que proponho visa uma contribuição para quem numa óptica de investidor ou de um gestor de um fundo de investimento necessite de conhecer as Finanças Islâmicas e os seus veículos permitidos para efectuar adequadamente os seus investimentos e respectiva estruturação.

1.2 – Sobre o tema e o Título

Nunca o tradicional foi tão desafiado, nunca o investimento nos mercados internacionais foi tão fácil, nunca a incorporação de um veículo foi tão fácil e tão rápida, nunca um activo foi tão fácil de ser comprado, nunca existiu tanta partilha de informação.

Como tal, é neste sentido que este trabalho surge e se ocupará. Ao longo deste trabalho tentarei demonstrar os vários tipos de veículos de financiamento e de investimento das Finanças Islâmicas que se desenvolvem pelo “mundo Islâmico” e as especificidades que todos os potenciais interessados têm que interiorizar se quiserem fazer parte deste elo da Indústria financeira.

Neste trabalho, em alguns casos, compara-se as Finanças e a Banca Islâmica com as Finanças e a Banca Convencional. No contexto deste trabalho, o termo “convencional” não está associado a conservadorismo e uma apetência por baixo risco, mas sim à indústria financeira que não está regida pelos princípios Islâmicos.

Este trabalho permite comparar a estruturação dos fundos de investimento em Portugal com as estruturas apresentadas no trabalho e apresentar as oportunidades que podem existir para os gestores portugueses no *fund raising* com produtos mais direccionados e especializados. É objectivo também apresentar aos investidores portugueses novas portas de investimento com a finalidade da diversificação do risco.

Para concluir esta breve nota introdutória, resta-me referir que a escolha do título recaiu sobre o fundamento do trabalho e que na medida do possível fosse também uma forma de revelar o conteúdo, a preferência recaiu para as palavras – Estruturação e Produtos de investimento imobiliário, palavras essas que são chave para este trabalho.

1.3 – Plano do Trabalho para discussão

Este trabalho é composto por um conjunto de oito capítulos, que correspondem a outros tantos momentos da reflexão: Introdução ao Islão (Capítulo II), Estruturas de *Islamic Finance* (Capítulo III), Organismos de investimento colectivo Islâmico (Capítulo IV), Caso Prático (Capítulo V), *Corporate Governance* (Capítulo VI), Desafios e Tendências (Capítulo VII) e finalmente as Conclusões (Capítulo VIII).

Neste contexto, o trabalho inicia-se com algumas justificações sobre o tema e o título escolhido. De seguida apresentam-se os princípios gerais do Islão, a relação entre a religião e as finanças, os princípios fundamentais das Finanças Islâmicas, as respectivas relações contratuais e a Banca Islâmica nos dias de hoje.

A apresentação de estruturas financeiras para operações de produtos financeiros Islâmicos, dão corpo ao Capítulo III. No Capítulo IV são relatadas e analisadas as várias estruturas para organismos de investimento colectivo que são permitidas nas Finanças Islâmicas. No Capítulo V é analisado e comparado um fundo de investimento imobiliário com regras Islâmicas em Portugal *versus* um fundo de investimento imobiliário convencional em Portugal.

No Capítulo VI são analisadas as problemáticas do *Corporate Governance*, da transparência e do respectivo relato financeiro. No Capítulo VII são expostas as tendências e os desafios das

Finanças islâmicas no futuro e por último no Capítulo VIII são apresentadas as principais conclusões.

1.4 – Responsabilidades

Toda a informação foi analisada cuidadosa e criteriosamente, mas o conteúdo do trabalho é meramente académico e não pretende dar conselhos profissionais sobre optimização financeira e fiscal.

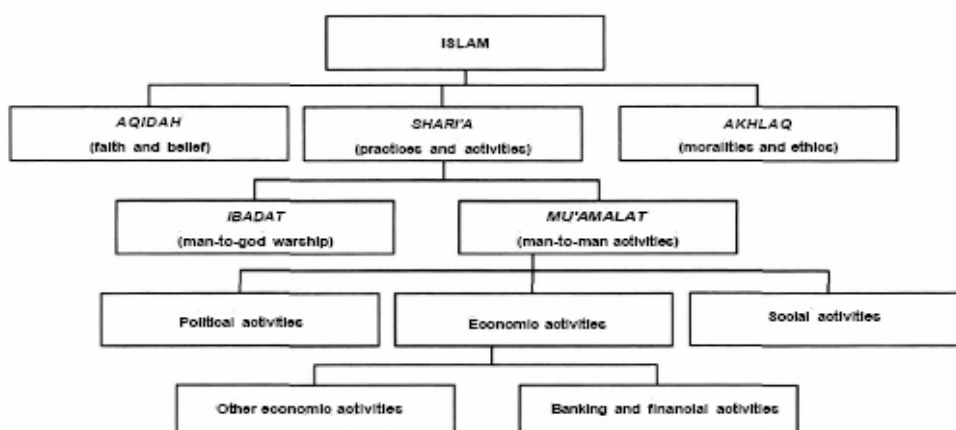
2 - Introdução ao Islão

2.1 - Principais conceitos

Para compreender e interpretar as Finanças Islâmicas é necessário compreender as bases do Islamismo.

O Islão, ao contrário do Cristianismo e do Judaísmo, não é uma religião de leis, mas sim uma religião com lei (www.IslamHouse.com, 2009). A lei Islâmica, usualmente chamada de *Shariah*, não faz meramente parte do Islão, mas sim, a essência do mesmo, pode-se mesmo dizer, a razão da sua existência. Razão, essa que fez Deus – Allah – através dos seus arcanjos e anjos, (o mais importante foi o Anjo Gabriel), comunicasse com o Profeta Mohammad para fazer as Revelações da *Shariah*, o meio de todos os Muçulmanos obterem a “Salvação” (Smith, 2005).

Figura 2.1 – Estrutura do Islão



Fonte: Thomas *et. Al.* (2005)

Como se identifica pela figura 2.1, o Islão tem três elementos base:

- *Aqidah* (Fé e Crença) – A crença religiosa do Islão assenta: no Deus Allah, nos seus Profetas e Mensageiros, nos seus Anjos, nos seus livros enviados por Deus, na Ressurreição e no Destino Divino;
- *Alhaq* (Ética e Moral) – A relação dos seres humanos entre eles e de estes com Deus deve ser pautada pela ética, pela moralidade, consideração, paciência e compaixão;

- *Shariah* (Actividades e Práticas) – A *Shariah* é a Lei Divina revelada nos Livros enviados por Deus e nas *Sunnah* do Profeta Muhammad. A *Shariah* comanda os aspectos práticos do dia a dia dos Muçulmanos, sendo dividida pela *Muamalat*, que determina as regras das finanças, banca e do comércio, e pela *Ibadah*, que indica as obrigações de adoração a Deus.

2.2 - A *Shariah*

No mundo ocidental a *Shariah* não é considerada como um sistema legal, não existindo qualquer reconhecimento legal por tais regras que regulam a vida dos Muçulmanos entre si, os direitos e obrigações com Deus e as próprias relações com pessoas que não são Muçulmanos.

Shariah, significa o “caminho” que um Muçulmano terá que percorrer nas suas relações com Deus, mas também traça o seu caminho em sociedade junto da sociedade Islâmica e nas suas actividades profissionais, económicas, financeiras e bancárias (Thomas *et al.*, 2005).

As fontes *da Shariah* por ordem hierárquica são as seguintes:

- Livros enviados por Deus;
- A *Sunna*;
- *Ijtihad e Fiqh*.

As *Sunnah*, são definidas como as práticas e ensinamentos do Profeta Muhammad, isto é, os meios que o Profeta Muhammad conseguiu ensinar o Islão. Esses ensinamentos estão guardados em muitos livros, tais como: *Bukhari, Sahih Muslim, Sunan An-Nasai, Sunan Attirmidhi, Sunan Ibn Majah, e Sunan Abu Daud*, que perfazem um corpo de lei islâmica e directivas divinas para Muçulmanos em todo o mundo (Hayes *et al.*, 1998).

As *Ijtihad e Fiqh*, que literalmente significa conhecimento, são a interpretação dos livros enviados por Deus e das *Sunnas* por Juristas Muçulmanos e *Scholars*, isto é, a jurisprudência sobre os principais princípios Islâmicos (Hayes *et al.*, 1998).

Contudo, a comunidade Islâmica nunca teve uma convergência de opiniões sobre algumas práticas e interpretações. Como indica Smith (2005), o Islamismo não é monolítico, existem divisões.

Em termos históricos, a grande divisão ocorreu após a morte do Profeta Muhammad em 632, em que uma parte de comunidade Islâmica acreditava que o sucessor seria escolhido através de linhagem, e como tal, o futuro líder seria o primo e genro do Profeta Muhammad, Ali Ibn Abu Talib. Contudo tal não aconteceu, pois uma corrente apoiada pelos companheiros do Profeta, elegeram um novo Califa, de seu nome Abu Bakr. Esta divisão de opiniões sobre o novo líder, levou a uma guerra de poderes (incluindo o assassinato dos dois líderes) e subsequentes constantes mudanças na liderança da comunidade (Thomas *et al.*, 2005; Ayub, 2007).

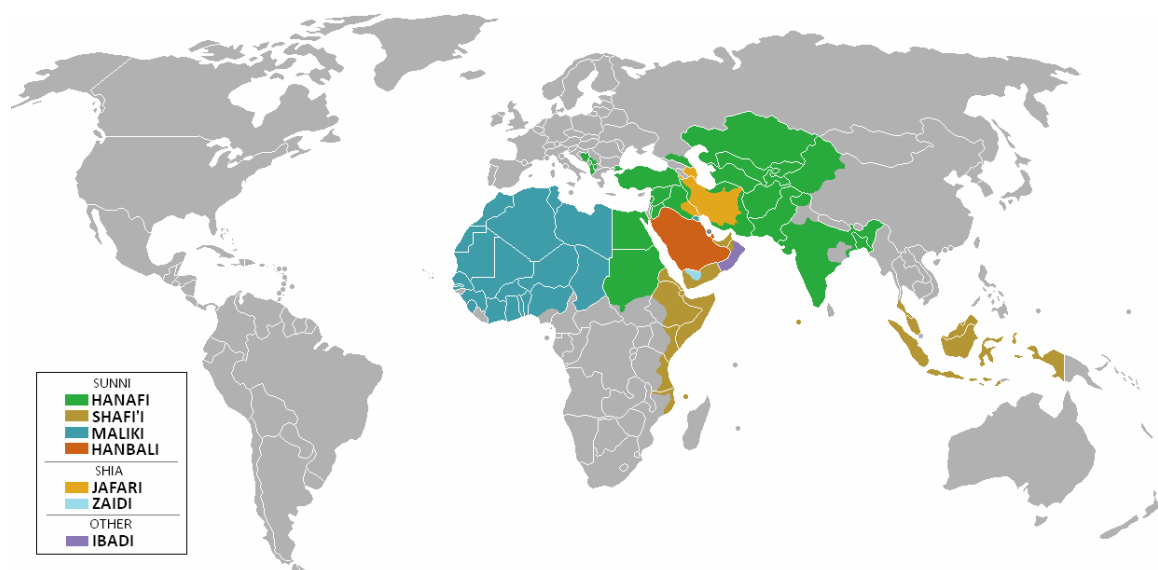
Com o resultado das disputas internas, surgiram diferentes grupos a apoiar as diferentes correntes sucessórias. Uns dos grupos que surgiram das diversas guerras foram os apoiantes do Califa Abu Bakr – os Sunitas – seguidores da tradição (a *Sunnah*) do Profeta Muhammad e que desejavam o reconhecimento da autoridade dos califas. Os Sunitas tornaram-se o maior grupo da comunidade Islâmica, tendo actualmente cerca de 87% da comunidade total.

Contra essa vertente, surgiram dois grupos, menores, os Xiitas e os Kharijitas, que acreditavam que a sucessão só podia ser através da família, e defendiam que devia ser o primo do Profeta, Ali Ibn Abu Talib o líder de todos os Muçulmanos.

Posteriormente os Kharijitas, decepcionados com a governação dos Xiitas, decidiram entrar em conflito também com estes, tornando-se mais tarde um grupo muito pouco expressivo (Thomas *et al.*, 2005; Ayub, 2007).

Actualmente no Islão contemporâneo, os Muçulmanos Xiitas (cerca de 10% da comunidade Muçulmana total) subdividiram-se em três grupos: os Xiitas dos doze Imãs (*Jafari*), os Ismaelitas e os Zaiditas. Os Kharijitas actualmente não têm grande expressão na comunidade Islâmica, excepto na região de Omã. (Guellouz, 1997).

Figura 2.2 - Localização geográfica das principais Escolas de Direito Islâmico



Fonte: www.wikimediacommons.com e Ayub (2007)

Ao longo da história do Islão e à medida que este conquistava novos povos e territórios, mesmo dentro do principal grupo Islâmico, os Sunitas, surgiram diferentes Escolas de direito Islâmico, as *Madhhab*, com algumas opiniões e jurisprudência diferentes umas das outras.

Com o passar dos séculos, as principais Escolas (quatro) Sunitas, têm especial incidência nas zonas onde foram criadas e disseminadas, como é identificado na figura 2.2.

Todas as escolas têm no seu fundador a origem do seu nome (Thomas *et al.*, 2005; Ayub, 2007; Hayes *et al.*, 1998):

- Escola Hanafi – Trata-se da escola mais antiga. É originária no Iraque por Abu Hanifa (que faleceu em 767), sendo a escola mais flexível das quatro, onde os *Scholars* tentam acomodar o Islão ao mundo moderno. Actualmente, a maioria dos Muçulmanos oriundos da Índia, Afeganistão, Paquistão, Bangladesh e do Cáucaso seguem esta Escola;
- Escola Maliki – Fundada em Medina (Arábia Saudita) por Malik Ibn Anãs (que faleceu em 795), esta Escola assenta grande parte da sua doutrina nas *Qiyas*, onde se aplicam os princípios aceite, por analogia, a novos casos.
Actualmente tem sido adoptada pela comunidade Muçulmana Africana, excepto no Egipto e na Península Somali;

- Escola Shafi'í - Fundada no Egipto por Muhammad ibn Idris ash-Shafi'i (que faleceu no ano 820), antigo aluno de Malik Ibn Anãs. Esta Escola é caracterizada por não aceitar facilmente as interpretações jurídicas pessoais dos *Scholars*, aceitando apenas consensos globais. Segue também a linha das *Qiyas*. Nos dias actuais é a Escola que domina a doutrina Islâmica na Malásia, Singapura, Somália, Egipto, Líbano, Síria, Jordânia, Yemen e na comunidade Curda;
- Escola Hanbali – Fundada por Ahmad Bin Hanbal (falecido em 855 em Bagdad), que foi um rigoroso aluno da escola Shafi'i. A Escola tem como base exclusivamente os livros enviados por Deus e as Sunnas, sendo principalmente seguida na Península Arábica.

Além das quatro principais Escolas de direito Islâmico Sunitas, existe uma Escola de referência para a comunidade Muçulmana Xiita, a Escola Jafari. Ao contrário das Escolas Sunitas, esta não aplica as *Qiyas* e aplica diferentes *Hadith*, isto é, diferentes registos dos dizeres do Profeta Muhammad.

2.3 - Principais Princípios das Finanças Islâmicas

As Finanças Islâmicas tornaram-se imparáveis na nova filosofia de mercado, tendo um papel cada vez mais activo no panorama económico internacional. Existe um determinado número de princípios base na religião Islâmica que são fundamentais ter em conta quando se perspectiva estruturar uma operação/transacção de finanças Islâmicas:

- Riba – A *Riba* tal como indica Schoon (2009) é geralmente interpretada como o juro que é recebido por um determinado capital emprestado, Qualquer tipo de juro é totalmente proibido pela Lei Islâmica. Contudo podemos dividir a *Riba* em duas classificações:
 - Riba al-Naseeyah – é definida como a *Riba* tradicional, sendo considerada como o juro “normal” de uma operação de empréstimo, que pode não ser estritamente em dinheiro, podendo abranger pagamentos em *commodities*, como ouro e prata;
 - Riba al-fadl – este tipo de *Riba* é definido, quando uma transacção de bens se efectua acima do *fair market price* e não exista justificativo para esse excesso.

No contexto do Islão o dinheiro por si só não tem um valor intrínseco, como tal, a criação de valor pode não passar apenas por um empréstimo ou por uma aplicação. Toda a criação de valor tem que reflectir um esforço humano, iniciativa e risco numa actividade produtiva. Como tal, operações *forward* de moeda e de *commodities* estão claramente proibidas pela *Shariah* (LMA, 2007). Todas as operações que passem por receber ou pagar capital com um período de *delay* geram um juro, estão completamente proibidas no Direito Islâmico.

- **Gharar** – Todas as operações que contenham excessivas incertezas no preço, no tempo, nos direitos e obrigações e que possam vir a encorajar a especulação são totalmente proibidas pela *Shariah* e consideradas *Gharar* (LMA, 2007). Um excelente exemplo dessa proibição são as operações de Seguro, em que uma empresa paga um determinado prémio para se proteger de um determinado evento que possa ocorrer no futuro, ocorrência essa que é incerta. Exemplo de um contrato condenável para a Lei Islâmica, é o caso de existir uma obrigação que esteja condicionada a uma ocorrência que está fora do controlo das contrapartes. Um outro exemplo bastante perceptivo ocorre quando um *adviser* aconselha o seu cliente a comprar acções de uma determinada empresa, apenas e só, por esta estar sujeita a uma operação de *takeover* e não por acreditar nos fundamentais da empresa. A transparência da informação também é fundamental, pois é proibida a ocultação de informação na formalização contratual de uma operação financeira, traduzindo-se essa falta de informação como *Gharar* (Schoon, 2009);
- **Maysir** – O jogo é completamente proibido pelo Islão. Pela doutrina Islâmica os contratos convencionais de futuros e opções são encarados como jogo financeiro, pois uma das contrapartes pode ter perda total do seu investimento, sendo considerados operações inaceitáveis (Schoon, 2009). *Maysir* tem elementos de *Gharar*, mas nem todos os princípios *Gharar* são *Maysir*;
- **Bay'Al-Dayn** – O termo literalmente indica venda/cessão de dívida. A *Shariah* proíbe quaisquer vendas ou transferência de obrigações ou de dívidas, mesmo que essas dívidas estejam estruturadas pelas regras Islâmicas. Por exemplo, transaccionar *promissory notes* é geralmente proibido;

- **Haram** – A definição de *Haram* não é fixa, podendo variar consoante a escola de direito Islâmico que a analisa. De maneira geral, para a maioria dos Muçulmanos, *Haram* indica que determinadas actividades económicas são proibidas na comunidade Islâmica, principalmente as que envolvam carne de porco, álcool, drogas, armamento, pornografia, jogo, actividades financeiras ou seguradoras convencionais, entretenimento e actividades farmacêuticas e de pesquisa médica relacionadas com clonagem e utilização de fetos humanos. Logo, todas as operações de financiamento associadas a esses sectores estão igualmente proibidas.

Outro dos pontos essenciais do Islão é a exigência religiosa que todos os direitos e obrigações de uma pessoa não podem ser superiores nem inferiores aos de uma outra pessoa. Portanto, as regras negociais também devem reconhecer esse princípio igualitário. As negociações devem ser justas e equilibradas, honestas, repudiando acções de fraude e de ocultação de informação. Este tipo de proibição faz com que as finanças Islâmicas se assemelhem em muito às chamadas finanças éticas e respectivos fundos de investimentos éticos que estão a florescer no mundo ocidental (El-Gamal, 2006);

- **Ihtikar** – Várias literaturas sobre o Islão indicam que monopólios ou cartéis com a finalidade de acumular determinado produto apenas com a finalidade de fazer subir o preço desse mesmo, está amplamente proibida pela *Shariah*, pois todos os preços devem ser derivados pelas forças de mercado e não por manipulações monopolistas (LMA, 2007).

2.4 - Impacto das Proibições nas Finanças Islâmicas

Tal como fazem referência Schoon (2009) e Thomas et. Al. (2005), as principais proibições da *Shariah*, fazem com que os principais instrumentos das Finanças tradicionais não sejam adaptáveis na forma original às Finanças Islâmicas. Operações como empréstimos de capital, operações de derivados e operações *forward* têm que ser adaptadas e desenhadas para ir ao encontro da Lei Islâmica.

Resultante dessa necessidade, as finanças Islâmicas actuam (Al-Omar et.al., 1996) num modelo de *profit and loss sharing concept*, onde tem que existir risco e os capitais têm que ser usados no negócio comercial ou produtivo da entidade financiada (princípio *Al-Bay*). Como tal, é

perfeitamente concebível dizer que o modelo *Islamic* de financiamento está mais perto do *Equity Investment* do que da dívida tradicional.

Contudo, quando se está a estruturar uma operação financeira Islâmica, ou mesmo iniciar uma determinada actividade económica que se queira incluir no círculo das Finanças Islâmicas, deve-se ter em conta a Escola de Direito Islâmico da jurisdição em causa, dos eventuais parceiros e obviamente dos *Scholars*, uma vez que a doutrina base terá efeitos na proibição ou não da operação.

Neste trabalho é intenção focar com mais detalhe as operações financeiras disseminadas pelas Escolas de Direito Sunitas do que as de outros ramos, justificado pelo facto, que são as utilizadas na maioria das transacções financeiras e são as que representam a larga maioria da comunidade Islâmica.

2.5 - Contratos Shariah

Um factor crucial para entender as Finanças Islâmicas é a compreensão da forma contratual imposta pela Lei Islâmica, formas essas, que são a base de todas as transacções de *Islamic Finance*.

A jurisprudência comercial Islâmica “*Fiqh al Muamalat*” consiste em determinados princípios e regras que os contratos comerciais se devem redigir para serem válidos pelo *Shariah Board*.

Ao desenvolver esses princípios e regras, a comunidade Islâmica tenta que estabelecidas as “regras do jogo comercial”, estas promovam relações *win-win* entre as partes contratantes e que evitem problemas contratuais que possam vir a anular a operação contratualizada e accionarem posteriores acções de litigação. Conhecendo e utilizando essa jurisprudência, as partes envolvidas saberão desenhar e realizar operações comerciais livres de *riba*, *gharar*, *maysir* e possíveis outras proibições contratuais.

Como resultado *do Fiqh al Muamalat* ao longo dos séculos, o Direito Islâmico permite três tipos de acções contratuais entre duas ou mais partes para a formalização de um contrato que estão amplamente em vigor. As primeiras duas são preliminares a um contrato final, a terceira é a forma de um contrato final (Thomas *et al.*, 2005):

- *Wa`d* (Promessa unilateral);
- *Muwaada* (Promessa Bilateral);
- *Aqd`* (Contrato final).

Wa`d em termos literários significa em Árabe, promessa. Portanto se uma parte, ao prometer fazer algo ou prometer não fazer algo no futuro significa que estamos perante uma forma Islâmica *Wa`d*. Por exemplo, um determinado agente económico A pode prometer vender a um agente económico B um determinado activo no período de um mês por x unidades monetárias, promessa essa, que não é bilateral e não faz um compromisso do negócio ao contrário de um contrato final.

Nas finanças ocidentais e tradicionais esse tipo de promessa não compromete nenhuma das partes e é algo que pode não ser muito ético, mas que é usualmente utilizado sem causar problemas legais às partes.

O mesmo exemplo nas Finanças Islâmicas é diferente, pois existem algumas Escolas Islâmicas como os *Maliki* e mesmo alguns *Scholars* de outras Escolas que entendem que uma promessa é obrigatória e a parte que promete tem o dever moral e legal de honrar a sua promessa (Thomas *et al.*, 2005).

Outras Escolas e outros académicos têm uma visão mais abrangente e “ocidentalizada” e procuram saber se essa promessa trouxe encargos ou responsabilidades, pois se tal ocorreu, a jurisprudência obriga a que o negócio seja realizado. Por exemplo, se um investidor prometeu comprar determinado imóvel no futuro próximo e o actual proprietário com essa promessa de compra teve custos para a preparação da venda, nomeadamente custos com obras, a transacção tem que ser obrigatoriamente realizada.

Muwaada significa uma promessa entre duas partes sobre o mesmo objecto. Por exemplo, a empresa A decide prometer vender um Hospital por x unidades monetárias em qualquer período durante seis meses à empresa B. Por sua vez, a empresa B promete comprar o mesmo hospital pelo mesmo valor e pelo mesmo período de tempo à empresa A. Se existir a vontade da empresa B em não honrar a promessa efectuada e decidir ceder a promessa, esta não é aceite pelos Juristas e académicos Muçulmanos, porque é considerada como uma posição negocial especulativa,

unicamente realizada com o objectivo *forward* da operação, pelo que a operação deveria ser realizada. Em suma, para uma operação *Muwaada* ser permitida, esta tem que gerar um contrato final (www.Alqalam.uk.org, 2009).

Aqd significa literalmente contrato em Árábico, os Juristas Muçulmanos para autorizarem um contrato regido pela *Shariah* este tem que possuir no mínimo os seguintes elementos (www.Alqalam.uk.org, 2009):

- Partes contratuais;
- Objecto contratual;
- Oferta e aceitação.

Em relação às partes contratuais, não existem diferenças significativas perante os contratos convencionais. No objecto contratual deflagram as maiores diferenças perante os contratos convencionais. O objecto tem de ser permitido pela *Shariah*. Por exemplo, não poderá ser um contrato de compra e venda de vinho ou de carne suína (actividades *Haram*).

A existência e a posse do objecto para a lei Islâmica são fundamentais, pois os Juristas Islâmicos entendem que não se poderá contratualizar algo que ainda não existe (especulação) ou que ainda não tomou posse, o *shortselling* é um bom exemplo de uma operação em que o objecto não pode ser contratualizado.

Em relação à oferta e à aceitação de um contrato pode-se dizer que são extremamente importantes para as relações comerciais na comunidade Islâmica, pois sem o consentimento demonstradamente evidente e note-se que para evidência no Direito Islâmico não é suficiente a assinatura, mas sim palavras e acções, possam revelar que o contrato foi assinado sem qualquer contra-vontade de todas as partes. Caso não seja demonstrado o contrato não terá validade para os Académicos Muçulmanos (Ayub, 2007).

2.6 - *Shariah Board*

A estruturação e a implementação de uma operação financeira islâmica torna-se um pouco mais complexa do que uma operação financeira convencional, pois a estrutura Islâmica a ser utilizada precisa de *compliance* adicional.

Ao estruturar uma determinada operação financeira Islâmica, esta tem que ser aceite pelas regras *Shariah*. Estas regras são aprovadas por comités internos das organizações que os estruturam ou por comités em regime de *outsourcing* compostos por *Muftis*, isto é, académicos e *Scholars* entendidos e especialistas na Lei Islâmica.

Esses comités, quer sejam internos ou externos têm que ser independentes do Conselho de Administração da organização e não podem ter quaisquer funções operacionais ou de investimento, de modo a evitar situações de conflitos de interesse e marcar com rigor a independência (Ayub, 2007; Thomas *et al.*, 2005).

Tal como indica El-Gamal (2006) a maioria dos *Shariah Scholars (muftis)*, além de serem Muçulmanos têm que possuir uma ou mais das seguintes qualificações:

- Ijaza – É um certificado dado por uma escola tradicional Islâmica ou então por um reputado académico Muçulmano a uma pessoa que seja especialista numa determinada área do Islão;
- Licenciados em Universidades de topo em países Islâmicos em matérias diversas em que o *core* seja o Islamismo, como por exemplo a Universidade Internacional Islâmica da Malásia ou a Universidade Al Azhar no Egipto;
- Vasta experiência no domínio e ensino da doutrina Islâmica, sendo esse mérito apenas nomeado e posteriormente aceite pelos *Scholars* mais velhos.

Normalmente para cada produto financeiro, o *Board* de cada organização emitente ou o *Board* da entidade financeira que está a estruturar o produto financeiro, solicita ao *Shariah Comité* um certificado (*Fatwa* ou no plural *fatawa*) que represente que esse mesmo produto está de acordo com as leis Islâmicas e que esse mesmo certificado elucide os futuros investidores de eventuais questões onde a *fiqh*, (a jurisprudência Islâmica), seja menos clara (El-Gamal, 2006).

Com a emissão das *fatawa* os potenciais investidores de um produto e/ou serviço financeiro sabem que esse produto está conforme as regras da *Shariah*, uma vez que foi previamente auditado pelos *Scholars (muftis)*. Em sentido contrário as organizações emitentes também sabem que o seu “*corporate reputation*” é seriamente danificado se incumprirem com as *fatawa* ou se os *Scholars* se demitirem porque as suas indicações não foram cumpridas.

2.7 - O desenvolvimento das Finanças Islâmicas

Pode-se dizer que o primeiro projecto (El-Ashker, 1987) de finanças bancárias Islâmicas ocorreu no início de 1960 no Egipto com o projecto “*Mit Ghamr local savings bank*”, o qual, hoje se poderá apelar como um projecto pioneiro de *microfinance*. Em 1971 o projecto deu origem ao banco Egípcio *Nasser Social Bank*, uma instituição pioneira em operações totalmente livre de juros, promovendo o princípio base que ainda hoje vigora nas finanças islâmicas, o da partilha dos proveitos e custos ao invés de um valor intrínseco independente do resultado de uma determinada operação.

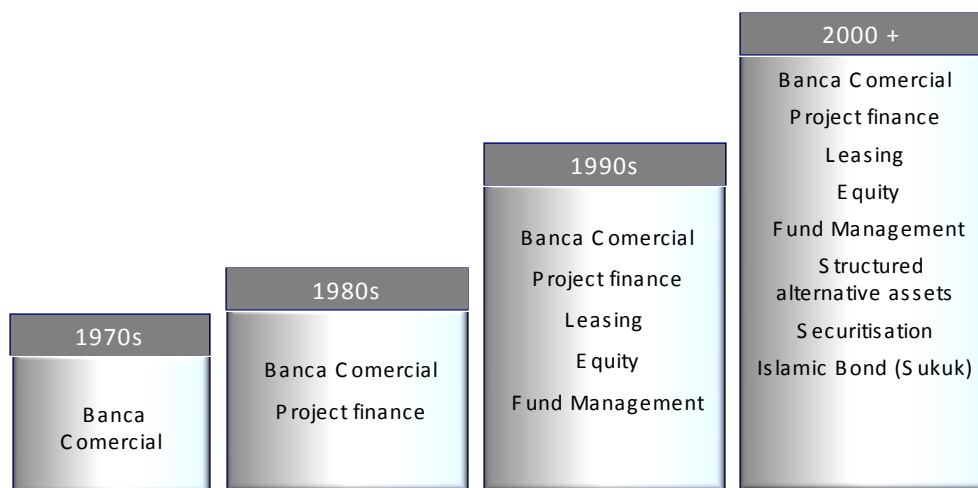
Em 1973 o Príncipe Muhammad Faisal da Arábia Saudita e o Chefe de Estado da Malásia, tiveram as primeiras reuniões com o intuito de criar um organismo que promovesse o desenvolvimento a banca Islâmica por todo o mundo muçulmano. Como resultado desses esforços, é criado em 1975 o *Islamic Development Bank (IDB)* com sede na Arábia Saudita, com o intuito de promover a banca Islâmica nos países Muçulmanos.

Nos dias de hoje, o *IDB* praticamente actua como um banco central da banca Islâmica, promovendo o acesso a fundos por parte dos seus membros (actualmente inclui 56 países) oferecendo produtos financeiros em consonância com a *Shariah*, criando dessa forma a obrigatoriedade por parte dos países que recorram aos seus fundos a emissão de produtos financeiros Islâmicos.

Pode-se dizer que os anos de 1975 a 1990 foram os anos de formação da moderna finança e da Banca Islâmica, nos quais os investidores estavam preocupados em replicar apenas os produtos financeiros convencionais mais básicos, focando-se praticamente no retalho e no *trade finance*, expansão essa que foi apenas trabalhada com os bancos locais de cada país.

A partir de 1990, existiu um exponencial crescimento da banca Islâmica, tornando-se cada vez mais sofisticada, cobrindo actualmente todas as áreas de mercado de capitais, banca de investimento, de consumo, bem como na gestão patrimonial e na gestão de fundos de investimento. A figura 2.3 detalha as diversas actividades da Banca Islâmica e o seu aparecimento.

Figura 2.3 – Evolução histórica dos produtos financeiros Islâmicos



Fonte: Autor e www.Gatehouse.com

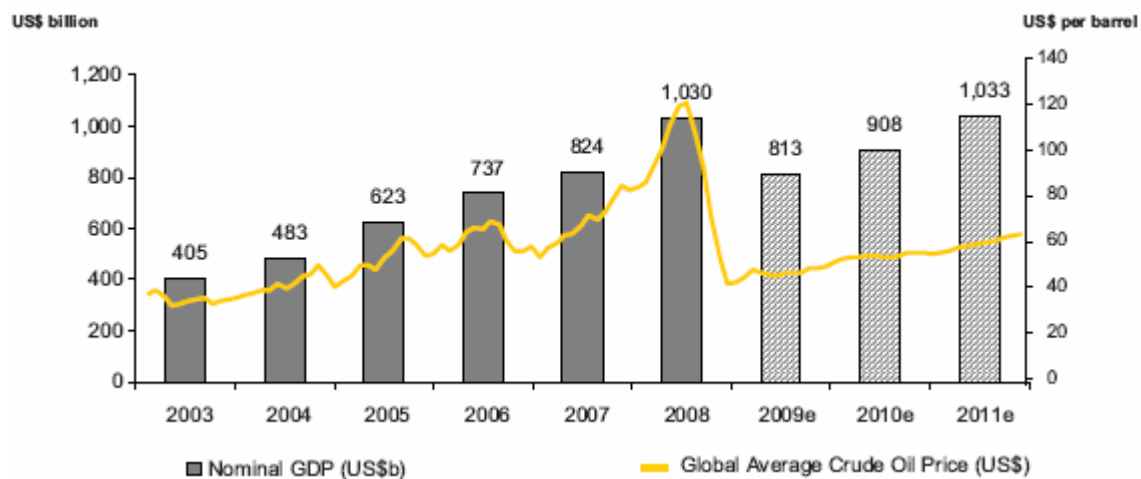
Com a intensificação da globalização e com o crescimento exponencial das economias pertencentes aos países emergentes na corrente década, a procura pelo petróleo e pelo gás muito significativa, provocando elevadas variações positivas no preço das matérias-primas fósseis o que originou um dramático aumento de liquidez nos países produtores dessas mesmas matérias-primas e claro o subsequente aumento de riqueza desses países, constatação que pode ser retirada nas figuras 2.4 e 2.5.

O facto do aumento do preço das matérias-primas fósseis aliado ao efeito que os atentados do 11 de Setembro 2001 provocaram nos países ocidentais, nomeadamente nos Estados Unidos da América, através de hostilidade para com os cidadãos Muçulmanos, levou que estes repatriassem as suas poupanças e o seu investimento para os bancos dos países pertencentes ao *Gulf Co-Operation Council (GCC)*, que são também os principais produtores das matérias-primas fósseis. O *GCC* é composto pela Arábia Saudita, Bahrein, Kuwait, Qatar, Oman e Emiratos Árabes Unidos (EAU).

Com o aumento da escala e de volume da massa monetária nos países do *GCC*, tal como se observa na figura 2.6, os principais bancos ocidentais começaram a perceber que o mercado de

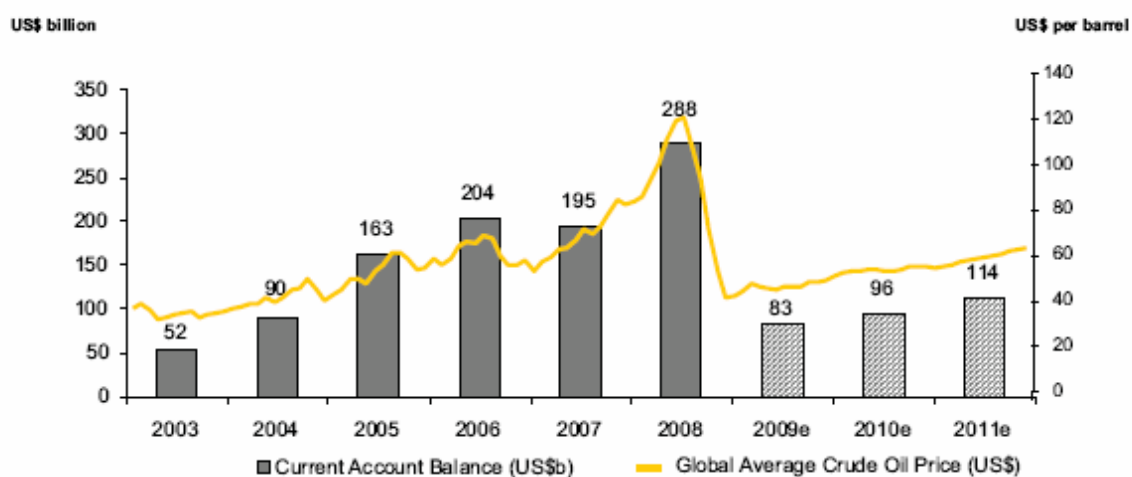
Islamic Finance era muito superior à oferta que os bancos locais estavam a oferecer, originando um interesse muito ambicioso dos principais bancos convencionais no mercado local Islâmico.

Figura 2.4 – Preço médio do crude e o PIB total nominal nos países do GCC



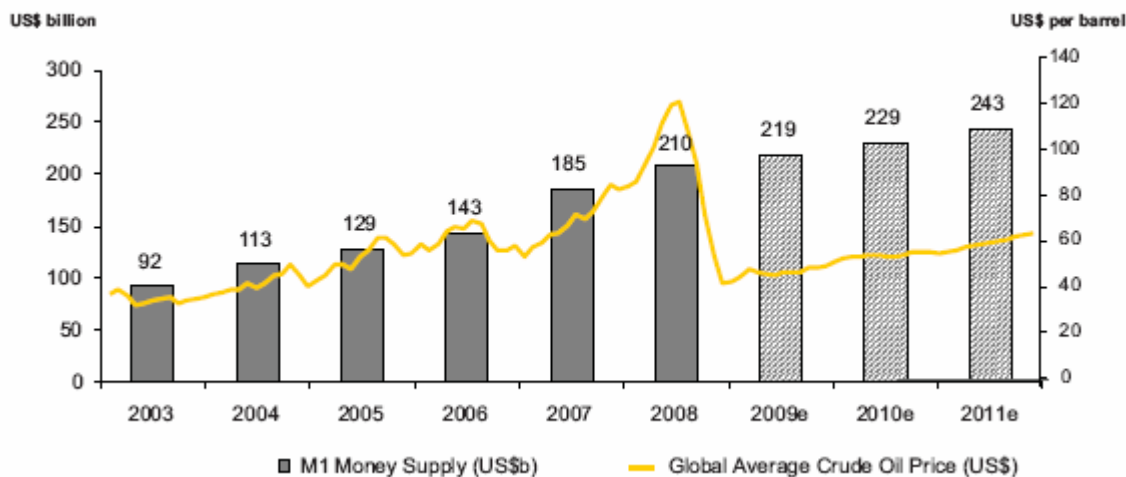
Fonte: *Ernst and Young*, (2009)

Figura 2.5 – Preço médio do crude e o *current account balances* nos países do GCC



Fonte: *Ernst and Young*, (2009)

Figura 2.6 – Preço médio do crude e o Total M1 nos países do GCC



Fonte: Ernst and Young, (2009)

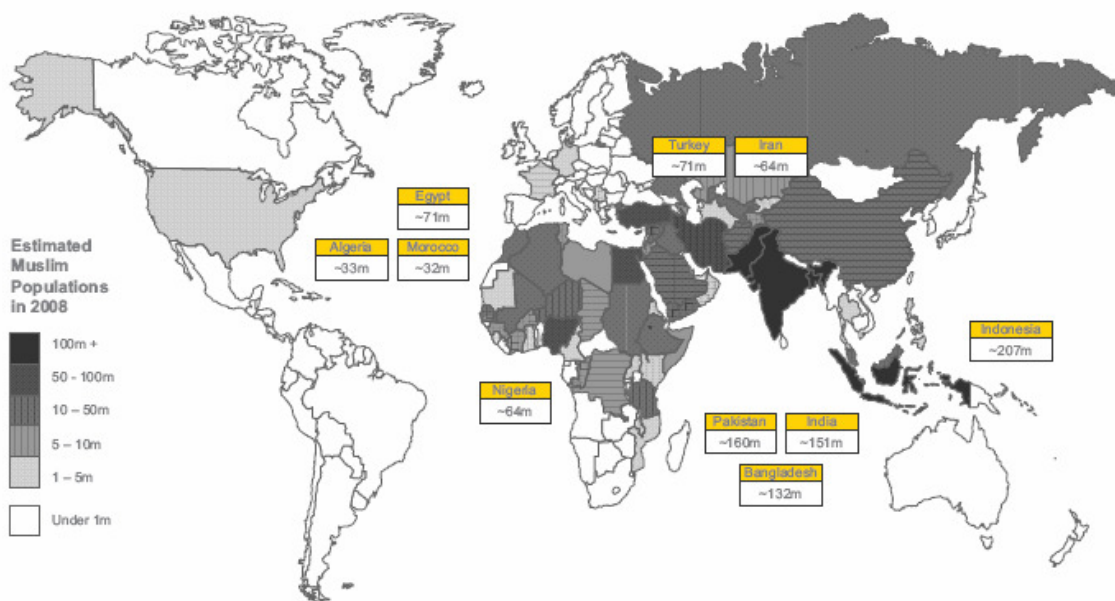
2.8 - A Banca Islâmica nos dias de hoje

Naturalmente que os países Islâmicos são aqueles que o sistema financeiro Islâmico está profundamente enraizado. Diversos estudos demográficos, incluindo os do Banco Mundial, do FMI e do Vaticano estimam que actualmente a população Muçulmana é cerca de 20% da população mundial, representada por um 1.3 biliões de pessoas. Como se evidencia através da figura 2.7, os países com o maior número de população Muçulmana são a Indonésia, Paquistão e Índia com aproximadamente 207, 160 e 151 milhões de cidadãos Muçulmanos respectivamente. Não quer isto dizer que os países maioritariamente Muçulmanos (como se evidencia na figura 2.8) só tenham como sistema financeiro o *Islamic banking*, por exemplo nos países pertencentes ao GCC o *Islamic Banking* representa entre 25% a 30%.

Apenas em determinados países como o Irão, Sudão e o Paquistão é que a Banca Islâmica possui a exclusividade do sistema financeiro, uma vez que os Governos Islâmicos desses países não reconhecem legalmente o sistema financeiro convencional.

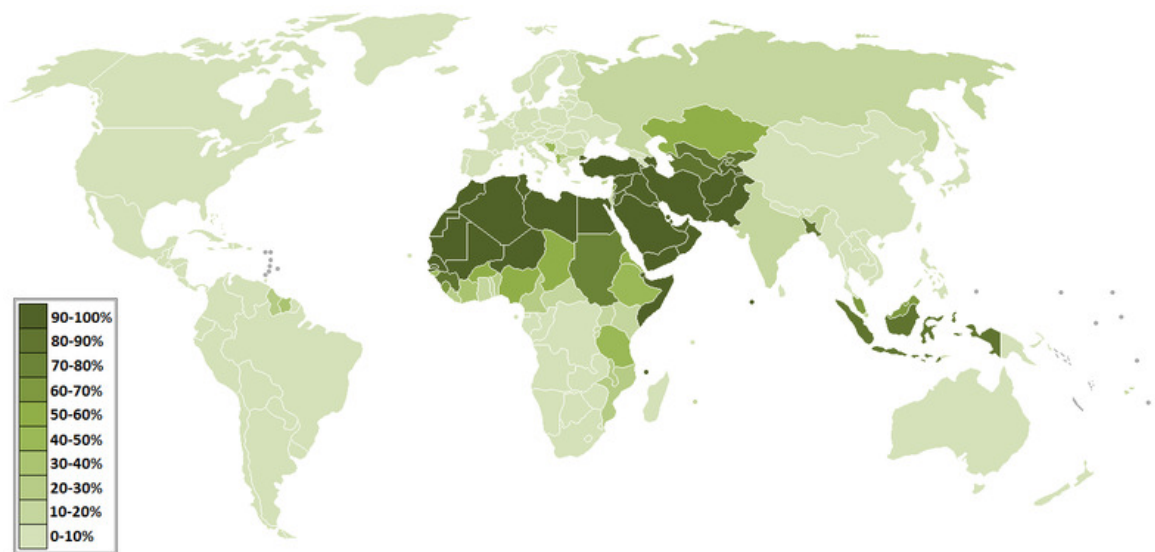
Outro exemplo profundo da religião na vida económica da sociedade é o da Malásia, em que foram criados processos e foi desenhado um sistema financeiro para estabelecer um sistema bancário dual, onde os agentes económicos podem usufruir do sistema financeiro convencional ou do sistema financeiro Islâmico.

Figura 2.7 – Estimativa da População Muçulmana no final de 2008



Fonte: *Ernst and Young*, (2009)

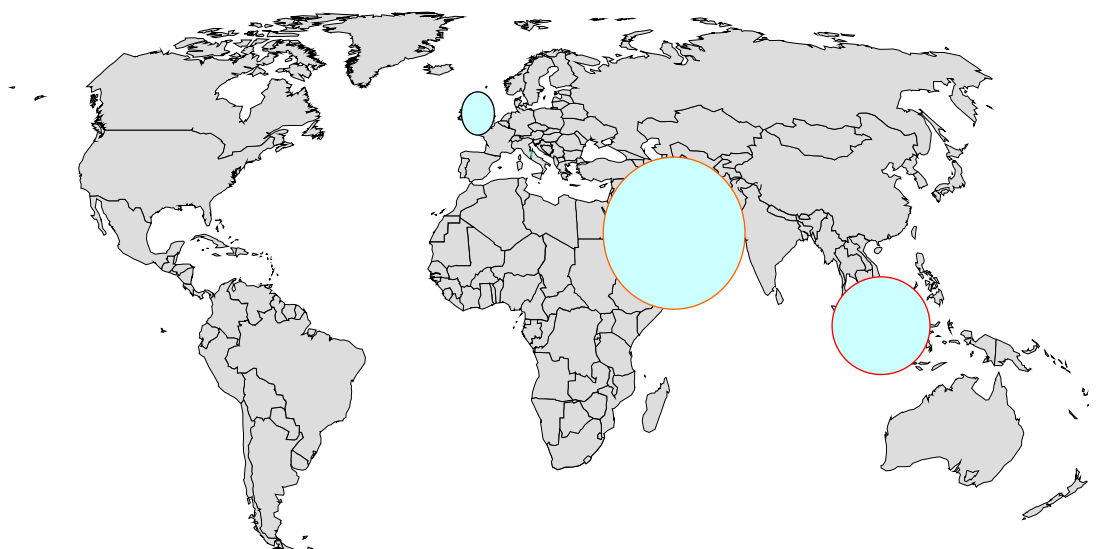
Figura 2.8 – População Muçulmana Mundial, por percentagem



Fonte: www.WikimediaCommons.com, (2009)

Actualmente, o *Islamic Finance* ganha cada vez mais espaço e interesse fora dos países maioritariamente Islâmicos, sendo a implementação da banca Islâmica em determinados países ocidentais, como a Inglaterra, França, Luxemburgo e E.U.A. uma realidade, tanto ao nível de intermediários financeiros registados, como de operações efectuadas com agentes económicos oriundos de países ocidentais (IFSL, 2009).

Figura 2.9 – Principais Hubs de Islamic Finance



Fonte: Autor

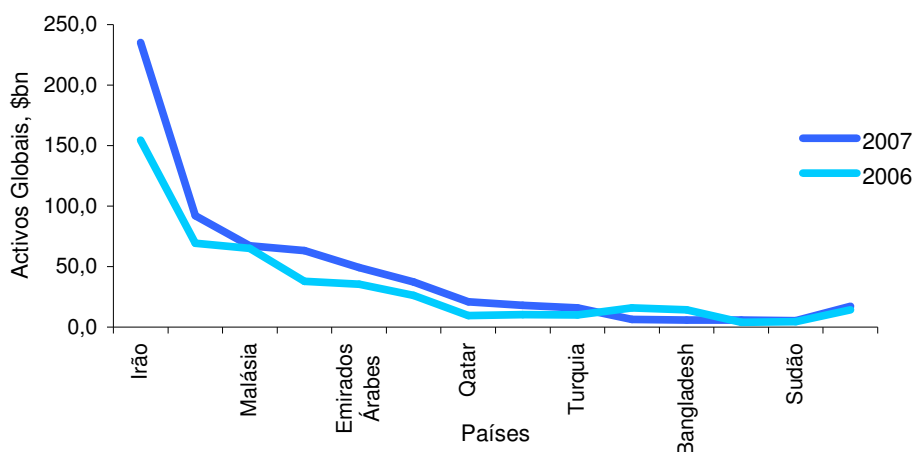
Actualmente os dois centros financeiros do mundo que estão mais dinâmicos no *Islamic Finance* são os países pertencentes ao *Gulf Co-Operation Council* e a Malásia na Ásia, (veja-se a figura 2.9).

Com as principais economias ocidentais reféns do petróleo, os membros do *GCC* que também são os principais produtores mundiais de petróleo tiveram nos últimos quinze anos, um crescimento robusto da sua economia, o que levou os seus Governos a criarem e desenvolverem centros financeiros internacionais, bons exemplo são o *Dubai International Financial Centre* e o *Qatar Financial Centre*.

A *International Financial Services London* no seu último *research* (Fevereiro de 2009) sobre *Islamic Finance* indicou que no ano de 2007 os países com mais activos *Shariah Compliant*

foram o Irão com USD 235 biliões, seguido da Arábia Saudita com USD 92 biliões e Malásia com USD 67 biliões, como se evidencia também nas figuras 2.10 e 2.11, o Reino Unido é o país ocidental com maior volume de activos sob gestão, reportando USD 18 biliões.

Figura 2.10 – Activos globais Islâmicos por país



Fonte: *IFSL*, (2009)

Figura 2.11 – Activos globais Islâmicos por país e tipo de intermediário financeiro

País	Bancos	<i>Takaful</i>	Gestoras de activos
Irão	233,0	2,3	-
Arábia Saudita	91,2	0,8	-
Malásia	65,7	1,3	0,1
<i>Kuwait</i>	54,0	0,2	8,9
UAE	48,2	0,9	0,0
Bahrain	37,1	0,3	-
Qatar	19,3	0,4	1,3
UK	18,1	-	-
Turquia	15,8	-	-
Paquistão	6,3	-	-
Bangladesh	5,7	-	-
Egipto	5,7	-	-
Sudão	5,2	0,1	-
Outros países	16,6	0,4	0,2
Total	622,0	6,6	10,5

Fonte: *IFSL*, (2009)

No GCC além do Qatar e dos Emiratos Árabes Unidos, o Reino do Bahrain tem sido um dos grandes impulsionadores das finanças e da banca Islâmica, sendo o seu Banco Central um dos principais *players* no desenvolvimento da supervisão e regulação dos produtos financeiros *Shariah* e um dos principais incentivadores da criação de estruturas *Shariah* fora dos países Muçulmanos. O Banco Central do Reino do Bahrain tem sido um grande impulsionador das Finanças Islâmicas para a aceitação e aprovação por parte da FSA (*Financial Services Authority*) no Reino Unido da indústria das Finanças Islâmicas.

No Bahrain também foi criado um instituto de regulação internacional para a uniformização de regras e princípios contabilísticos e de auditoria às instituições financeiras islâmicas, o AAOIFI – *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (Martins, 2004).

Como foi referido anteriormente, o Sueste Asiático é uma zona que está em intenso desenvolvimento, com a Malásia a tomar a dianteira quer em termos de produtos inovadores quer em termos de regulação e de *best practices*. O seu Banco Central, o *Bank Negara Malaysia* tem vindo a desenvolver nos últimos anos um sistema bancário dual, um baseado na banca tradicional e o outro puramente *Shariah law*. Com a necessidade de supervisionar esse sistema dual, foi criado em 2002 um organismo internacional, o *Islamic Financial Services Broad (IFSB)*, com o intuito de criar um corpo regulatório que permitisse o crescimento e estabilização das regras Islâmicas a nível global de toda a indústria dos serviços financeiros islâmicos, nomeadamente a Banca, os mercados de capitais e os seguros, juntamente com as regras internacionais praticadas nas instituições financeiras convencionais (onde se incluem as normas do Comité de Basileia).

O desenvolvimento dos principais centros financeiros Islâmicos do mundo, levou à criação de diferentes tipos de instituições financeiras, dependendo também em muito do regime legal e fiscal onde actuava o intermediário financeiro. A grande maioria é originária do sistema bancário convencional.

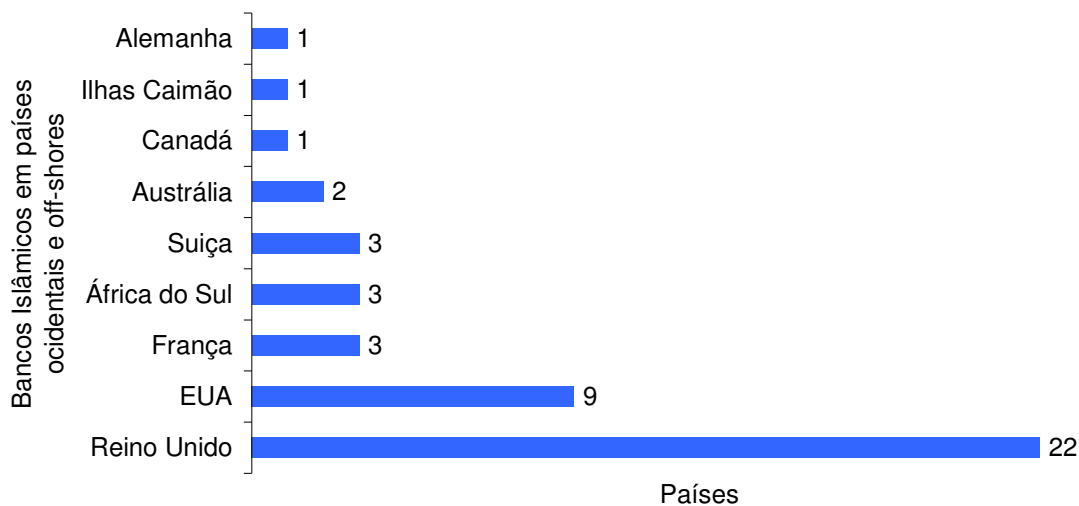
Tal como foi exposto em parágrafos anteriores, alguns países possuem unicamente um sistema bancário Islâmico, sendo apenas permitido às instituições financeira Islâmicas operar no mercado financeiro.

Outros países têm um sistema bancário dual, onde algumas organizações financeiras convencionais possuem serviços de banca Islâmica. Por exemplo no Kuwait e no Líbano o

sistema regulatório apenas permite às instituições financeiras puramente islâmicas oferecer serviços e produtos *Shariah law*, estando proibidas as outras instituições convencionais de oferecer produtos e serviços *Shariah*, mesmo que tenham divisões (*Windows Unit*) de *Shariah law*.

A evolução da banca global Islâmica e o desenvolvimento dos mercados financeiros por todo o mundo, criou necessidades de sofisticação e de estratégias *client-oriented* para toda a banca. Como tal, os principais *players* internacionais viram que a banca Islâmica só poderia fazer sentido se estivessem presentes nos principais *Hub* Islâmicos (Malásia, no Golfo Pérsico e mais recentemente em Londres). Por outro lado, os intermediários financeiros Islâmicos também perceberam que uma fonte de diversificação de operações e de novos clientes poderia surgir com o estabelecimento de sucursais ou filiais nos países ocidentais onde a diáspora Muçulmana é forte e angariar clientes ocidentais interessados em novas formas de *funding* (veja-se a figura 2.12)

**Figura 2.12 – Número de Intermediários Financeiros Islâmicos em países Ocidentais
Ano – 2007**



Fonte: *IFSL*, (2009)

Bancos globais como o *HSBC*, *Citigroup*, *UBS*, *Deutsche Bank*, *ABN Amro* têm a sua estratégia bem definida de implementação nos países Islâmicos. Estes bancos preferiram criar divisões, empresas subsidiárias ou mesmo sucursais do que ter os seus escritórios convencionais a vender produtos *Shariah*. Por exemplo, o *HSBC* criou a marca *HSBC Amanah* unicamente para os serviços relacionados com a banca Islâmica, ou o *Citigroup* que criou em 1996 o primeiro banco de investimento internacional unicamente *Shariah law*, o *Citi Islamic Investment Bank (CIIB)*, indo assim ao encontro das exigências dos seus clientes Muçulmanos que preferem ter acesso a uma plataforma global de produtos financeiros islâmicos mas sempre com a possibilidade de utilizar uma rede de comercialização/negociação global (The Banker, (2009); The Economist, (2008); KPMG, (2007)).

3. - Estruturas de Islamic Finance

3.1 Introdução

Diversas técnicas financeiras foram sendo desenvolvidas ao longo de gerações de *Muftis* para ir ao encontro dos princípios Islâmicos. Praticamente todas essas técnicas têm em comum o envolvimento directo ou indirecto com activos tangíveis, evitando dessa forma as proibições de especulação e de *Riba*, partilhando normalmente a tomada do risco comercial da operação (Martins, 2004).

Na banca tradicional, no seu formato mais histórico e rudimentar, um Banco tem a figura de intermediário financeiro, recebendo depósitos e emprestando esse mesmo capital a terceiros, sendo o seu ganho a diferença entre o juro recebido e o juro pago.

Numa óptica de *Islamic finance*, essa perspectiva de transformar os depósitos em empréstimos, é totalmente proibida, pois esse ganho veste a forma de retorno do capital, sendo definido como *riba* e como foi exposto anteriormente, é um dos princípios proibidos da *Shariah*.

No Islão, o retorno de capital apenas é permitido quando o capital tem a forma de um activo real, não bastando a gestão de liquidez e de risco de crédito para que o banco convencional consigne esse retorno como uma operação aceite pela *Shariah law*.

Duas diferenças muito elementares marcam a estratégia base entre os dois sistemas bancários (Thomas, *et. al*, 2005):

- A Instituição Financeira Islâmica ao contrário de uma Instituição Financeira convencional tem a função de *fund manager*, pois tem a obrigação de encontrar projectos para os seus investidores (clientes) investirem. O contrato executado entre o banco e os seus clientes tem a forma de uma *partnership – Mudaraba* – em que o Banco é o *Mudarib* e os clientes o *Arbab al Mal*. Ao contrário de um empréstimo, os clientes na banca Islâmica podem ser remunerados ou não, consoante o resultado obtido pelo projecto investido, logo a principal diferença que se extrai da comparação, recai no juro em que é trocado por um *share of profit*;

- Os clientes de um banco não são designados por depositantes mas sim por investidores, *Arbab al Mal*. Como tal, ficam expostos a uma hipotética perda de capital, que ressalve-se pode ser total, independentemente dos riscos que o banco incorra e que estes sejam mais ou menos agressivos. Factualmente se entende que os “*Islamic deposit*” têm características de *equity*.

Martins (2004: 52) refere que “é importante frisar que as Leis Islâmicas não fazem distinção entre sociedades comerciais ou não. As regras e princípios aplicam-se a ambas as formas”. O Islão não prevê a separação de activos entre empresas e sócios como forma de limitar as responsabilidades entre os sócios e terceiros. Como refere Martins (2004), como princípio base do Islamismo, a responsabilidade dos sócios nas sociedades Islâmicas é ilimitada (excepto de um investidor numa operação *Mudaraba*).

Os principais contratos (El-Gamal, 2005) referentes a operações de Finanças Islâmicas são quatro: *Murabaha*, *Mudaraba*, *Musharaka* e *Ijara*. A figura 3.1 sintetiza as principais características dos mesmos e nos pontos supra do presente capítulo será detalhado as particularidades.

Figura 3.1 – Principais contratos de operações financeiras de Finanças Islâmicas

Características	Murabaha	Mudaraba	Musharaka	Ijara
Natureza do financiamento	<i>Trade financing</i>	<i>Equity financing</i> – combinado capital e conhecimento	<i>Equity financing</i> – baseada em <i>partnerships</i>	<i>Lease financing</i>
Tipo de financiamento	<i>Deferred sale</i>	<i>Profit sharing</i>	<i>Joint venture – profit sharing</i>	<i>Leasing</i>
Prazo	Curto prazo	Médio prazo	Longo prazo	Médio prazo
Garantias	Sim. Pode assumir a forma de hipoteca, depósitos, etc.	Não	Sim	Sim
Seguros	Este tipo de financiamento requer vários tipos de seguros contra incêndios, roubos, estragos, acidentes, acidentes naturais; Na maioria das vezes tem que ser obtido através de <i>Takaful</i>			
Tipos de pagamento	<i>Cliente cash flow</i>	<i>Mudaraba cash flow</i>	<i>Business cash flow</i>	<i>Cliente cash flow</i>
	Se a primeira não for suficiente, tomada de posse dos activos	Se a primeira não for suficiente, NAV do <i>Mudaraba</i>	Se a primeira não for suficiente, NAV do <i>Musharaka</i>	Se a primeira não for suficiente, tomada de posse do activo
	Se as anteriores não forem suficientes, accionar colaterais do cliente			Se as anteriores não forem suficientes, accionar colaterais do cliente
Legal Recourse	No caso de não pagamento ou incumprimento do contrato	Resolução por negligencia ou gestão danosa	Resolução por negligencia ou gestão danosa	No caso de incumprimento de pagamento
Detenção do activo	A propriedade é transferida para o cliente, após compra dos activos ao intermediário financeiro.	Detido por ambas as partes	Detido por ambas as partes	Bens em leasing são propriedade do banco durante o período de financiamento. No fim do contrato, os bens são transferidos para o cliente.
Taxa de retorno	<i>Mark up</i> combinado antes da celebração do contrato entre as partes	<i>Profit Sharing</i> de acordo com o contrato <i>Mudaraba</i> , com a total partilha de perdas pelo <i>capital provider</i>	<i>Profit/loss sharing</i> como estabelecido no contrato de <i>musharaka</i> . Inclui dividendos anuais e apreciação de capital se aplicável.	Rendimento predial e valor residual do contrato <i>Ijara</i>

Fonte: Adaptado de *CISI*, (2009)

Como o sistema financeiro Islâmico está assente na partilha de riscos entre o cliente e o fornecedor, a contabilidade e o relato financeiro são fundamentais para a transparência e divulgação dos resultados e subseqüentes partilhas dos ganhos ou das perdas pelos intervenientes das operações financeiras.

Como as normas de contabilidade internacionais (*International Financial Reporting Standards - IFRS*) não representam o contexto contabilístico que as empresas e os intermediários financeiros

Islâmicos actuam, a *AAOIFI* criou um sistema de normalização contabilística para ser implementado pelos seus membros.

A base conceptual e as características da informação contabilística são muito similares às normas ocidentais (*IFRS* e *GAAP*). Características como a relevância, comparabilidade e consistência são comuns a ambos sistemas.

Os principais pontos divergentes no sistema conceptual entre os sistemas contabilísticos ocidentais e o da *AAOIFI* são essencialmente a questão da forma sobre a substância e o valor do dinheiro no tempo (Hassan and Lewis, 2007).

As normas *IFRS* são muito claras na obrigação de se contabilizar as operações, visando sempre a sua substância e não perante a sua forma legal. Ao contrário, as operações Islâmicas são estruturadas e contabilizadas pela sua forma ao invés da sua substância.

Em relação ao valor do dinheiro no tempo as normas da *AAOIFI* consideram estabilidade na unidade monetária e não reconhecem possíveis efeitos de hiper-inflação e deflação. Pelo contrário, o sistema contabilístico convencional, com a *IAS 29* retrata esses efeitos e dá indicações precisas sobre o reconhecimento de variações do valor do dinheiro no tempo.

Os dois sistemas contabilísticos em relação ao aspecto do processo de contabilização são muito idênticos, o reconhecimento, mensuração e divulgação são idênticos (incluindo o princípio da “dupla entrada”), juntamente com o mesmo tipo de peças contabilísticas para o relato e divulgação, Balanço, Demonstração de Resultados, Demonstração de Fluxos de Caixa e Anexo às Contas.

Os relatórios de contas de um intermediário financeiro Islâmico, devem incluir além das demonstrações financeiras e respectivos anexos, um relatório emitido pelo *Shariah Board* com a avaliação se o *Shariah compliance* está a ser devidamente efectivo no controle dos princípios religiosos aceites.

Embora a estrutura conceptual das demonstrações financeiras seja similar entre os dois sistemas contabilísticos, o conteúdo da mesma é diferente. O princípio base das Finanças Islâmicas ao focar-se num sistema de partilha de riscos com activos tangíveis sempre subjacentes, cria diferentes origens e aplicações de fundos, isto comparado com a indústria financeira convencional.

Tipicamente e sem entrar em detalhes técnicos contabilísticos (pois este assunto não recai no âmbito do presente trabalho), as origens e aplicações de um intermediário financeiro Islâmico

são evidenciadas na figura 3.2, onde é visível a não consideração por instrumentos financeiros com natureza de dívida.

Figura 3.2 Origens e Aplicações de Fundos de um Intermediário Financeiro Islâmico

Aplicações de Fundos	Origens de Fundos
Mercado Doméstico <ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Murabaha</i> ▪ <i>Ijara</i> ▪ <i>Istisn</i> Mercado de Investimento Internacional <ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Murabaha</i> ▪ <i>Musharaka</i> ▪ <i>Mudaraba</i> ▪ <i>Ijara</i> ▪ <i>Investment funds</i> Reservas	Capital e Reservas <i>Deposit Accounts</i> <ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Current (Amanah)</i> ▪ <i>Savings</i> ▪ <i>Investment</i>

Fonte: Autor e The Banker, (2009)

A figura 3.3 exemplifica a estrutura tipo de Balanço e Demonstração de resultados de um intermediário financeiro Islâmico, onde se verifica que a forma ganha à substância, visto a estrutura conceptual ser idêntica aos modelos contabilísticos convencionais.

Figura 3.3 Exemplo de um Balanço e Demonstração de Resultados de um intermediário financeiro Islâmico

Balanço	Demonstração de Resultados
ASSETS	
Cash and bank balances	Income from available-for-sale investments
Available-for-sale investments	Income from Murabaha receivables
Murabaha receivables	Income from Musharaka financing
Ijarah	Ijarah income - net
Ijarah receivables	
Musharaka financing	
Mudaraba	Profit on Murabaha payables
Equipment	
Other assets	
TOTAL ASSETS	Loss on sale of available for sale investments - net
	Fees and commission income
LIABILITIES AND EQUITY	
Liabilities	
Other liabilities	Staff costs
Murabaha payables	Depreciation
	Other expenses
Equity	
Share capital	
Retained earnings and reserves	
TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	NET PROFIT FOR THE PERIOD

Fonte: *Ernst And Young, (2009)*

3.2 -Contas Correntes (*Current account*)

Na banca Islâmica é muito usual as pessoas utilizarem os bancos para depositar as suas poupanças, unicamente numa óptica de *safekeeping*, isto é, ao contrário da banca convencional em que um depósito é considerado um empréstimo do cliente ao banco, na banca Islâmica, uma conta corrente (*Amanah*) é puramente uma conta bancária para guardar o capital, sem qualquer remuneração. Assim, a conta corrente é literalmente uma caixa forte (Schoon, 2009 e Hayes *et al*, 1998).

Exemplo Prático: Se um cliente depositar €5.000 todos os meses num Banco Islâmico, ele não recebe qualquer retorno desse depósito, apenas “acredita” que o seu dinheiro está seguro e ao fim de um ano (mesmo que a taxa de inflação anual seja por exemplo 5%), ele terá como saldo os €60.000.

Por outro lado, se esse mesmo cliente ao fim de um ano decidir passar um cheque de €65.000 e não de €60.000, irá ter a sua conta negativa no valor de €5.000. Sendo um banco Islâmico não existe a figura de *overdraft* e como tal, não seria cobrado juros por esse mesmo saldo negativo. O banco pode cobrar comissões de cobrança e de processamento desse saldo negativo ao seu cliente, porém se esse serviço tiver sido prestado directamente pelo banco, esse valor terá que ser doado. Caso o serviço seja cobrado por uma entidade terceira independente, então poderá reconhecer esse proveito.

Os bancos que tiverem contas *Amanah* e se os depositantes derem permissões, estes podem utilizar o dinheiro depositado para investirem em projectos *Shariah*. Se esse projecto investido pelo banco com capital de contas *Amanah* originar uma perda, os depositantes *Amanah* não sofrem qualquer perda no capital depositado, o banco terá que restituir o capital utilizado. Por outro lado, se o projecto originar proveitos, os depositantes não irão ser beneficiados por esses ganhos, sendo o ganho totalmente do Banco (Thomas, 2005).

3.3 - Contratos de Partnership

Como refere VonPock (2006), os contratos de *partnership* Islâmicos podem ser divididos em contratos *Mudaraba* e *Musharaka*. Um contrato de *partnership* é um instrumento de *equity*, pois garantem a posse de um activo e todos os ganhos ou perdas geradas por esse activo pertencem aos *equity holders*.

Os contratos de *partnership* Islâmicos na sua essência são bastante idênticos aos contratos de *partnership* tradicionais.

3.3.1 - Mudaraba

Os contratos de *Mudaraba* são assentes no princípio que duas ou mais partes se juntam para realizar uma actividade comercial ou financeira regulada pela *Shariah*, em que uma das partes (*Mudarib*) contribui com os seus conhecimentos específicos na operação em causa e no trabalho que esta possa originar e a outra parte (*Rab Al Mal*) contribui com capital.

Existem estruturas semelhantes nos regimes societários ocidentais não anglo-saxónicos, nomeadamente nos países latinos, que são as sociedades em comandita simples, que derivam da *commenda* ocidental da época medieval. Conforme é exposto por Harris (2009:6) “ desde a sua origem na Península Arábica, que a *commenda* viajou pelo ocidente e pelo oriente...”. Diversos autores incluindo Çizakça (1996), acreditam que é possível que a *commenda* ocidental tenha origem no *Mudaraba*.

No *Mudaraba* os ganhos do projecto são distribuídos conforme o rácio percentual atribuído a cada parte, estipulado na contratualização da operação. O referido contrato não pode indicar previamente os montantes de distribuição, pois um contrato *Mudaraba* não pode garantir entregas de capital (Schoon 2009; Ayub 2007; Thomas *et al*, 2005).

Se ao invés de ganhos, a operação originar uma perda, esta recai apenas no *capital provider* (*Rab Al Mal*), não podendo este pedir a partilha das perdas com o *Mudarib*, excepto se provar que existiu negligência ou gestão danosa do projecto.

Fica claro que este tipo de contratos são *profit sharing* puros em que o *Mudarib* investe “apenas” o seu tempo, esforço e conhecimentos, podendo investir ou não parte do seu capital, tomando

essa forma um *Comingled Mudaraba*. Sendo o *Mudarib* co-investidor, a partilha das perdas tem que ser de ambas as partes e não só do *Ral al Mal* (Schoon 2009; Ayub 2007; Thomas *et al*, 2005).

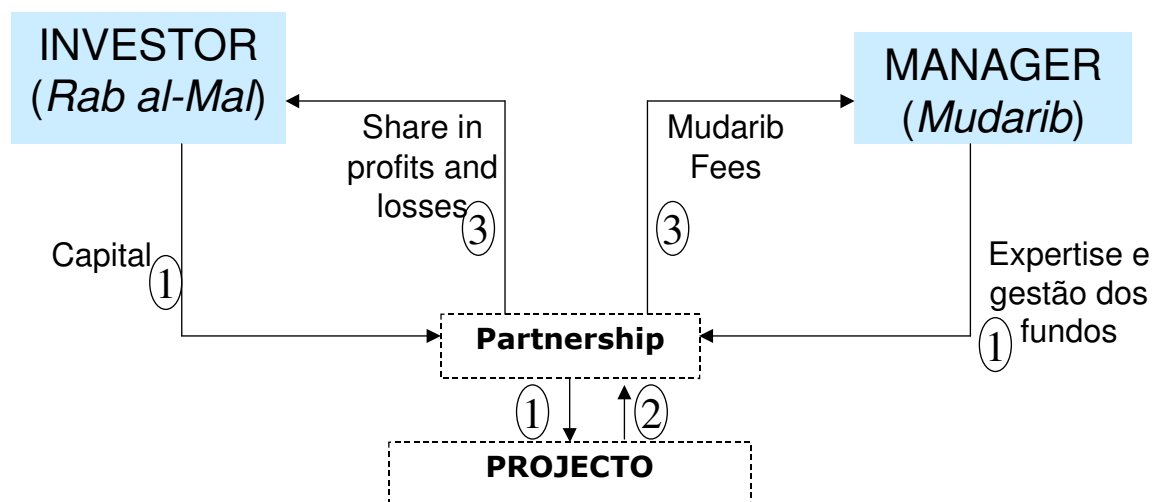
Um contrato de *Mudaraba* pode ser limitado ou ilimitado na sua capacidade de investimento. Num contrato limitado, o *Mudarib* tem que seguir escrupulosamente as áreas ou tipos de investimento em que pode investir. Por exemplo, podem existir contratos *Mudaraba* apenas para uma operação pré seleccionada ou então contratos direccionados apenas para um determinado sector, por exemplo, é muito comum este tipo de contratos estarem unicamente associados a projectos de energia ou de infra-estruturas situadas numa determinada zona geográfica.

Por outro lado, um contrato ilimitado, permite o *Mudarib* não ter quaisquer restrições no tipo de investimento que queira efectuar ou na selecção das empresas a investir (ressalvando a excepção nas empresas que não cumprem com *Shariah compliance*) (Schoon 2009; Ayub 2007; Thomas *et al*, 2005).

Regras base de um contrato *Mudaraba*:

- O contrato tem que indicar obrigatoriamente no seu clausulado se é limitado ou ilimitado; se for limitado tem que transcrever a política de investimentos permitida;
- O capital tem que ser em dinheiro e quantificável;
- O contrato tem que indicar de uma forma clara o rácio de distribuição de possíveis ganhos entre as partes;
- Em caso de ganhos, o *Mudarib* só pode receber a sua parte estipulada quando o *Rab Al Mal* receber o capital investido.

Figura 3.4 – Estrutura tipo de contrato *Mudaraba*



Fonte: Adaptado de Ayub, (2007) e El-Gamal (2006)

Exemplo Prático

A estrutura tipo *Mudaraba* pode ser definida como se evidencia na figura 3.4:

Fases:

- i. Determinado investidor deseja rentabilizar capital que tem disponível para investir. O investidor contacta uma Instituição Financeira Islâmica, que lhe propõe a constituição de um *Mudaraba Partnership*, oferecendo este o conhecimento na gestão de projectos/fundos;
- ii. O projecto/*deal* é concluído e se for rentável, os ganhos distribuídos ao *Partnership*;
- iii. Os ganhos são distribuídos a ambas as partes, consoante os rácios previamente acordados.

Este tipo de contrato é o principal instrumento financeiro para uma instituição ou sociedade financeira Islâmica (VonPock, 2006), pois a captação de investidores (ou depositantes) torna-se aceitável perante as regras da *Shariah*. Permitindo a Instituição Financeira apresentar-se como *Mudarib (working partner)* e investir esse fluxo monetário em determinados projectos, tornando-se dessa forma como um *capital investor*.

Este tipo de contrato é largamente usado em operações sindicadas por diversos bancos e investidores Islâmicos.

As instituições financeiras Islâmicas, actualmente utilizam a figura de *Mudaraba* duplo (El-Gamal, 2008), que é simplesmente um *Mudaraba* investir noutro *Mudaraba*. Na maioria das vezes as instituições financeiras preferem investir o capital dos seus clientes em projectos geridos por terceiros, quer seja por motivos de uma gestão muito especializada, economias de escala ou benefícios fiscais.

Exemplo Prático de um *Mudaraba* duplo:

- Primeira fase – Determinado investidor em nome pessoal deseja depositar 10.000 unidades monetárias (u.m) no Banco Islâmico Y com o intuito de assinar um contrato *Mudaraba*, no qual possa investir em empresas que tenham o *core business* no sector energético. O período do contrato é de 24 meses e os eventuais ganhos são divididos em 95% para o Investidor (*Rab al Mal*) e 5% para o Banco Y (*Mudarib*). Ao assinar o contrato, o investidor entrega o dinheiro e recebe certificados *Mudaraba*;
- Segunda fase – O Banco Y, entre os vários contactos para financiar projectos energéticos, considera que um deles satisfaz os seus requisitos de risco, aliado a uma boa performance financeira e uma equipa de gestão experiente, decide investir nesse projecto as 10.000 u. m. Neste caso o Banco Y deixa de ser o *Mudarib* e passa a ter o papel de *Rab al Mal*. A empresa promotora do projecto (*Mudarib*) recebe as 10.000 u.m. para desenvolver o projecto e contribui com a gestão do projecto, não investido qualquer montante de capital. O *sucess fee* do *Mudarib* ficou acordado em 15% do resultado líquido do projecto;
- Terceira fase – O resultado final do projecto gerou um resultado líquido de 20.000 u.m., o que permite o Banco Y, recuperar o capital investido e ganhar 8.500 u.m como distribuição do lucro, tendo o *Mudarib* recebido 1.500 u.m (15%);
- Quarta fase – Nos termos do primeiro contrato *Mudaraba*, o Banco Y vai devolver os 10.000 u.m ao investidor inicial e pagar 8.075 u.m como ganho do investimento contratado;

- Caso o projecto tivesse gerado um lucro apenas de 8.000 u.m. o *Rab Al Mal*, neste caso o Banco Y, iria suportar a perda das 2.000 u.m e posteriormente reportar essa perda no primeiro contrato *Mudaraba* para o investidor.

3.3.2 - *Musharaka*

O contrato de *Musharaka* é instrumento de investimento muito similar ao contrato de *Mudaraba*, assente na estrutura de um *partnership* com o objectivo da partilha de risco por um projecto *Shariah Compliant* e na repartição dos proveitos e custos desse mesmo projecto, pelas diversas partes envolvidas (VonPock, 2006).

Deve-se estabelecer uma divisão entre os contratos *Musharaka*:

- *Musharaka* permanente;
- *Diminishing Musharaka*.

Um contrato *Musharaka* permanente só é finalizado quando o projecto subjacente é realizado na íntegra, nenhuma das partes pode pedir a sua liquidação e solicitar o respectivo capital envolvido antes do projecto estar terminado (VonPock, 2006).

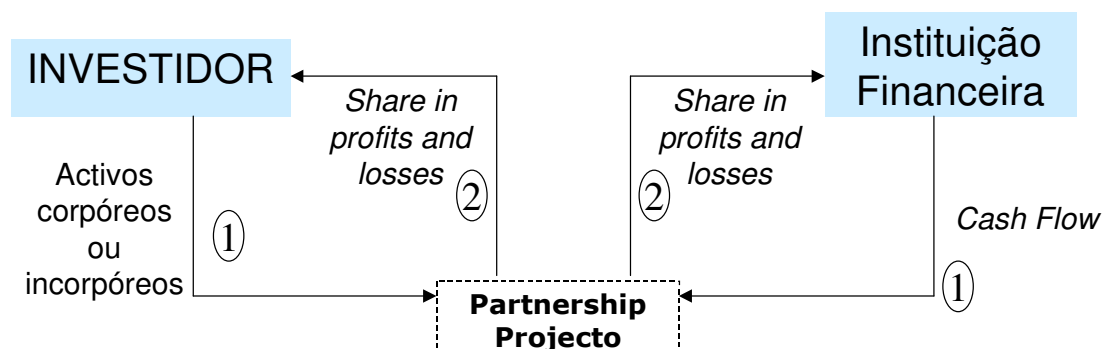
Ao contrário do contrato *Mudaraba*, o capital num contrato *Musharaka* pode ser em espécie, em activos ou em serviços prestados, a avaliação desses bens é previamente realizada por uma entidade que seja do consentimento de ambos de forma a mensurar o capital de cada parte.

É bastante comum como capital, a entrega por uma das partes, a utilização da sua marca, estabelecendo assim um valor dos activos intangíveis ao *Musharaka*.

Exemplo Prático: O agente económico A e o agente económico B contratualizaram um contrato *Musharaka*, onde o A coloca 10% do capital em dinheiro, 50% em activos tangíveis e o B coloca os remanescentes 40% com o valor da sua marca. O contrato deve indicar o rácio de decomposição da partilha de lucros, que pode ser superior para uma das partes ao capital

investido, justificado pela gestão do projecto. Eventuais perdas são repartidas pela contribuição do capital de cada uma das partes.

Figura 3.5 – Estrutura de contrato *Musharaka*



Fonte: Adaptado de Ayub, (2007) e El-Gamal (2006)

A estrutura tipo de um *Musharaka* permanente é evidenciada pela figura 3.5. A qual é explicada do seguinte modo, através de um **Exemplo Prático**:

Fase 1 – Determinado investidor deseja finalizar um projecto que tem em mente e já é possuidor dos activos, por exemplo a construção de um pólo logístico de um terreno que já é seu. O investidor contacta uma Instituição Financeira Islâmica, que lhe propõe a constituição de um *Musharaka Partnership*, oferecendo este o capital necessário para a realização do projecto;

Fase 2 – O projecto é concluído e se for rentável, os ganhos são distribuídos às partes envolvidas.

O contrato *Diminishing Musharaka*, é divergente do contrato permanente, pois neste é permitido que uma das partes do *partnership* (que normalmente é uma Instituição Financeira), venda os seus títulos de uma forma gradual. Às outras partes (o cliente), originando que o resultado a distribuir a seu favor também diminua. No fim do projecto, a parte vendedora já recebeu o capital investido e beneficiou da distribuição dos resultados (caso haja).

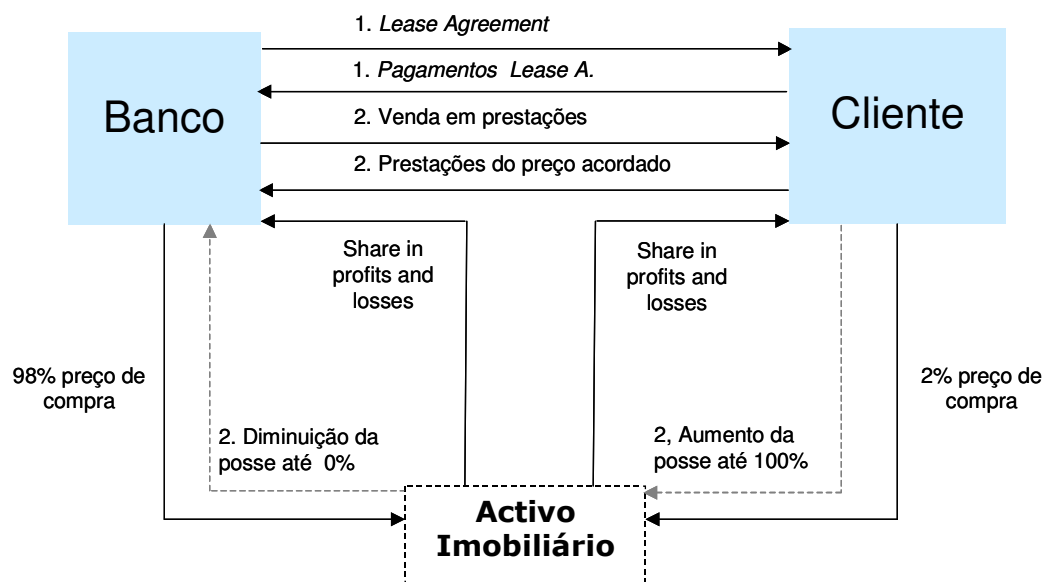
Este tipo de contrato é muito usado no mercado imobiliário, comparando com as Finanças convencionais ocidentais, pode-se dizer que a sua substância é equivalente a um mútuo com hipoteca.

Com um contrato *Diminishing Musharaka*, a parte financiadora do projecto (ou do activo) vai acordar com a outra parte um preço fixo por esse projecto ou contrato, isto é durante um período de tempo fixo, estabelecendo para tal, um cronograma de pagamentos. Pela imobilização do capital a parte financiadora, irá celebrar um *lease agreement* com o cliente pela utilização do activo.

Em suma, à medida do plano de pagamentos, o *partner* financiador vai diminuindo a sua participação no investimento, à medida que a posse é transferida para a outra parte com o pagamento da dívida e o valor do *lease agreement* intrinsecamente também se ajusta, concretizando que no final do pagamento da totalidade do capital, o *lease agreement* se expire.

O *partner* financiador, usualmente entra num contrato deste tipo por conta de outros investidores através de um *funding agreement*. Ao mesmo tempo, é celebrado um contrato de gestão no qual tem que ficar explicitamente estabelecido os *covenants* exigidos pela parte financiadora, para que caso haja um evento de *default*, por parte do cliente, este seja obrigado a adquirir a restante parte em dívida ao financiador acrescido de uma penalização pecuniária estimada à data do incumprimento, tendo em conta a projecção do resultado final do projecto.

Figura 3.6 – Estrutura de contrato *Diminishing Musharaka*



Fonte: Adaptado de Ayub, (2007) e El-Gamal (2006)

A estrutura tipo de um contrato *Diminishing Musharaka* é evidenciada pela figura 3.6 e pode ser explicada através do seguinte **Exemplo Prático**:

- i. Determinado cliente de uma Instituição Financeira Islâmica (IFI), especializado no comércio de vestuário quer adquirir um imóvel com a finalidade de criar um novo espaço de retalho para comercializar as novas colecções. O cliente só possui 2% do preço de compra do imóvel. A IFI propõe-lhe firmar um contrato de *Diminishing Musharaka* e financiar os restantes 98% do preço que falta. Ao mesmo tempo é celebrado um contrato de *lease agreement* pela utilização do imóvel;
- ii. O imóvel é pago em prestações pelo Cliente durante os anos previamente estabelecidos até a dívida ficar saldada. O contrato de *lease* vai perdendo valor à medida da redução do capital;

3.4 - *Murabaha*

A palavra *Murabaha* deriva da palavra em Árabe *muraba'ah* que significa venda e é utilizada comumente nos países Árabes como uma palavra que significa venda.

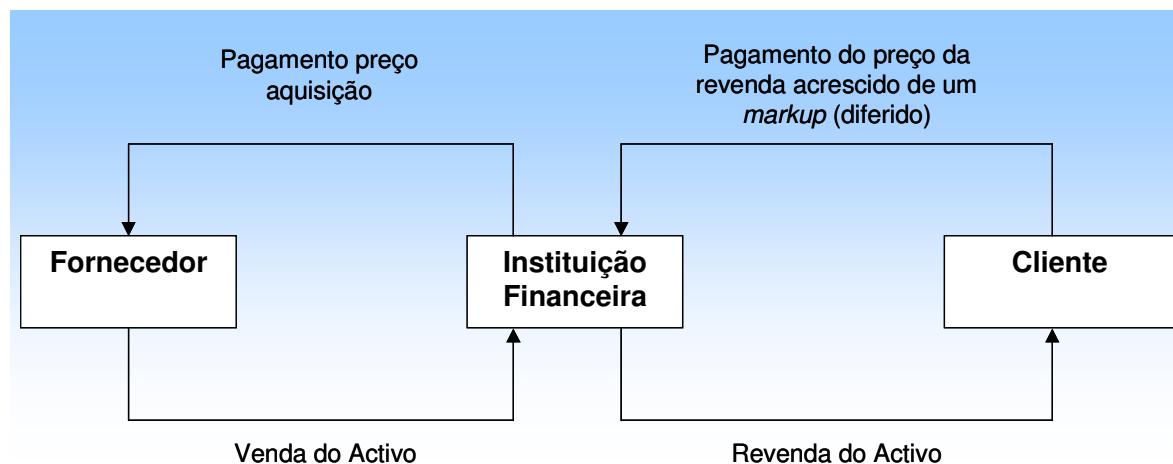
Na indústria do *Islamic Finance* é entendida como uma operação de aquisição de activos com pagamentos deferidos.

Este tipo de transacção ocorre quando um determinado agente económico decide adquirir um determinado activo, mas não tendo capacidade monetária para o realizar ou mesmo por estratégia financeira, decide contratar um intermediário financeiro Islâmico para que este compre o referido activo e que lhe venda (de imediato ou não), acrescido de um *markup* (ganho da Instituição Financeira) com plano de pagamentos diferidos (VonPock, 2006 e Ayub, 2007).

Alguma controvérsia tem sido gerada entre diferentes *Scholars* e mesmo entre diferentes centros financeiros na questão do *markup*, por exemplo o centro financeiro de Malásia e os centros financeiros dos países do Médio Oriente têm tido diferentes interpretações. Tipicamente o *markup* (*LMA*) escolhido, tem tido origem após análise às taxas referenciais (*benchmark*), sendo o referencial mais utilizado a *LIBOR* (*London Interbank Offered Rate*) acrescido de uma margem, criando um efeito económico muito semelhante ao cálculo de um juro num empréstimo tradicional, levantando por isso opiniões mais negativas por *Scholars* mais exigentes. A maioria dos *Muftis* considera uma operação íntegra para efeitos do Direito Islâmico que um determinado Banco Islâmico compare as taxas do mercado *Murabaha* com as taxas de empréstimos dos bancos convencionais (VonPock, 2006 e Ayub, 2007).

A diferença mais relevante para os Bancos convencionais, é que estes utilizam maioritariamente, taxas variáveis, esse uso é proibido nos contratos *Murabaha*, apenas sendo permitido taxas fixas.

Figura 3.7 – Estrutura de contrato *Murabaha*



Fonte: Adaptado de Ayub, (2007) e El-Gamal (2006)

Os principais passos de uma operação de *Murabaha* podem ser explicados através da figura 3.7, com o seguinte **Exemplo Prático**:

- i. Determinado cliente mostra interesse em adquirir um activo a um fornecedor;
- ii. Esse mesmo cliente comunica a uma entidade financeira Islâmica o interesse em adquirir o respectivo activo por determinado preço com a indicação do tempo de utilização;
- iii. A entidade financeira Islâmica contacta o fornecedor e adquire o activo que de imediato revende ao cliente;
- iv. O cliente aceita a oferta (preço do activo mais o *markup*) acordado conjuntamente com o plano de pagamentos.

A Instituição Financeira Islâmica ou o seu agente têm sempre que registar o activo financiado no seu balanço (na grande maioria das vezes é por poucos segundos), de outra forma a operação é entendida como um empréstimo convencional.

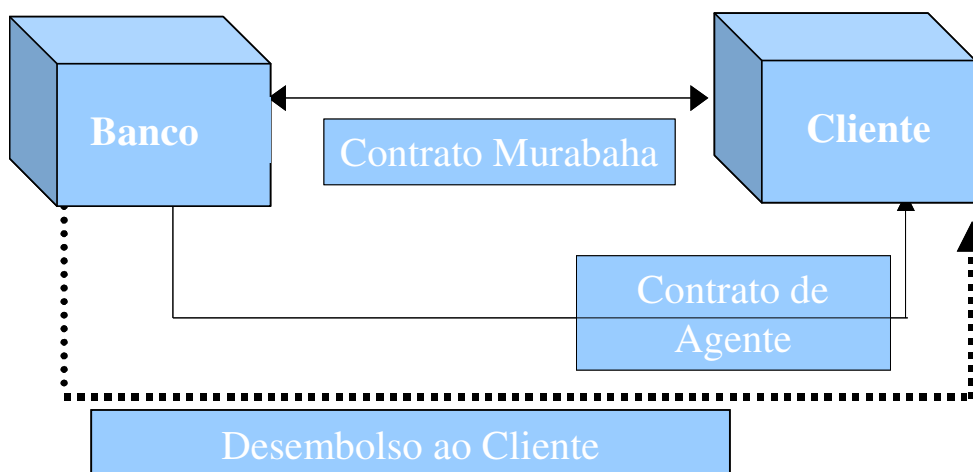
Nos últimos anos, tem-se assistido a uma mudança de estratégia por parte dos bancos, de forma a minimizar potenciais riscos de inexistência da operação, em que estes deixaram de comprar os

activos directamente e começaram a utilizar agentes intermediários, agente esse que é em grande parte das vezes o próprio cliente actuando com um papel económico diferente.

As figuras 3.8, 3.9 e 3.10 ilustram uma operação *Murabaha* de um cliente com um Banco Islâmico em que o cliente tem os papéis de Agente e Comprador:

- **No primeiro passo**, (figura 3.8):
 - Promete-se celebrar um contrato *Murabaha* entre o Banco e o Cliente;
 - Celebra-se o contrato de Agente entre o Banco e o Cliente, para que este actue em nome do Banco;
 - O Banco entrega o capital para que o Cliente compre os activos;

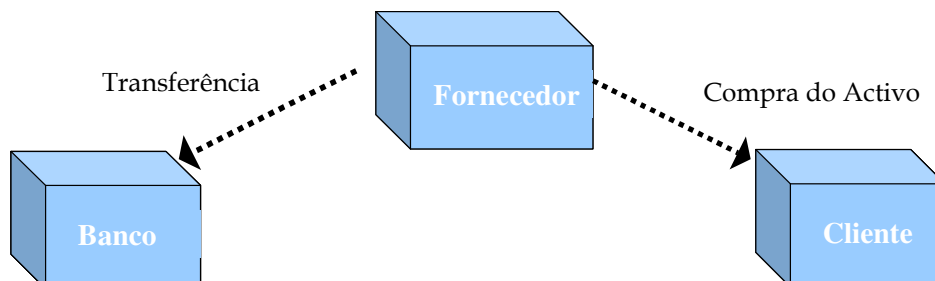
Figura 3.8 – Estrutura de contrato *Murabaha* (1º passo)



Fonte: Adaptado de www.MeezanBankLimited.com

- **No segundo passo** (figura 3.9):
 - O Cliente compra os activos em nome do Banco e este fica com a posse do activo;

Figura 3.9 – Estrutura de contrato *Murabaha* (2º passo)

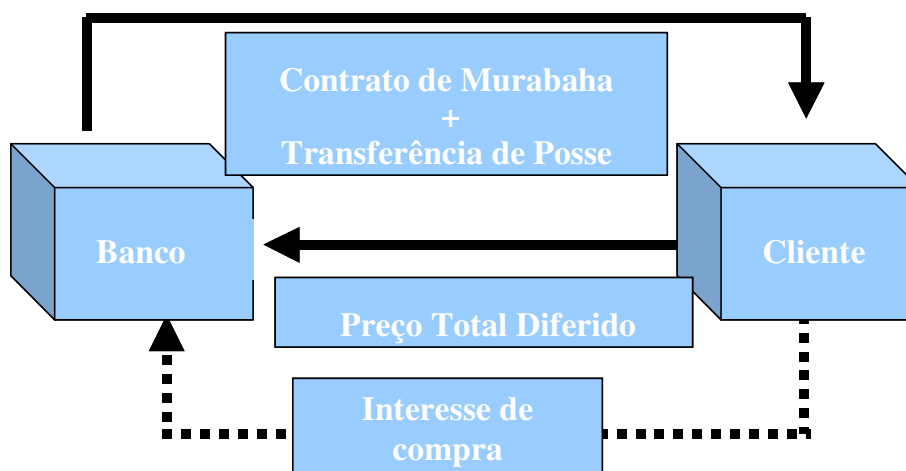


Fonte: Adaptado de www.MeezanBankLimited.com

- **No terceiro passo** (figura 3.10):

- O Cliente indica que quer comprar esses mesmos activos ao Banco;
- O Banco aceita a oferta e vende os activos, cedendo a titularidade;
- O Cliente paga o preço final acordado com o prazo de pagamentos estipulado.

Figura 3.10 – Estrutura de contrato *Murabaha* (3º passo)



Fonte: Adaptado de www.MeezanBankLimited.com

Para que um contrato *Murabaha* seja válido, além dos princípios base dos contratos *Shariah*, este tem que ser transparente no seguinte (Thomas *et al*, 2005):

- Especificação dos bens e respectivo valor;
- Especificação da quantidade;
- Especificação da qualidade;
- Especificação do local de entrega e data de entrega;
- Especificação do preço total, incluindo o *markup*;
- Especificação dos termos dos pagamentos;
- Aceitação de todas as partes intervenientes.

Tal como acontece nos empréstimos convencionais, este tipo de operações oferece riscos e comparativamente com a banca convencional, pode-se dizer que além do risco cliente, comum a ambos, existe risco do activo, pois este por muito pouco tempo que seja tem que passar pela titularidade da instituição financiadora.

Como foi visto em capítulos anteriores alguns *Scholars* aos olhos da *Shariah* impõem que todas as promessas devem ser cumpridas, logo o risco de uma promessa de um cliente comprar um determinado activo poderia estar minimizado, mas também como já foi comentado, a *Shariah* não impõe as suas regras nos Tribunais Cíveis, o que pode permitir em algumas jurisdições que determinadas promessas sejam postas em causa.

Hipoteticamente o inverso também pode acontecer, pois caso o intermediário financeiro Islâmico, tenha prometido vender um determinado activo, mas durante o período de entrega, esse mesmo activo no mercado passe a valer mais, o intermediário financeiro pode ter um incentivo financeiro para vender o activo no mercado e não celebrar a operação de *Murabaha*. Situação essa que seria repudiada de imediato pelo *Shariah* Comité e criaria um *corporate reputation* muito difícil de ser gerido (Ayub, 2007).

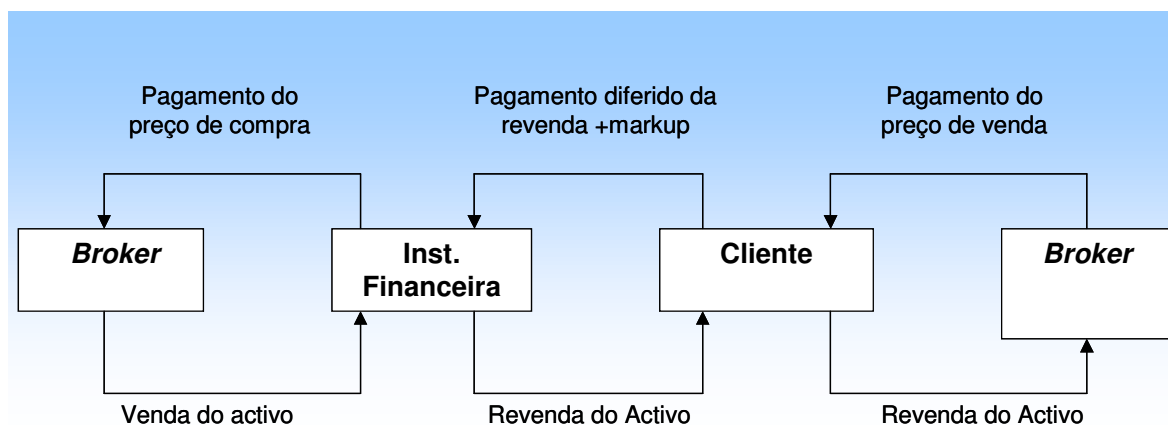
A indústria das Finanças Islâmicas tem acompanhado as necessidades dos seus utilizadores e exemplo dessa evolução é a introdução do contrato *Murabaha* para financiamento do *working capital* de uma organização onde não existe um activo específico para ser adquirido (The Banker, 2009).

Num típico contrato de *Shariah* de financiamento de *working capital* – *Tawarruq* – a Instituição Financeira adquire uma determinada *commodity*, por exemplo metal, a um determinado *broker* e vende ao cliente com pagamentos diferidos essa mesma *commodity* acrescido de um *markup*, veja-se a figura 3.11.

O resultado final é permitir que o cliente receba um determinado montante e que a obrigação de o pagar seja realizada em prestações. Alguns *Muftis*, por exemplo a *International Council Fiqh Academy* no início do ano de 2009 consideram que a operação não é válida para o Direito Islâmico, porque as leis do mercado não funcionam na sua essência e que aquisição de *commodities* são apenas utilizadas para gerar *cash flow* de imediato ao cliente.

Por outro lado, diversos *Scholars* (a maioria dos *Muftis* situados na Ásia) consideram que esse tipo de contrato não é ilegal em termos de *Shariah Law*. Exemplo dessa posição é o discurso de *Mohammad Akram Laldin* da *International Sharia Research Academy for Islamic Finance*, que referiu publicamente a sua opinião "*From the point of view of Islamic law, there is nothing wrong with the transaction itself*" (www.ArabianBusiness.com, 2009 e www.IslamicBanker.com, 2009).

Figura 3.11 – Estrutura de contrato *Tawarruq*



Fonte: Autor e Thomas *et. Al.* (2005)

Por existirem algumas semelhanças com um empréstimo tradicional e para que o produto financeiro seja considerado *Shariah Compliant* e logo *Halal* existem importantes características que devem ser cumpridas para quem queira estruturar uma operação *Murabaha*: (Thomas *et al*, 2005).

- O activo a ser comprado tem que ser registado em nome da Instituição Financeira, para que esta assuma o risco de perda, deterioração e armazenagem;
- O único ganho da Instituição Financeira é o *markup*;
- Não pode ser contratualizado para activos já comprados;
- Se existir *rollover* da operação o Banco não pode aumentar o *markup* ou imputar um *fee* (considerado *riba*);
- Se o cliente se atrasar no pagamento não pode existir um *fee* como penalização do atraso (considerado *riba*);
- A Instituição Financeira pode, se entender, celebrar descontos no preço do contrato inicial, mas não pode baixar o preço caso os pagamentos sejam antecipados.

3.5 - Ijara

Ijara é um contrato bilateral em que um dos intervenientes (*mujir*) transfere o usufruto de um serviço ou de um bem para o outro interveniente (*mustajir*) em troca de uma renda (*ujrat*) por um determinado período. A operação financeira *Ijara* é equivalente a um contrato híbrido de uma locação financeira e de uma locação operacional nas finanças convencionais. A sublocação do bem é permitida desde com a autorização da sociedade locadora (Hassan and Lewis, 2007).

O contrato *Ijara* tipicamente é finalizado com a aquisição do activo por parte do locatário numa data pré-determinada (semelhante a um *leasing* financeiro tradicional), se tal transferência não ocorrer, o locatário entrega novamente o activo e se este tiver em boas condições a sociedade financiadora pode celebrar um outro contrato *Ijara* com outro cliente, ou então aliená-lo e receber um valor residual, tipicamente uma operação de *leasing* operacional tradicional (Hassan and Lewis, 2007 e Ayub 2007).

As rendas são compostas pelo preço de aquisição acrescido de um prémio, que acaba por ser proveito da sociedade financiadora pelos serviços bancários prestados. O valor do prémio irá estar sempre relacionado com o activo em si, pelas garantias dadas pelo cliente. A renda será sempre estruturada pela aquisição ou não do activo na maturação do contrato por parte do cliente.

Para determinados activos, nomeadamente activos imobiliários, o valor da renda pode ter intrinsecamente o preço de uma opção, não existindo a obrigação de compra mas sim um direito. O cliente no fim do contrato pode optar por adquirir ou não o imóvel, sendo provável que se opte por exercer a opção se o preço acordado no contrato *Ijara* for inferior ao preço de mercado (El-Gamal, 2006).

A tipologia das rendas tem que ser acordada antes do início do contrato, podem ser fixas durante a vida do contrato ou podem ser ajustadas periodicamente (com um *benchmark* associado).

A renda só pode ser cobrada após o activo ser entregue à entidade locatária na data e local indicado no contrato.

Como indica Schoon (2008:48) as rendas reflectem sempre um elemento do proveito que a instituição financiadora vai obter, normalmente é utilizado a *LIBOR* como *benchmark*, o que pode facultar comparações com as rendas de um contrato convencional.

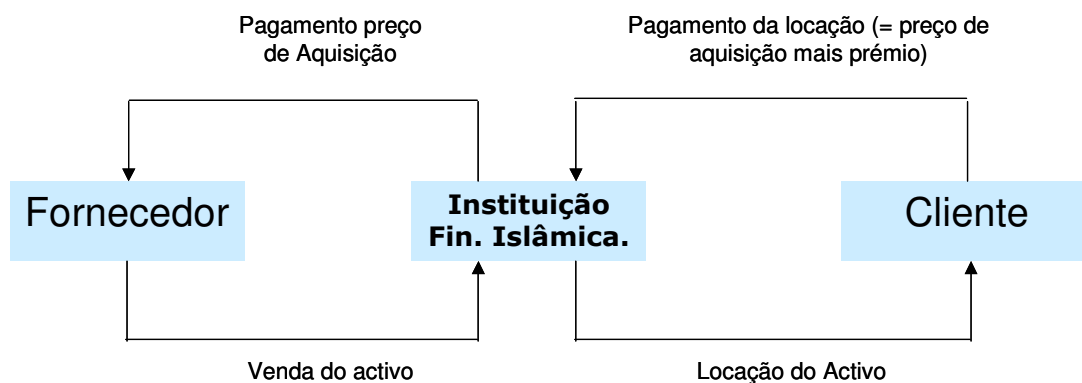
Operações similares a *sale and leaseback* convencionais também são permitidas pela *Shariah*, isto é, o futuro locatário poder ser o titular do activo, vendê-lo a uma locadora e posteriormente esta alugá-lo.

Tal como, a locação convencional, o titular do activo é sempre a entidade financiadora. Esta entidade é obrigada a manter o activo nas condições contratadas, suportando os custos necessários para que isso ocorra. Se existir alterações negativas significativas no activo por falta de compromissos pela entidade locadora, a entidade locatária pode rescindir o contrato *Ijara*. O inverso também pode ocorrer, por exemplo, se o locatário utilizar o activo de uma forma irresponsável e o danificar, o contrato termina de imediato, não tendo o locador forma de receber as rendas vincendas, podendo accionar um eventual contrato de seguro que tenha celebrado (Thomas *et al*, 2005)

Não existe quaisquer impedimentos pela *Shariah* que a estruturação de um contrato *Ijara* tenha outros meios de garantia adicionais, podendo ser aplicáveis, hipotecas, penhores ou cauções.

Nos últimos anos tem-se assistido a uma evolução por parte das sociedades financiadoras de forma a evitar risco de deterioração do activo. Em muitas jurisdições, as sociedades financiadoras estão a nomear o futuro locatário como seu agente. Utilizando-o nas aquisições, o agente fica subordinado à boa utilização do activo e ao suporte dos custos para o manter no devido estado acordado. As sociedades financiadoras evitam dessa forma o contacto directo com o fornecedor, eliminando custos com a rede de vendas (El-Gamal, 2006).

Figura 3.12 – Estrutura de contrato *Ijara*



Fonte: Autor e *Thomas et al.*, (2005)

Em termos práticos um contrato *Ijara*, na sua máxima amplitude, isto é, utilizando o arrendatário como agente, pode ser explicado através da figura 3.12 e do seguinte **Exemplo Prático**:

Composto pelas seguintes fases:

- O cliente negocia com o fornecedor o activo que lhe interessa;
- O cliente contacta uma Instituição Financeira Islâmica (IFI) para negociar o financiamento do activo através de um contrato *Ijara*;
- A IFI adquire o activo ao fornecedor, tipicamente a IFI nomeia o cliente como Agente para comprar esse mesmo activo;
- O fornecedor entrega o activo à IFI;
- A IFI entrega o activo ao cliente e activa o contrato de *Ijara* (locação);
- Na maturidade do contrato, a titularidade do activo pode (se tiver sido acordado) passar para o cliente.

4- Organismos de investimento Colectivo Islâmicos

4.1 - Introdução

A religião Islâmica sempre encorajou a criação de riqueza na sociedade ao invés de outras religiões.

A Europa sempre viveu o tema da criação de riqueza com diferentes posições. O economista e sociólogo Alemão Max Weber (1904) publicou o livro “*The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism*” um *best-seller* que ainda hoje permite discussões aceras entre os economistas da Europa Continental maioritariamente católicos e os economistas Anglo Saxónicos liberais maioritariamente Protestantes.

Os investidores Muçulmanos além dos tradicionais objectivos de um investimento, como os da preservação do capital, da criação de valor e correspondente maximização do capital investido, do equilíbrio entre a liquidez e a rentabilidade, têm que incorporar a doutrina Islâmica no processo de investimento (Thomas *et. al*, 2005).

No mercado de investimentos convencional, o investidor típico considera que a maximização da rentabilidade é o objectivo profundo de um determinado investimento. Para o Islão o investimento é considerado um dever, pois é visto como um bem para a sociedade, sendo o objectivo principal além da tradicional rentabilidade, a criação de riqueza para a comunidade.

Os investidores Islâmicos devem correlacionar o investimento realizado com as regras da *Shariah*, nomeadamente com as actividades legítimas para a Lei Islâmica, actividades *Halal* e não realizar investimentos em actividades não permitidas, *Haram*, e introduzir metodologias que liguem as actividades de investimento com objectivos morais, sociais e éticos (Thomas *et. al*, 2005).

O aparecimento da indústria do *Islamic asset and fund management*, está associada ao *boom* da procura de petróleo no Médio Oriente dos últimos quinze anos e consequentes subidas do produto interno bruto dos países do Golfo Pérsico, que originou uma liquidez muito forte nessa região do globo. Região essa, dominada por investidores muçulmanos onde naturalmente está situada a grande maioria dos investidores *Shariah compliance* (Jaffer, 2004).

Os intermediários financeiros domiciliados no Médio Oriente sentiram que era necessário criar estruturas de investimento colectivo, onde os seus clientes ligados à indústria da energia, podiam rentabilizar os ganhos obtidos pelo seu *core business*.

Como tal, era fundamental ter veículos com produtos atractivos, com *portfolios* diversificados e associados a uma gestão especializada e profissional na gestão de activos financeiros.

Os intermediários Financeiros Islâmicos ao inspirarem-se na indústria do *Asset e Fund Management* tradicional, para além das estruturas Islâmicas comuns que foram referidas no capítulo anterior, decidiram trabalhar o conceito dos Fundos de Investimento e criar um nova figura, o *Sukuk*, que permite a securitização de activos num formato Islâmico (Thomas *et al.*, 2005).

4.2 - *Sukuk*

O mercado tradicional de títulos mobiliários de dívida, nomeadamente o de obrigações (*Bonds*) está proibido pela Lei Islâmica. É entendido pela Jurisprudência Islâmica que uma obrigação está sujeita à *Riba*, pois a obrigatoriedade de pagar/receber um juro e a existência de um retorno predeterminado encaixam o tradicional *Bond* numa operação *Riba* (Adam e Thomas, 2004).

Com a necessidade das organizações terem o *funding* necessário para os seus investimentos, o mercado de *Islamic Finance* criou o seu próprio modelo de *Bond*, os *Sakk*, em plural *Sukuk*, comumente apelidado de *Islamic Bonds* (Adam e Thomas, 2004).

Enquanto no mercado tradicional, uma obrigação é a promessa de pagar um empréstimo, o *Sukuk* é um tipo de título mobiliário (certificado ou *note*) que representa a detenção parcial de determinado activo.

Os *Sukuk* têm sempre subjacentes activos da organização, independentemente serem corpóreos ou incorpóreos. Em bom rigor analítico, o *Sukuk* é instrumento híbrido entre as obrigações e as acções, pois pode representar uma parte de cada um e está sempre associado a uma outra operação de *Islamic Finance*, por exemplo com *Ijara* ou *Musharaka*.

É importante sublinhar, que um *Sukuk* não tem o mesmo significado que uma posição *equity* numa determinada empresa, pois uma acção é uma posição que um determinado investidor

possui sobre uma empresa, enquanto um *Sukuk* é uma posição sobre um determinado activo ou conjunto de activos (Adam e Thomas, 2004).

Como resultado, cada subscritor de um *Sukuk* não tem apenas um direito financeiro sobre qualquer proveito, mas também é possuidor de uma parte do activo que é subjacente ao contrato. O subscritor como proprietário, também vai partilhar os riscos associados ao activo subjacente, o que lhe pode proporcionar eventuais perdas, *inclusive* a totalidade.

Num empréstimo obrigacionista convencional, a organização emitente recebe o capital e não tem que indicar como vai investir o capital levantado. Nas Finanças Islâmicas, essa liberdade é totalmente proibida, sendo obrigatório a indicação no prospecto do *Sukuk*, o motivo do *funding* e qual a política de investimentos que irá ser trabalhada após a colocação do *Sukuk* (Adam e Thomas, 2004)

O título pode ser comercializado em mercado primário com a emissão do título pelo emitente ou em mercado secundário, sendo permitido pela *Shariah* a colocação em Bolsa, isto se o emitente assim entender, permitindo assim a criação de um maior volume de liquidez e o interesse potencial de institucionais financeiros não residentes pelo título.

O processo de emissão de um *Sakk* passa sempre pela criação de um veículo especial e exclusivo para a operação – *special purpose vehicle* – (*SPV*) ou um *special purpose mudaraba* por parte da organização emitente juntamente com o Banco contratado para fazer a operação de *lead manager* e *bookrunner*.

A ideia de colocar sempre os activos através *SPV*, é assegurar quando o *Sukuk* for emitido, o processo de monetização resulte numa operação livre de *Riba* e de *Gharar*, em que cada parte partilhe os riscos e ganhos de um activo específico, ou de uma carteira de activos (detida pelo *SPV*) (Jaffer, 2004; Iqbal e Mirakhor, 2006).

Por outro lado, domiciliar o *SPV* normalmente numa jurisdição fiscalmente eficiente, o serviço de colocação torna-se mais eficaz numa captação de *fund raising* internacional. O *SPV* também é estruturado com a finalidade de colocar a salvo os activos subjacentes do *Sukuk* em caso de uma falência por parte do promotor, de forma que os credores não possam executar activos detidos pelo *SPV*, pondo em risco o investimento realizado pelos subscritores do *Sukuk*.

Os tipos de *Sukuk* mais utilizados pela Indústria de *Islamic Finance* são os seguintes:

4.2.1 - *Sukuk al-Mudaraba*

O *Sukuk al-Mudaraba* é definido como um título que divide (titulariza) o capital de uma operação de *Mudaraba* em unidades iguais, registadas em nome dos detentores das mesmas.

Sukuk holders são considerados como os titulares da operação *Mudaraba* e beneficiam de todos os proveitos originados na proporção do capital que possuem (Adam e Thomas, 2004).

Quando se compara um *Sukuk al-Mudaraba* com veículos convencionais, pode-se dizer que as unidades são equiparadas a acções de um *trusteeship*. O *SPV* vai actuar sempre como *trustee* de um *trust Project* em nome e por conta dos investidores.

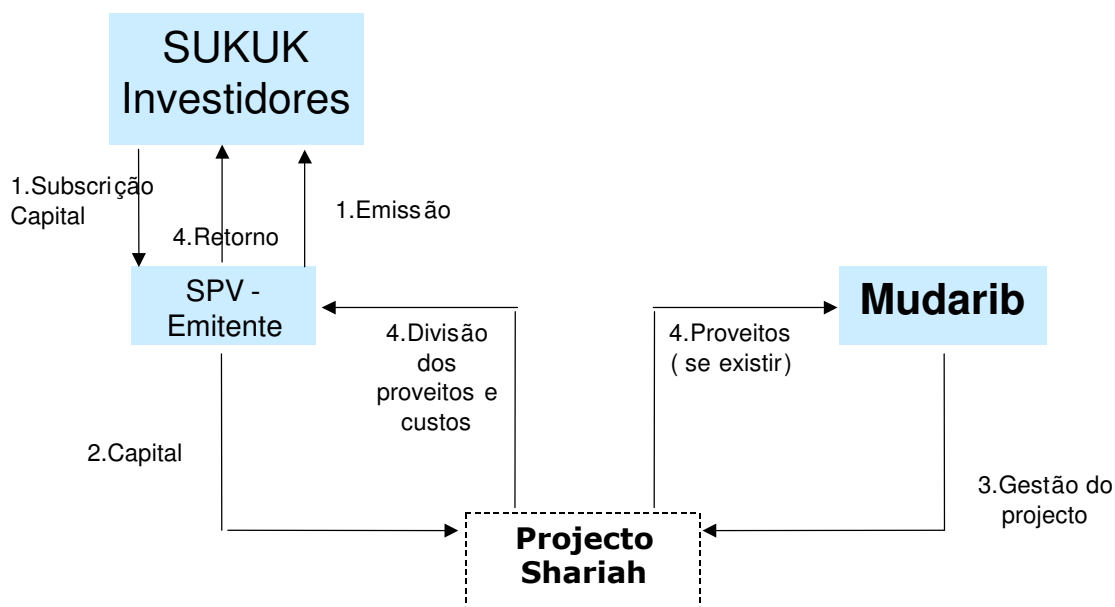
Numa operação *Mudaraba* o veículo emitente normalmente um *SPV*, é identificado como o *Rab al Mal* que actua em nome dos investidores e que irá ser o *partner* no contrato *Mudaraba*. O *SPV* é detido pelos investidores, que por sua vez irá celebrar juntamente com o *Mudarib* um *Mudaraba agreement*, onde o *SPV* irá entrar com o capital e o *Mudarib* com trabalho e tempo para o projecto *Shariah Compliant* previamente apresentado (Adam e Thomas, 2004).

O *Mudarib* como *partner* do contrato *Mudaraba*, irá ter o papel do gestor do projecto em que irá gerir o capital subscrito pelos investidores na política de investimentos apresentada previamente na altura da subscrição no prospecto do *Sukuk*.

Como recompensa pelo respectivo trabalho de gestão, o *Mudarib* vai ser remunerado na percentagem previamente estabelecida dos proveitos (se ocorrerem) gerados pelo *Sukuk*.

Os investidores numa operação *Sukuk* não podem interferir com a gestão do *Mudarib*, sendo obrigatório no prospecto de emissão a inclusão os termos e condições, nomeadamente da política de investimentos que o *Mudarib* possa realizar (Adam e Thomas, 2004).

Figura 4.1 – Estrutura tipo de um *Sukuk al-Mudaraba*



Fonte: Adaptado de Adam e Thomas, (2004)

A figura 4.1 ilustra uma estrutura de *Sukuk al-Mudaraba*, os passos envolvidos na estrutura são descritos do seguinte modo:

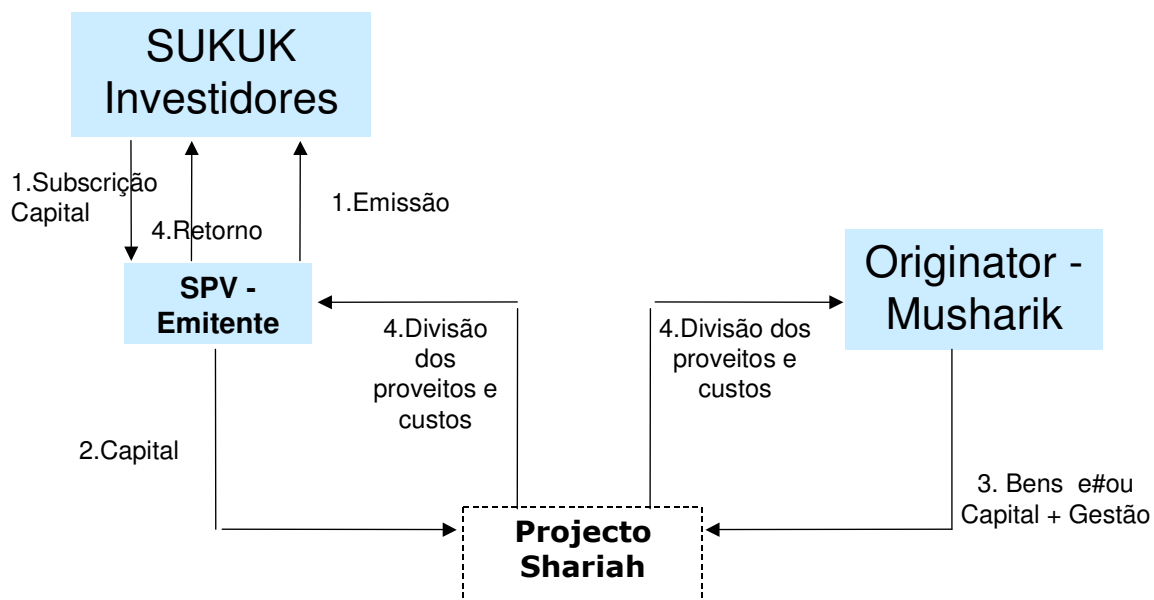
- i. Criação do *SPV*; Assinatura do contrato *Mudaraba* entre o *SPV* e o *Mudarib*; Colocação do *SPV* na íntegra pelos investidores e respectiva subscrição dos títulos *Sukuk* em mercado primário;
- ii. O *SPV* entra com o capital no projecto subjacente ao contrato *Mudaraba*;
- iii. O *Mudarib* entra com a gestão no projecto subjacente ao contrato *Mudaraba*;
- iv. No final do projecto e de acordo com os termos e condições do contrato *Mudaraba*, os proveitos serão repartidos pelos investidores e pelo *Mudarib*. Caso o projecto tenha uma rentabilidade negativa, a perda de capital é suportada pelos investidores.

4.2.2 - Sukuk al-Musharaka

O *Sukuk al-Musharaka* é um veículo muito similar ao *Sukuk al-Mudaraba*, tipicamente no contrato *Musharaka* assume a figura de *partner* que representa os investidores, normalmente um *SPV*. O outro *partner* é o *Musharik*, tipicamente um banco de investimento Islâmico, que contribui com activos corpóreos ou activos financeiros, podendo mesmo contribuir com capital. Essa relação faz com que o *Musharik* seja o gestor do contrato de *Musharaka* (Ayub, 2007). Todos os *providers* de capital podem (se o contrato assim estipular) participar na gestão do projecto, mas podem também não fazê-lo, existindo um direito, mas não uma obrigação (Adam e Thomas, 2004).

Os lucros da operação são distribuídos pelos *partners* em rácios previamente acordados, em que as perdas (se existirem) são suportadas por cada *partner* na proporção do capital investido.

Figura 4.2 – Estrutura tipo de um *Sukuk al-Musharaka*



Fonte: Adaptado de Adam e Thomas, (2004)

A figura 4.2 ilustra uma relação entre os diferentes *partners* numa estrutura *Sukuk al-Musharaka* com um **Exemplo Prático:**

O *Musharik/ Originator* e o *SPV* celebram um contrato *Musharaka* para a concretização de um determinado projecto, onde se realça um período fixo no tempo, um rácio de partilha de *profit sharing* e indicação de compra de um número de determinados certificados do *Sukuk* por parte do *Musharik*.

Fases:

- i. Criação do *SPV*; Colocação do *SPV* na integra pelos investidores e respectiva subscrição dos títulos *Sukuk* em mercado primário;
- ii. O *SPV* entra com o capital no projecto subjacente ao contrato *Musharaka*;
- iii. O *Musharik* entra com determinado activo corpóreo ou financeiro e capital, e pode acumular a gestão no projecto subjacente ao contrato *Musharaka*;
- iv. No final do projecto e de acordo com os termos e condições do contrato *Musharaka*, os proveitos serão repartidos pelos investidores e pelo *Musharik*. Se o projecto ter tido uma rentabilidade negativa, a perda de capital é suportada por ambos;
- v. Nota: Se o *Musharik* for o agente/gestor do contrato, irá existir um *fee* fixo por essa mesma gestão do projecto.

4.2.3 - Sukuk al-Ijara

Como foi demonstrado no capítulo três, *Ijara* é um contrato em que uma das partes compra e arrenda um determinado activo por troca de uma renda. É usual o vendedor e o locatário serem a mesma entidade, originando um operação semelhante nas Finanças convencionais a um *Sale-Leaseback* (Ayub, 2007).

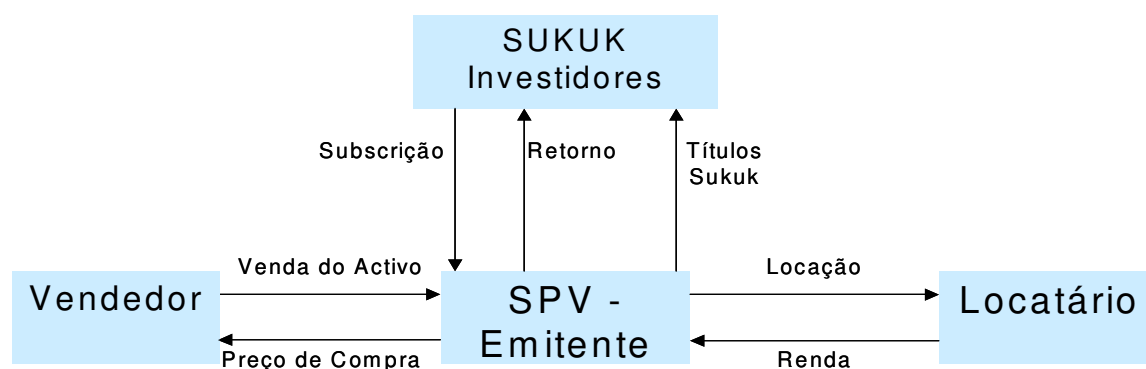
O valor da renda e o tempo de duração do contrato são negociados consoante o activo ser detido ou não, pelo locatário na maturidade do contrato.

Os *Sukuk al-Ijara* são títulos mobiliários que representam a titularidade de um activo ou de uma carteira de activos por parte do comprador do *Sukuk*, activo esse que está arrendado a um terceiro, recebendo uma renda por esse serviço (Schoon, 2009).

Os *Sukuk al-Ijara* estão sujeitos ao risco do pagamento das rendas por parte do locatário e também ao risco do mercado, nomeadamente ao risco de uma desvalorização do activo em sua posse e elevados custos de manutenção e de seguro.

Os investidores num *Sukuk al-Ijara* como titulares dos certificados, são responsáveis pelo activo, tendo a obrigação de manter o activo em condições pré-acordadas com o locatário, de forma que este possa usufruir do activo nas condições propostas (Adam e Thomas, 2004).

Figura 4.3 – Estrutura tipo de um *Sukuk al-Ijara*



Fonte: Adaptado de Adam e Thomas, (2004)

A figura 4.3 ilustra os intervenientes numa operação de *Sukuk al-Ijara* com um **Exemplo Prático:**

Passos envolvidos na estrutura:

- i. Criação de um *SPV* e colocação dos certificados *Sukuk* no mercado primário no montante necessário para a aquisição do activo subjacente negociado;
- ii. O cliente vende o activo subjacente ao *SPV*;
- iii. Assinatura de um contrato de locação entre o *SPV* e o locatário, onde está estipulado o prazo temporal e recompra do activo;
- iv. O *SPV* recebe as rendas contratadas e redistribui esses mesmos rendimentos aos detentores dos certificados *Sukuk*;
- v. Na maturidade do contrato ou numa liquidação antecipada, o *SPV* pode vender o activo ao actual locatário por um valor previamente estabelecido.

4.2.4 - *Rating*

Para qualquer uma das estruturas *Sukuk* apresentadas, o *rating* do título é um factor chave na distribuição do mesmo, sendo um elemento fundamental no sucesso ou insucesso da operação de colocação.

As agências internacionais de *rating* como a *Fitch*, *Standard & Poor's* e *Moody's* desde o início dos anos noventa começaram a ver a importância do mercado de *Sukuk*, nomeadamente com a necessidade de os emitentes terem um título com *rating* comparável em qualquer parte do mundo. Actualmente, as referidas casas de *rating* possuem divisões específicas para o mercado de finanças Islâmicas (Watson and Carton, 2006),

A análise por parte das casas de *rating* internacional não passa pela verificação exaustiva das regras *Shariah*. As agências de *rating* assumem e geralmente verificam que esse *compliance* é realizado pelo *Shariah* comité, pois para a emissão do *rating* não é necessário que as questões éticas e religiosas interfiram (Watson and Carton, 2006).

A análise realizada pelas Agências de *rating*, é tipicamente focalizada com grande minuciosidade nos aspectos financeiros e jurídicos da transacção e não pelas regras religiosas. A excepção passa unicamente quando uma emissão de *Sukuk* tem no seu prospecto, que um determinado evento de uma operação não permitida pela *Shariah* possa dar origem a um *default* (Fitch, 2007).

A actual estruturação de um *Sukuk*, incluindo a domiciliação dos activos num *SPV*, veio facilitar a análise das agências de *rating*. Situações em que o emitente é uma organização em que pode ter mais do que um *Sukuk* ou outros *outflows* referentes a passivos, pode originar *rankings* de subordinação de dívida em casos que as disponibilidades sejam insuficientes.

Com a inclusão de um *SPV*, tal como o nome indica, o veículo financeiro apenas servirá para a detenção dos activos a ser titularizados. Um dos pontos mais analisados pelas Agências de *rating* é a verificação de uma eventual garantia que esses activos possam estar a ser utilizados a favor

de terceiros, o que pode implicar o activo poder vir a ser detido por outro credor, originando nestas situações a possibilidade de insolvência por parte do *Sukuk* (Adam e Thomas, 2004)

Um ponto também muito relevante para atribuição da nota por parte das Agências, é a importância do activo securitizado pertencer ou não aos activos *core* da actividade principal do promotor. Caso não pertença, o risco em conjunturas económicas mais inóspitas é mais elevado, pois para o promotor uma eventual perda desse activo não é crítico para a continuidade da sua actividade principal (Adam e Thomas, 2004).

Com uma análise consistente e padronizada, a qualidade do *rating* das Agências internacionais é equiparada, independentemente de o *Sukuk* ter sido emitido no Qatar ou ser emitido nos Estados Unidos da América ou na Europa. Um AAA ou um BBB atribuído significa o mesmo risco para o investidor, independente da jurisdição onde está estabelecido o emitente ou o promotor.

4.2.5 - Distribuição

Como já foi identificado nos pontos anteriores, a jurisdição do *SPV* é fundamental para o sucesso de uma operação de *fund raising*. A colocação de um produto financeiro para a obtenção de um resultado bem sucedido internacionalmente, passa também pela escolha de um centro financeiro, que deverá ser: global; fiscalmente eficiente; possuir capital humano com *skills* profundos sobre mercado de capitais e imune a alterações político sociais profundas. Actualmente os principais centros financeiros que acolhem e dinamizam o mercado de *Sukuk* são: o Dubai, Bahrain, Malásia, Luxemburgo e Irlanda. (Thomas *et al*, 2005).

As principais operações de *Sukuk* estão sempre associadas a um *cross-border*, utilizando para isso diversas Bolsas de Valores internacionais para a promoção dos títulos e permitindo melhores níveis de criação de liquidez.

Historicamente, as operações *Sukuk* têm sido colocadas em mercado primário e subscritas primordialmente pelo sector institucional. Nos últimos anos o sector de retalho tem também sido utilizado pelos bancos de investimento, que fazem o *book-running* da operação, tanto em *initial public offerings*, como em vendas directas.

O mercado secundário começou a ser dinamizado com o aparecimento de fundos de investimento, em que a política de investimento expressa unicamente a obrigação de comprar títulos *Shariah law* e mesmo recentemente, com lançamentos de fundos de investimento *Sukuk*, nos quais, a carteira de investimento permitida é unicamente a aquisição de *Sukuk*, por exemplo os fundos “*The Emirates Sukuk Fund*” e o “*HSBC Amanah Sukuk Fund*” geridos respectivamente pelas sociedades gestoras *EISAM* e *HSBC*. (Adam e Thomas, 2004; The Financial Times, 2008).

4.2.6 - Exemplos Práticos

O principal *player* mundial na emissão de *Sukuk* é a Malásia, sendo seguido pelos países do Médio Oriente, mas determinados países não Muçulmanos já tiveram a necessidade de inovação, nomeadamente a Alemanha que foi o primeiro país Europeu a ter uma operação *Sukuk* no sector público e os E.U.A. em financiamentos *Corporate*. (KPMG, 2007 e IFLS, 2009).

A figura 4.4 ilustra as principais operações *Sukuk* desde 2001 a nível global e os principais tipos de contratos *Shariah* utilizados.

Figura 4.4 – Emissões Sukuk de 2001 a 2007, nível global

Emitente	Tipo	Montante	Ano Emissão	Rating
Kumpulan Guthrie Bhd.	Ijarah	USD 150 million	2001 (expired in 2006)	BBB+(MARC)
Malaysia Global Sukuk Inc.	Ijarah	USD 600 million	2002	A3 (Moody's), A- (S&P)
LMC Bahrain Sukuk Co.	Ijarah	USD 250 million	2003	A (S&P)
Solidarity Trust Service	Ijarah	USD 400 million	2003	BBB (S&P)
Qatar Global Sukuk	Ijarah	USD 700 million	2003	AA-(S&P)
BMA International Sukuk	Ijarah	USD 250 million	2004	A (S&P)
Sarawak Corp Sukuk Inc.	Ijarah	USD 350 million	2004	Aaa1(Moody's), A-(S&P)
Gold Sukuk DMCC	M usyarakah	USD 200 million	2005	A (S&P)
IDB Trust Services Ltd.	Ijarah	USD 500 million	2005	AAA (S&P)
Pakistan Int. Sukuk Co.	Ijarah	USD 600 million	2005	B1(Moody's), B+(S&P)
Abu Dhabi Islamic Bank	M usyarakah	USD 800 million	2006	A2(Moody's), A (Fitch)
East Cameron Gas	M usyarakah	USD 165.75 million	2006	CCC+(S&P)
SIB Sukuk Co. Ltd.	M usyarakah	USD 225 million	2006	BBB (S&P)
Tabreed 06 Financing Corporation	Istisna' / Ijarah	USD 200 million	2006	BBB-(S&P)
DIB Sukuk	M ushakah	USD 750 million	2007	A1(Moody's), A (S&P)
MBB Sukuk	M ushakah	USD 300 million	2007	BBB+(S&P)
DIFC Sukuk	M udharabah	USD 1.5 billion	2007	A+(S&P)

Fonte: www.cimb.com and *Bloomberg*

As figuras 4.5, 4.6 e 4.7 evidenciam os principais pontos das fichas técnicas de emissões Sukuk que fizeram história na Alemanha, Malásia e Estados Unidos da América respectivamente. A emissão do Sukuk do Estado Federal da Saxónia, foi um marco extremamente muito importante para as Finanças Islâmicas, pois foi a primeira emissão no continente Europeu e logo associada a activos subjacentes pertencentes ao Estado Alemão.

Figura 4.5 – Ficha Técnica – Saxony Sukuk

<i>Originator /Cliente</i>	Estado Federal da Saxony Anhalt - Alemanha -
<i>Emitente</i>	Stichting sachsen Anhalt Trust (SPV Holandês)
<i>Montante</i>	100 Milhões euros
<i>Maturidade</i>	2009
<i>Estrutura Shariah</i>	Ijarah
<i>Activos</i>	Imóveis pertencentes ao Governo Alemão
<i>Recourse</i>	Limitado aos activos do Trust.
<i>Rating</i>	AA- (S&P)
<i>Fixo / Variável</i>	Variável - Euribor 6M + 1bp
<i>Investidores</i>	Institucionais - 60% originários do Médio Oriente e 40% da Europa
<i>Lei Comercial</i>	Republica Federal da Alemanha
<i>Bolsa de Valores</i>	Luxemburgo

Fonte: www.cimb.com and *Bloomberg*

Figura 4.6 – Ficha Técnica – MBB Sukuk

<i>Originator /Cliente</i>	MayBank
<i>Emitente</i>	MBB Sukuk Inc (Labuan)
<i>Montante</i>	300 Milhões USD
<i>Maturidade</i>	2017
<i>Estrutura Shariah</i>	Musharakah
<i>Activos</i>	Activos pertencentes ao Maybank
<i>Recourse</i>	Limitado aos activos do SPV
<i>Rating</i>	BBB+ (S&P)
<i>Fixo / Variável</i>	Variável - 6m USD Libor + 33bps
<i>Investidores</i>	Institucionais - 64% originários da Ásia, 23% da Europa e 13% do Médio Oriente
<i>Lei Comercial</i>	Reino Unido
<i>Bolsa de Valores</i>	Singapura e Labuan

Fonte: www.cimb.com and *Bloomberg*

Figura 4.7 – Ficha Técnica – East Cameron Sukuk

<i>Originator /Cliente</i>	East Cameron gás co.
<i>Emitente</i>	SPV em Delaware
<i>Montante</i>	165,75 Milhões USD
<i>Maturidade</i>	2019
<i>Estrutura Shariah</i>	Musharaka
<i>Activos</i>	Plataformas de gás
<i>Recourse</i>	Limitado aos activos do SPV
<i>Rating</i>	CCC+ (S&P)
<i>Fixo / Variável</i>	Rendimento expectável anual 11,25%
<i>Investidores</i>	Institucionais - Investidores Norte Americanos
<i>Lei Comercial</i>	Estados Unidos da América
<i>Bolsa de Valores</i>	-

Fonte: www.cimb.com and *Bloomberg*

4.3 - Os Fundos de Investimento

4.3.1 - Introdução

Os Fundos de Investimento, como organismos de investimento colectivo, são estruturados consoante as jurisdições e respectivos enquadramentos legais onde são domiciliados.

Podem ser estruturados como *Unitised funds*, como *partnership* e até podem ter a figura legal de uma *Limited company*.

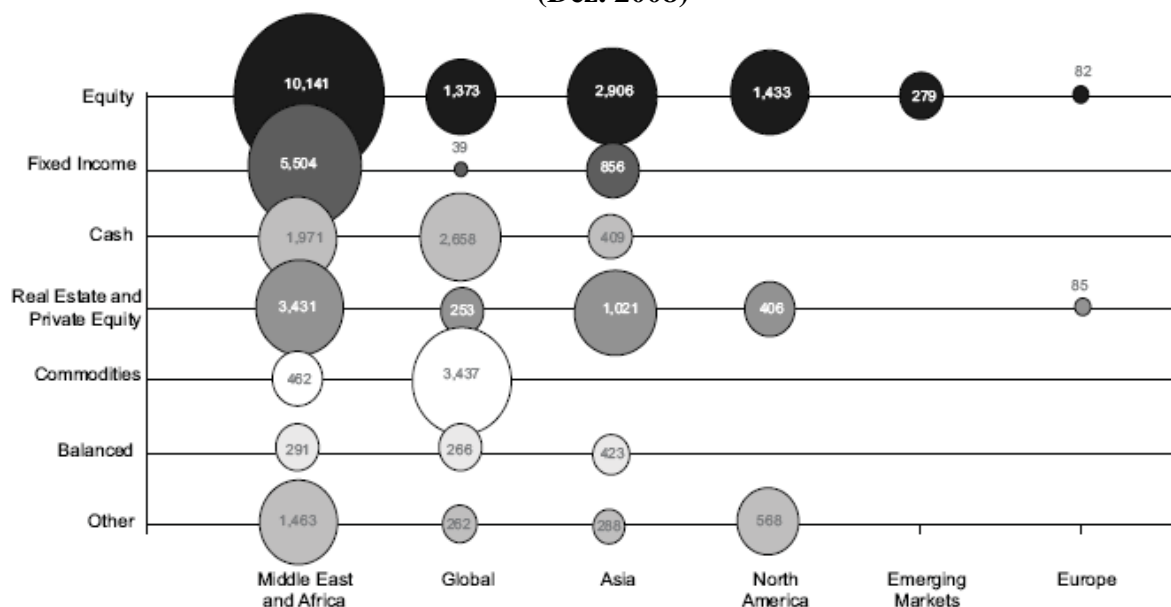
Os primeiros fundos de investimento Islâmicos criados, foram sempre fundos com ambições locais, quer ao nível da selecção dos activos, como da distribuição aos investidores. A política de investimentos sempre recaiu nos produtos de investimento islâmico, como *Ijarah* e *Murabaha*.

Com a entrada dos grandes intermediários financeiros internacionais nas Finanças Islâmicas, o critério da política de investimentos foi-se modificando e apareceram os primeiros *Equity funds* e os *Private Equity funds*. Actualmente, estas classes de fundos de investimento são as que têm mais importância no panorama internacional do *Islamic asset management*.

Como se evidencia pelas figuras 4.8 e 4.9, a região do globo com mais activos sob gestão geridos por fundos de investimento islâmicos situa-se no Médio Oriente e Norte de Africa, seguido da Ásia. O resultado em si não é de estranhar, pois são os dois *financial Hubs* Islâmicos mundiais que estão mais activos quer em número de operações quer em número de players (IFSL, 2009).

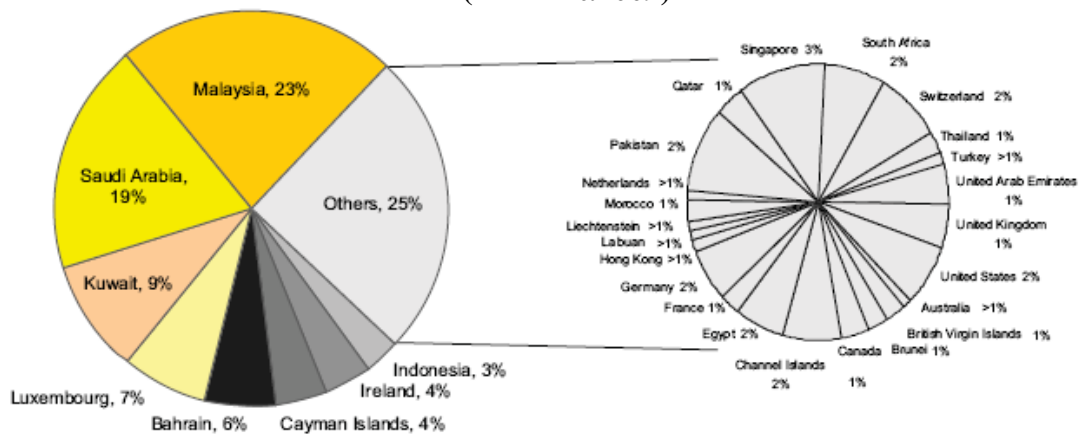
A figura 4.8 é bastante elucidativa quanto às diferentes classes de activos, verificando-se que os fundos de *Equity* são os preferidos pelos investidores.

Figura 4.8 – Distribuição da Classe de activos dos fundos de investimento (Dez. 2008)



Fonte: *Ernst and Young*, (2009)

Figura 4.9 – Distribuição Geográfica de domiciliação por número de fundos Islâmicos (1º Trimt.2009)



Fonte: *Ernst and Young*, (2009)

4.3.2 - *Equity Funds*

Até ao final dos anos oitenta, os *Scholars* nunca autorizaram o investimento em *equity funds*, porque não existiam empresas *Shariah* cotadas em Bolsa de Valores suficientes para fazer um fundo e as empresa convencionais não eram regidas pelos princípios Islâmicos. Por outro lado, os *Scholars* mais conservadores também consideravam que cada accionista tinha o poder para tomar decisões independentemente de ser maioritário ou não, o que podia levar a decisões contra os princípios Islâmicos (Thomas *et al*, 2005).

No início dos anos noventa, diversos *Scholars*, começaram a ter opiniões diferentes dos seus colegas mais conservadores e começaram a justificar que investimentos em fundos de acções podiam ser realizados, pois as decisões nas empresas seriam sempre tomadas pela maioria dos accionistas e não por um accionista individual.

Esta transformação da visão dos investidores Muçulmanos permitiu o crescimento do investimento Islâmico no mercado de capitais global (Thomas *et al*, 2005).

Actualmente já existem algumas empresas cotadas em Bolsa regidas pela *Shariah*, nomeadamente empresas do Médio Oriente, o que permite a existência de “puros” *Islamic equity funds*, exemplo disso é o fundo *Al Durra Islamic Fund* gerido pelo Banco de investimento *Global Investment House*. Contudo, estes são insuficientes numa óptica de diversificação sectorial e de localização geográfica, o que levou os gestores dos *equity funds* a procurarem soluções de investimento numa óptica global dentro do mercado accionista convencional.

Os *Scholars*, conscientes da dificuldade de encontrar empresas convencionais puras aos princípios da lei Islâmica, estabelecerem duas triagens para que o alargamento seja mais restritivo, mas possível.

Um gestor de um fundo de investimento de acções que tenha que cumprir as regras *Shariah*, na sua análise ao investimento além das convencionais análises, tem que realizar sempre duas triagens, uma à indústria e outra financeira (Thomas *et al*, 2005; Jaffer, 2004).

A triagem realizada à indústria passa pela observação de quais as empresas que operam em actividades *Haram* (proibidas) e as que operam em actividades *Halal* (permitidas) pela *Shariah*.

As empresas que tenham actividades *core*, *Haram*, não são aceites como investimentos legíveis para os *Islamic Equity Funds*.

Um dado muito relevante na investigação da indústria, é a análise da empresa numa óptica global e identificação de todas as divisões geradoras de receitas tanto na empresa como no grupo económico. Por exemplo, determinadas *holdings* que possuem participadas com actividades *Halal* e actividades *Haram*, como os casos bastantes pertinentes dos grandes aglomerados Japoneses, Americanos e Alemães da indústria automóvel. Neste negócio, enquanto que a actividade principal de venda de automóveis é *Haram*, as empresas participadas de *leasing* e segurador e que são normalmente bastante lucrativas são actividades *Halal*, o que se impõe uma posição restritiva para o mercado de investimento *Shariah*. (Jaffer, 2004).

Um caso também bastante comum de uma acção não aceite, é aquele que ocorre com as empresas que operam no sector de hotelaria e *resorts*, em que as divisões de bar e discoteca, geram significativas receitas para a consolidação da empresa ou grupo em causa.

Uma vez terminado a análise à indústria, o *fund manager* deverá analisar a situação financeira da companhia em causa.

Diversos *Scholars* são da opinião que a empresa analisada deverá cumprir com todas as regras financeiras ligadas à *Shariah*, tipicamente seria uma empresa livre de dívida convencional. Essa posição de 100% de capitais próprios na estrutura financeira é praticamente impossível e restringe largamente a política de investimentos. Como tal, as principais autoridades de supervisão das Finanças Islâmicas juntamente com os principais *Scholars*, recomendaram que um investimento pode ser *Halal* se a companhia a ser adquirida esteja enquadrada nos seguintes rácios (Thomas *et al*, 2005; VonPock, 2006):

- *Total debt / market Cap* < 33%;
- *Interest income / Total revenues* < 5%
ou *cash + interest bearing / market cap* < 33%;
- *Account receivables/ Total assets* < 45%.

Com o aparecimento dos *equity funds* também surgiram os primeiros índices, de forma a comparar as rentabilidades dos *equity funds* convencionais *versus* os *islamic equity funds*.

O primeiro índice islâmico a surgir no mercado foi o *Dow Jones Islamic Market Index* no ano 1999, posteriormente já foram criados dezenas de índices Islâmicos, especializados em determinadas regiões do globo e sectores de actividade.

Estes tipos de índices têm a obrigatoriedade de escolherem as empresas que o compõem, o que origina uma análise detalhada à actividade dos grupos económicos e aos rácios financeiros. Cada índice existente, em relação aos rácios financeiros permitidos, tem entre eles algumas semelhanças, o que permite aos *fund managers* terem um leque mais alargado na escolha dos títulos para comporem o *portfolio* dos seus fundos.

Tal como indica VonPock (2006), este tipo de índice é muito importante para os gestores dos fundos e para os investidores, pois o trabalho efectuado sobre o *screening* é fundamental para ter a aprovação do *Shariah* Comité.

A figura 4.10 detalha de uma forma sintética a triagem financeira efectuada pelos principais Índices Islâmicos.

Figura 4.10 – Regras utilizadas na triagem dos Índices Islâmicos

Índice	Mercado	Total debt / market Cap	Interest income / Total revenues	Cash + interest bearing/ market cap	Account receivables/ Total assets
Dow Jones Islamic World Index	Global	33%	33%	33%	<5%
FSTE Global Shariah Index	Global	33%	50%	33%	<5%
S&P Shariah Index	Global	33%	49%	33%	<5%
MSCI Global Islamic Index	Global	33%	70%	33%	<5%
Dow Jones Hong Kong Islamic Index	China	33%	49%	33%	<5%
Parsoli Islamic Equity Index	Índia	33%	45%	33%	<10%

Fonte: Autor, Bloomberg e *Wonters* (2008)

Apesar de serem permitidas aquisições de acções de empresas com proveitos reconhecidos como juros, a proporcionalidade destes juros no resultado final do fundo não podem fazer parte do rendimento do fundo Islâmico.

A maioria, para não dizer a totalidade dos *Scholars*, obriga que esses rendimentos não sejam aceites, e que sejam doados a instituições de caridade (Jaffer, 2004).

4.3.3 - Private Equity Funds

Com o crescimento da indústria de *private equity* nos últimos anos, nomeadamente com o intenso apetite por parte do sector institucional Europeu e Americano por fundos de *private equity* a indústria de *islamic finance* facilmente perspectivou que a procura seria intensa por este tipo de activos por parte dos investidores Islâmicos, essencialmente pelos fundos soberanos originários do Médio Oriente e Norte de Africa.

A essência dos produtos de financiamento e investimento regidos pela *Shariah* têm sempre associado modelos de *profit and loss sharing*, logo a substância da indústria de *private equity* é similar aos modelos Islâmicos, na partilha dos riscos e perdas dos investimentos que são efectuados (Jaffer, 2004).

No mercado convencional de fundos de *private equity*, conforme *researchs* da *European Private Equity and Venture Capital Association* e da *National Venture Capital Association* as principais indústrias na mira dos *fund managers* são: farmacêutica, telecomunicações, tecnológicas, *media* e produtos de retalho. Os gestores justificam essas escolhas porque consideram que as empresas pertencentes a esses sectores têm que estar sempre no *state-of-the-art* da inovação, pois são mercados pertencentes a “oceanos vermelhos¹”.

O mercado tradicional de *private equity*, nomeadamente áreas mais activas como, os de *leveraged buyout*, *venture capital*, *mezzanine capital* e os de *secondary buyout* são mercados onde o termo *debt* é chave fundamental para as aquisições das participações e para a rentabilidade prometida pelos gestores dos fundos aos seus clientes. Este tipo de operações

¹ “Oceanos vermelhos”, designação dada por W. Chan Kim a um mercado com um enorme número de clientes, com uma concorrência fortíssima, em que apenas os produtos e os serviços mais inovadores e eficazes conseguem sobreviver no “sangue da competição”.

realizadas com dívida é definido como operação assente em *Riba*, logo proibidas pelo Direito Islâmico (Jaffer, 2004)

A indústria de *Islamic Finance* ao analisar que poderia estruturar fundos de *private equity* para investidores Islâmicos devido à sua substância da partilha de risco pelo negócio e tomada de participações a médio longo prazo, cedo se apercebeu das dificuldades de um mercado convencional agressivo, extremamente alavancado e que teria que competir por rentabilidades não só originadas por fundos geridos por intermediários financeiros *Shariah*, mas também com os fundos convencionais.

Alguns Governos ao visualizarem as dificuldades de um mercado ainda por explorar decidiram criar *Guidelines* para a indústria de *Private equity*. O Governo da Malásia criou em Maio de 2008 *Guidelines* para o investimento em *Islamic Private equity Funds*, *Guidelines* essas que serviram para iniciar normativos pelas instituições reguladoras no Dubai e no Bahrain. A *AAOIFI* também se inspirou nas *Guidelines* Malaias e estabeleceu critérios contabilísticos para a indústria de *private equity*.

Os *Scholars*, vêm na indústria dos fundos de *private equity* a essência dos princípios Islâmicos ligados às finanças, pois a maioria dos *Scholars* é da opinião que o *public equity* e a consequente tomada de posições em empresas cotadas é simplesmente efectuada para a realização de ganhos a muito curto prazo e não tem qualquer finalidade de interferir na dinamização da empresa. Ao contrário, defendem que as entradas de capital nas empresas através de operações de *private equity* podem permitir a capitalização necessária para o crescimento orgânico, como pode permitir uma reestruturação do *core business* ou mesmo o crescimento através de aquisição de outras empresas concorrentes ou pertencentes à cadeia da valor vertical ou horizontal.

Na estruturação de fundos de *private equity* globais, é fundamental a escolha da figura jurídica do veículo e da jurisdição, justificado pela política fiscal associada e pela capacidade de transferência das entradas e saídas dos fluxos monetários.

Num fundo Islâmico de *private equity* (*IPE*) essas escolhas ainda têm que ser realizadas com uma maior análise e detalhe, pois irão estar sujeito ao *Shariah Compliant*.

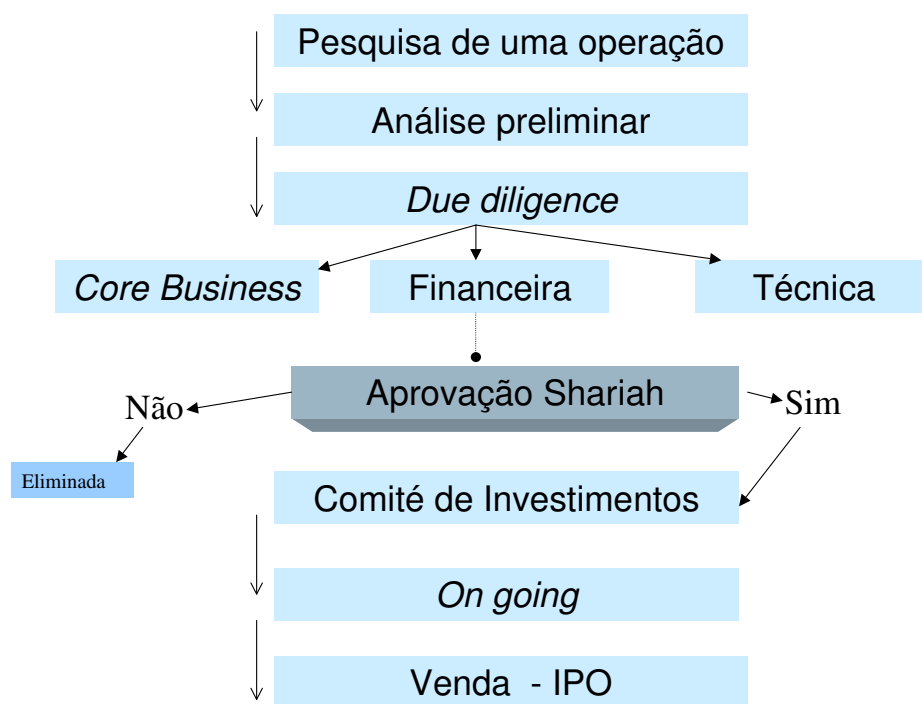
As principais técnicas utilizadas pelos *IPE* são os contratos de *partnership Mudaraba* ou *Musharaka* e o contrato *wakalah*. A forma jurídica dos veículos é para a maioria dos *Scholars* irrelevante, desde que as regras *Shariah* estejam totalmente a ser cumpridas (Wouters, 2008).

Normalmente e à semelhança da indústria de *Private equity* tradicional, a forma jurídica *partnership* é a mais usada, onde o intermediário financeiro Islâmico é o *general partner* e os investidores são os *Limited partners*. Outras formas jurídicas podem ser utilizadas como sociedade anónimas comuns ou *Unitised / mutual funds* (Wouters, 2008).

Ao invés de um fundo convencional, a política de investimento de um fundo de *IPE* é mais exigente. É necessário analisar todas as divisões de actividade e a estrutura financeira da empresa a adquirir.

A figura 4.11 ilustra o processo de um investimento num *Islamic private equity fund*, desde da sua pesquisa até à saída do investimento.

Figura 4.11 – Processo de investimento por um *Islamic Private Equity Fund*



Fonte: Autor

A análise do sector de actividade é fundamental para ver se a empresa está numa actividade permitida (actividades descritas no ponto 2.8 supra). Portanto, além de uma *due diligence* técnica, financeira e fiscal nos IPE é necessário uma *due diligence* à actividade da empresa a adquirir.

Se a actividade não for permitida, o investimento não será permitido pelo *Shariah* Comité.

O mesmo se passa, se uma empresa já detida pelo fundo IPE necessitar de fazer um *turnaround*, e achar que o melhor sector será um sector não permitido, então o *Shariah* Comité irá dar instruções à Sociedade Gestora para a alienação da empresa participada.

Alguns *Scholars* permitem que as empresas tenham uma actividade *Haram*, desde que seja uma actividade com pouca expressão nos proveitos totais da companhia, como por exemplo, o caso das companhias aéreas com a venda de bebidas alcoólicas a bordo dos aviões.

A estrutura financeira de uma empresa a adquirir por um fundo IPE também é crucial, pois como foi explicado anteriormente, o endividamento e o conceito de juro é proibido pela *Shariah*. Como tal, as participadas do Fundo deveriam ser todas financiadas com uma estrutura de 100% de capitais próprios.

Actualmente, é praticamente impossível encontrar empresas com potenciais níveis de crescimento e serem financiadas sem recurso a capitais alheios, logo os *Scholars* interiorizaram essa dificuldade e decidiram baixar os níveis de exigência (Jaffer, 2004; Wouters, 2008).

Como foi visto no ponto anterior o índice *Dow Jones Islamic Market Index* criado em 1999 veio identificar empresas cotadas que possuíam rácios *Shariah-friendly*.

A indústria do *Islamic private equity* aproveitou essas regras para adoptá-las para os investimentos realizados pelas *private equity management companies* (Wouters, 2008).

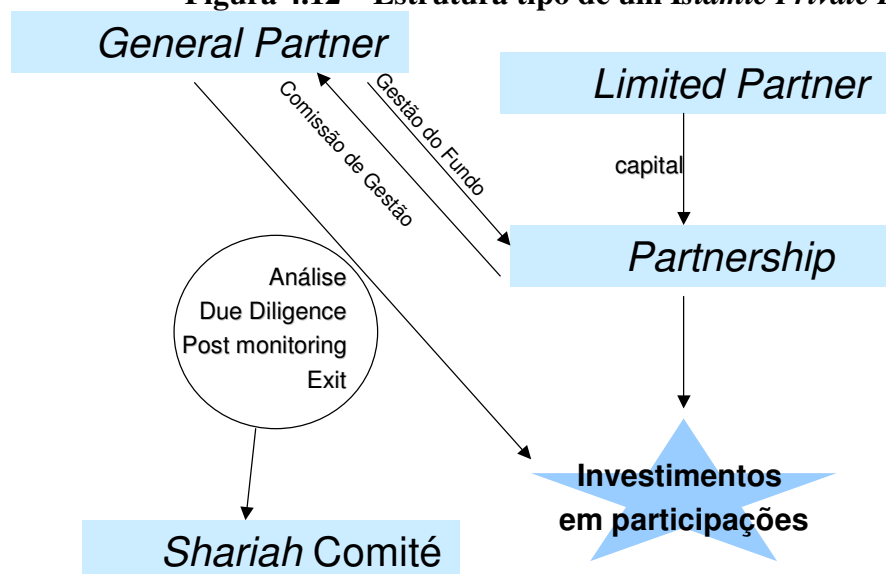
Apesar das empresas não serem totalmente isentas de *riba*, são classificadas como investimentos *Shariah* elegíveis, mas todos os ganhos “impuros” não devem fazer parte do resultado da empresa, logo devem ser doados a organizações de caridade.

Na sequência dessa purificação, a rentabilidade do fundo diminui, apesar de a participação ser aceite nos rácios para a aquisição, determinados proveitos não o são, o que vai influenciar a tomada de decisão por parte dos gestores, pois estes tendem minimizar aquisições de empresas com essas características para maximizar as rentabilidades dos fundos sob sua gestão (Thomas *et. al*, 2005).

Um dos pontos cruciais para aquisição de uma participação por parte de um fundo *IPE* é a futura percentagem de capital ou controlo. Para um gestor de fundos Islâmicos torna-se praticamente impossível impor as regras e princípios Islâmicos em termos de investimento e estrutura financeira se não for o accionista maioritário da empresa participada. Como tal, as tomadas de posições em empresas por *IPEs* acontecem na prática apenas e só quando existe a tomada de controlo da mesma, permitindo assim definir a estratégia da empresa e fazer parte do *Board* activamente (Wouters, 2008).

A estrutura de um fundo Islâmico é idêntica à de um fundo de *private equity* convencional excepto no Comité *Shariah*.

Figura 4.12 – Estrutura tipo de um Islamic Private Equity Fund



Fonte: Adaptado de www.Abraaj.com

A figura 4.12 ilustra a arquitectura tipo de um *Islamic private equity fund*. No qual é importante realçar o papel do *General partner* juntamente com o *Shariah* comité na gestão do compliance tanto para as aquisições, como no *post monitoring*.

4.3.4 – Real Estate

Os princípios económicos base do Islão, como foi descrito ao longo do documento, estão assentes em *equity and asset based investing* e na proibição de cobranças de juros.

Os investidores Islâmicos, tal como os convencionais, procuram para os seus investimentos as melhores taxas de rentabilidade associadas ao menor risco possível, o que origina uma grande apetência por activos imobiliários, pois activos imobiliários de rendimento, através dos rendimentos prediais podem gerar *cash flows* bastante estáveis, permitindo desse modo que investidores regidos pelos princípios Islâmicos possam obter rendimentos semelhantes aos de produtos de taxa fixa, de uma forma perfeitamente enquadrada na *Shariah*.

Além disso, a natureza física e tangível do imobiliário facilita mais do que outro tipo de activos as estruturas de financiamento e investimento *Shariah* (El-Gamal, 2007)

O investimento em *real estate* pode ser directo ou indirecto. Como investimento directo, entende-se o que é realizado em imobiliário directamente pelo investidor dispensando quaisquer formas de gestão terciária. Nas finanças Islâmicas, como detalhado anteriormente, existem três tipos de métodos de financiamento para investimento directo:

- *Debt-based* – Empréstimos sintéticos, exemplo típico é o contrato *Murabaha*;
- *Asset-based* – Exemplo muito usual é o contrato *Ijara* nas operações de *sale&leaseback*;
- *Equity-based* – Contratos de *profit sharing*, exemplos comuns são os *Mudaraba* e *Musharaka*

Estes três tipos de contratos para operações imobiliárias, são estruturados da mesma forma como foram apresentados no capítulo três, apenas tendo atenção que o activo subjacente é um activo imobiliário.

Como tal, nesta parte do documento tem mais importância a análise ao investimento imobiliário indirecto. Este é entendido como aquele que é realizado através de um valor mobiliário, servido por uma gestão profissional especializada independente (Hines, 2001).

Nas Finanças Islâmicas os exemplos mais importantes são dados pelos *Private equity real estate funds (PERE)*, pelos *Sukuk*, pelas acções de empresas imobiliárias, pelos fundos de investimento de valores mobiliários em acções de empresa imobiliárias, fundos de fundos imobiliários e os *islamic real estate investment trust (IREIT)*.

No âmbito deste trabalho é proposto analisar com maior profundidade os *PERE* e o *IREIT*, visto que os fundos mobiliários e os *Sukuk* foram desenvolvidos no capítulo anterior e não existem diferenças na estruturação com um imóvel como activo subjacente.

4.3.4.1 – Private equity real estate fund

Os *PERE fund* (Baum, 2009) começaram a surgir no fim dos anos oitenta nos Estados Unidos da América com a finalidade de comprar activos imobiliários insolventes (*distressed assets*) e como diz Baum (2009; 60) foram a primeira geração de fundos de investimento imobiliário fechados. Actualmente, a sua política de investimentos é muito mais ampla do que apenas activos *distressed* e podem-se apresentar-se em diversas formas.

A maior parte das operações dos *PERE funds* consiste na aquisição directa de activos imobiliários podendo também investir em sociedades imobiliárias não cotadas ou então em sociedades imobiliárias cotadas com a finalidade de as colocar fora de bolsa (*delisting*). É comum também chamar aos *PERE closed-end funds*, alguns autores também atribuem aos *open-ended funds* e aos *mutual funds* nome de *PERE*, o que para outros autores (a maioria) não é totalmente correcto, pois existe um elevado grau de liquidez associado às subscrições e resgates, o que transforma o conceito de *private* em *public*.

Associações como o INREV (*European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles*) e REALPAC (*Real Property Association of Canada*) criaram tipologias para os fundos imobiliários, para que possam existir modelos comparativos entre os diversos fundos existentes no mercado.

No que toca aos organismos de investimento imobiliário Islâmicos, as diferentes tipologias criadas pelas associações *INREV* e *REALPAC* são possíveis de serem catalogadas, obviamente com as adaptações necessárias, nomeadamente o financiamento bancário.

Os quatro principais tipos de fundos existentes: *Core*; *Core Plus*; *Value-Add* e *Opportunistic*, são geridos pelos intermediários financeiros Islâmicos na vertente da política de investimentos e não na estrutura de capital ao contrário dos fundos convencionais, devido proibição de utilização de instrumentos com natureza de dívida convencional.

As características dos principais tipos de fundos estão devidamente detalhadas na figura 4.13, a qual foi reajustada para ter em conta os princípios Islâmicos.

Figura 4.13 – Características dos principais tipos de fundos imobiliários

Tipo de Fundo	Rentabilidade esperada	Características Principais
Core	4-8%	Bastante diversificado; Baixo risco; Activos de rendimento em <i>prime location</i> ; Inquilinos com bons <i>rating</i> de crédito
Core Plus	8 -11%	Médio Risco; Possibilidade de localizações secundárias; Inquilinos de <i>rating</i> inferior ao <i>Core</i> ;
Value-Added	11-14%	Moderado a risco alto; Operações de promoção; Reconversão de conceitos imobiliários;
Opportunistic	>14%	Risco alto; Reconversão de activos devolutos ou operacionalmente inviáveis; Aquisição de <i>portfolios</i> a desconto;

Fonte: www.Inrev.org e www.RealPac.ca

Os *PERE* Islâmicos, tal como os *PERE* convencionais, tipicamente têm a forma legal de *partnership*, estruturas inspiradas pelos principais mercados impulsionadores de *private equity*, o Reino Unido e os Estados Unidos da América.

Os fundos com esta estrutura são geridos por um *General partner* (o *Sponsor*) e os investidores (os *Limited partners*). As *partnership* são classificadas como fundos fechados, tipicamente uma *blind pool* de capital, onde numa primeira fase os investidores indicam o montante subscrito.

Posteriormente, os investidores irão colocar o capital no fundo, à medida que o *general partner* identifique os activos alvos para aquisição (dentro das condições pré estabelecidas no prospecto de oferta) e faça a chamada para a realização do capital (Baum, 2009).

Os mais relevantes centros financeiros mundiais têm no seu sistema financeiro outras figuras de investimento colectivo para investimento em imobiliário. Os casos mais comuns são o Luxemburgo, Irlanda e Alemanha, centros financeiros com muito interesse no desenvolvimento

da indústria dos fundos islâmicos globais. Toda a dinâmica criada pelos principais centros distribuidores de organismos de investimento colectivo, fez com que a figura dos *unit funds* para os *PERE* Islâmicos fosse introduzida por países ocidentais.

Os centros financeiros de países Islâmicos como o EAU, Bahrain, Malásia, Arábia Saudita e Singapura, estão a utilizar organismos de investimento similares às principais jurisdições ocidentais. Hoje em dia, é bastante comum a emissão de um *Islamic PERE* ser estruturado e domiciliado através de um *partnership* ou de *unit fund / trust* (*The Banker*, 2009).

Exemplo dessa estruturação é o Fundo “*CGG real estate fund*” gerido pelo Banco de Investimento *Global Investment House K.S.C.C.* Trata-se de um fundo lançado em 2005 no Bahrain com o objectivo de investir em imobiliário nos países pertencentes ao *GCC – Arab gulf Co-operation Council*.

O fundo iniciou-se com USD 100 milhões, investido por investidores qualificados e a entidade gestora tem como *benchmark* uma taxa de rentabilidade interna líquida de custos de estrutura entre 10% a 12%.

A política de investimentos do Fundo é maioritariamente focada no investimento directo em imóveis urbanizados ou não, dos países pertencentes ao *CGG*. Todo o investimento imobiliário tem que cumprir com os princípios Islâmicos, nomeadamente actividades dos inquilinos e formas de aquisição dos mesmos.

A entidade gestora tem a seguinte estrutura de investimento:

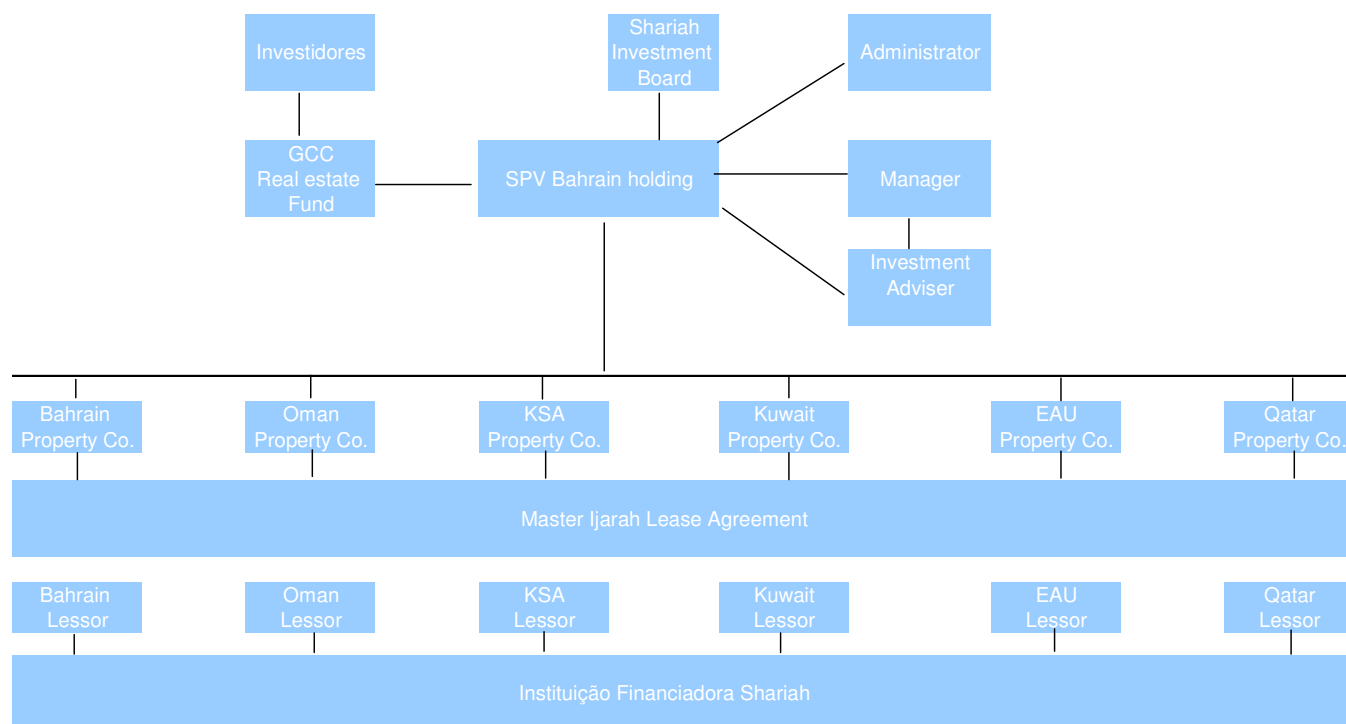
- Criação de uma empresa no Bahrain que serve de *SPV holding* que é o único activo do Fundo;
- Criação de *SPVs (property co.)* operacionais em cada país a investir, para a detenção de imóveis ou celebração de contratos *Shariah* na respectiva jurisdição;
- Cada *SPV* operacional é detido pelo *SPV* Bahrain e é capitalizado por este ou por instrumentos com natureza de dívida *Shariah*;
- Cada *SPV* operacional ao investir num imóvel, celebra um contrato *Ijarah* utilizando um *Shariah master agreement* com uma empresa local (pode ser detida em *joint-venture* pelo fundo);
- Uma das condições do *master agreement* é que cada *SPV* operacional seja responsável pelo bom uso do mesmo, pela manutenção, segurança e impostos associados, em

contrapartida pode beneficiar economicamente do mesmo, nomeadamente o subarrendando a inquilinos permitidos pelo *Shariah* Comité;

- O *master agreement* obriga cada *Property co.* na data da celebração do contrato, ao pagamento de uma primeira renda no valor equivalente a uma percentagem da aquisição do imóvel e posteriores rendas com montantes pré acordados até perfazer o valor total do imóvel mais o ganho da Instituição Financeira financiadora;
- Se os resultados da actividade imobiliária forem superiores aos custos incorridos pelo *master agreement*, os lucros serão distribuídos sucessivamente até serem entregues aos investidores;
- O contrato de *master agreement* terá uma opção de compra por parte dos *SPVs* operacionais, já com um preço estabelecido.

A figura 4.14 ilustra graficamente a estruturação anteriormente apresentada.

Figura 4.14 – Estrutura do Fundo *CGG real estate fund*.



Fonte: *Global Investment House K.S.C.C. - Prospectus*

4.3.4.2 - Estruturas REITs

Nesta parte do documento dá-se especial atenção à estrutura rainha da captação de investimento imobiliário convencional, o *REIT (Real Estate Investment Trust)*, que pode ter algumas formas semelhantes, assumindo outros nomes em jurisdições não-Americanas, nomeadamente *unit trusts* (Baum, 2009).

A estrutura em causa é regulada e supervisionada pelas Autoridades Financeiras de cada jurisdição, reforçando desse modo a protecção ao investidor.

O conceito de *Real Estate Investment Trust* começou em 1880 nos Estados Unidos da América, quando as sociedades Americanas tentaram comprar e desenvolver projectos de construção nos seus activos, mas devido a problemas estatutários estavam proibidas de exercer a actividade imobiliária, o que levou a criarem um *trust* vizinho para operações imobiliárias (Brueggeman e Fisher, 2005).

O *REIT* é um veículo sujeito à transparência fiscal (*pass-through*) que distribui os seus rendimentos aos seus accionistas, como tal, o *REIT* está isento fiscalmente de pagamento de impostos sobre os rendimento e de mais valias (Brueggeman e Fisher, 2005)

Actualmente diversos países já implementaram a figura jurídica do *REIT*, além dos Estados Unidos da América, os mercados *REIT* do Reino Unido, Alemanha, Holanda, Malásia, Singapura e Coreia do Sul são dos mais activos em termos de volume de capitalização, número de emitentes e especial cuidado por parte dos legisladores e reguladores por este tipo de veículo.

Todas as jurisdições que possuem figuras de *REIT* no seu ordenamento jurídico foram idealizadas e desenhadas sob influência do modelo Norte-Americano (*US-REIT*), existindo algumas diferenças nos requisitos legais de jurisdições para jurisdições, mas na sua essência todos os modelos que hoje existem são muito similares ao modelo *US-REIT* (Urban land Institute, 2009).

Como tal, uma breve descrição do modelo *US-REIT* permite oferecer uma perspectiva global de uma estrutura de um *REIT*.

O *US-REIT* para ter a isenção fiscal e ser classificado como um veículo de transparência fiscal tem de cumprir com as seguintes disposições (Brueggeman e Fisher, 2005; Urban Land Institute, 2009):

- Pelo menos 75% dos activos terão que ser investidos em imobiliário directo ou indirecto, disponibilidades ou obrigações do tesouro Americanas;
- Não pode ter mais de 20% em títulos de *REITS* subsidiários;
- Pelo menos 95% dos rendimentos totais terão que ser gerados através de dividendos, juros, rendimentos prediais e ganhos com venda dos activos (excluindo deste modo uma grande capacidade de facturação em serviços de consultoria imobiliária). Dos 95% atrás descritos, pelo menos 75% terão que ser gerados através de rendas prediais ou de juros investidos em obrigações hipotecárias;

- A distribuição aos accionistas na forma de dividendos tem que ser pelo menos 90% dos rendimentos tributáveis do *REIT*. A distribuição de mais valias geradas não são obrigatórias, deixando ao critério dos *trustees*;
- Terá que ser gerido por um Conselho de Administração ou por *trustees*;
- O número de investidores num *REIT* terá que ser no mínimo 100;
- Não é permitido que cinco investidores ou menos detenham durante um semestre mais de 50% do *REIT*;
- Duas vezes por ano o *REIT* tem que verificar e provar ao Internal Revenue Code que os pontos anteriores são escrupulosamente cumpridos, senão perde a isenção de imposto. Este Check-up tem o nome de Income Test;
- Nunca poderá ter a forma societária de uma sociedade financeira ou bancária;
- Ser cotado em Bolsa.

O *REIT* pode deter imóveis localizados nos E.U.A. ou localizados no estrangeiro, e contrair sem qualquer limite empréstimos para financiar a actividade.

Os *REITS* podem ter as seguintes formas (Brueggeman e Fisher, 2005; Baum, 2009):

- Umbrella Partnership REIT – UPREIT* – O *UPREIT* é um *REIT* que detém o controlo sobre *limiteds partnership* em que estes detêm activos imobiliários. Esta estrutura foi criada em 1992 com o objectivo de cativar os promotores imobiliários a passarem os seus projectos e imóveis para um *REIT*.
- Equity REIT* – Este tipo de *REIT* é especializado na detenção de imóveis e geração de rendimentos prediais e actividades imobiliárias. Actualmente, costuma estar especializado pelo tipo de propriedade ou mesmo até sub especializado por uma área geográfica. O NAREIT (*National Association of Real Estate Investment Trusts*) divide os *Equity REIT* do seguinte modo: *Industrial; Office; Retail; Residential; Resorts; Health Care; Self storage; Specialty*
- Mortgage REIT* – Este tipo de *REIT* é especializado na aquisição de hipotecas e na actividade financeira, podendo criar empréstimos hipotecários.

- iv. *Hybrid REIT* – Este tipo de *REIT* é um misto dos anteriores e permite a aquisição de imóveis e o financiamento de empréstimos através de hipotecas.
- v. *Private REIT* – Este tipo de *REIT* é um veículo meramente instrumental e não está cotado em Bolsa e nem tem carácter de colocação pública, tal como o nome indica está reservado para determinados nichos. O *NAREIT* desagrega o *PREIT* em:
 - a. Investidores Institucionais – Veículo puramente instrumental
 - b. Incubadora – Permitindo que as sociedades de *Venture capital* apostem no imobiliário.

4.3.4.2.1 - Islamic REIT

Na Malásia no ano de 2006 foi lançado o primeiro *Islamic REIT* (IREIT) da história das Finanças Islâmicas, o *Al`- Aqar KPJ healthcare REIT* gerido pela sociedade *KPJ Healthcare Bhd* através de um *IPO* na Bolsa de Valores da Malásia no valor de cento e trinta milhões de dólares americanos. O *trust* destinou-se unicamente a investimento em imóveis relacionados com a área de saúde, nomeadamente hospitais e clínicas médicas.

Actualmente, o mercado de *Islamic REIT* na Malásia encontra-se numa fase de expansão, existindo dois IREIT cotados e vários pedidos de operações de *IPO* para o ano de 2010 (Bursa, 2009).

Singapura, Emiratos Árabes Unidos, Arábia Saudita e Alemanha são países que estão a realizar vastos esforços para dinamizarem o seu mercado de capitais com operações de *IREIT*. Todos eles tinham operações de *IPO* agendadas no final de 2008 e início de 2009, mas devido ao *credit crunch*, decidiram juntamente com os emitentes adiar a oferta pública (*bloomberg*).

A grande distinção entre um *IREIT* e um *REIT* convencional é a sujeição aos princípios Islâmicos, que foram analisados com detalhe nos capítulos dois e três do presente documento.

Em 2005 a *Suruhanjaya Sekuriti*, entidade reguladora de mercado de capitais Malaia, através do seu *Shariah Advisory Council* publicou *guidelines* para promover a indústria dos *IREIT*, com o justificativo da dinamização da criação de veículos de investimento suficientes para um mercado de capitais (assente nos princípios Islâmicos) ambicioso, saudável e próspero.

Essas *guidelines* estão a servir como definição do veículo e estão na “base” da regulação mundial da indústria dos *Islamic real estate investment trust* para a estruturação de operações semelhantes em outras jurisdições (Bursa, 2009).

Principais pontos das *Guidelines* emitidas pela *Suruhanjaya Sekuriti*:

- Aquisição de imobiliário com existência de arrendatários
 - i. O Comité de *Shariah* da sociedade gestora deverá analisar as actividades dos arrendatários antes da aquisição de um imóvel. A actividade do arrendatário pode ser enquadrada numa operação não permitida pela *Shariah*, por exemplo um arrendatário que tenha a sua actividade principal na exploração de casinos, fabricante de armas ou de tabaco por exemplo;
 - ii. Se o imóvel a adquirir tiver arrendatários que não se enquadram nas actividades permitidas (definidas no capítulo dois), a sociedade gestora deverá calcular o rácio do rendimento predial obtido por actividades permitidas e actividades não permitidas. O limite máximo do rácio é 80:20, isto é, se os arrendatários com actividades não permitidas pela *Shariah* gerarem mais de 20% das receitas prediais do *IREIT*, o Comité de *Shariah* vai indicar que o imóvel não pode ser adquirido;
 - iii. Se o *IREIT* tiver uma percentagem inferior a 20% de rendas de arrendatários com actividades não permitidas sobre o rendimento total, mas se for proprietário de um imóvel que tenha apenas e só arrendatários *non-Shariah*, a detenção desse mesmo imóvel não é permitida pelos *Scholars*.

- Novos contratos de arrendamento:
 - i. A situação é idêntica à análise da aquisição de um novo imóvel, descrita no ponto anterior, não sendo possível contratualizar um contrato de arrendamento se o arrendatário tiver como actividade principal um actividade não permitida pela *Shariah* e se promover a subida de 20% das rendas não aceites comparadas com o volume total de rendimentos do *IREIT*.

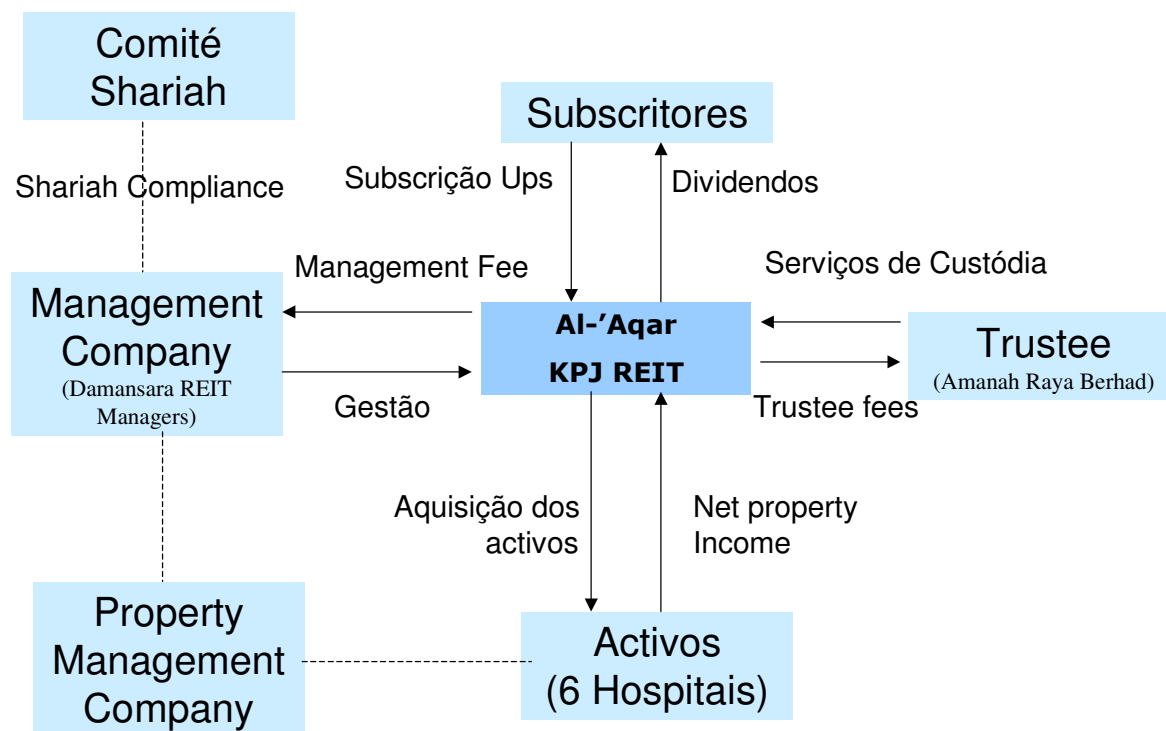
- Operações Financeiras:
 - i. Todos os processos, técnicas, contratos e instrumentos relacionados com financiamento, depósito e investimento têm que ter em conta os princípios Islâmicos e respectiva *Shariah*;
 - ii. Operações com seguros convencionais, apenas serão permitidas se o gestor do *IREIT* não conseguir que o seguro Islâmico, o *Takaful*, consiga assegurar determinado imóvel, nomeadamente pela localização e respectiva jurisdição;
 - iii. Os *IREIT* têm a permissão de negociar moeda com preço *forward* mas apenas como instrumento de gestão do risco (cobertura). Se tal facto ocorrer, é recomendável que o *IREIT* faça a negociação com bancos Islâmicos com base em contratos *wa'ad* (promessa unilateral). Isto significa que recai a obrigação de cumprir a promessa apenas e só à parte que inicie a promessa.

Principais relações num *IREIT* analisada no modelo “Teoria da Agência”:

- i. Sociedade Gestora versus Subscritores – os subscritores no *IREIT* delegam poderes de gestão na sociedade gestora (*wakil*) para que esta invista o capital em imóveis e o maximize através da rentabilização dos imóveis adquiridos, por seu lado a sociedade gestora recebe um *management fee* pela prestação do serviço realizado.
A sociedade gestora não investe o seu capital no *IREIT* e também está dispensada da responsabilidade solidária de partilhar potenciais perdas com os subscritores. O investimento realizado pelos subscritores é baseado no princípio risco *versus* retorno, onde não existe capital nem rendimento garantido;
- ii. Subscritores e *Trustee* – Os subscritores no *IREIT* apontam o *trustee* como depositário de todos os activos do *trust*. Por esse serviço o *trustee* recebe um *trustee fee*.

Para uma melhor compreensão de uma estrutura típica de um *IREIT*, é exposta a figura 4.14 que reflecte o desenho da estruturação do primeiro *IREIT* mundial, o *Al-Aqar KPJ healthcare REIT*.

Figura 4.14 – Estruturação do Al-'Aqar KPJ healthcare REIT



Fonte: *Malaysian Securities Commission, Prospectus*

Com este tipo de operação, a sociedade comercial *KPJ*, detentora de um vasto património imobiliário ligado ao sector da saúde, conseguiu alavancar a sua actividade. A necessidade de financiamento para a expansão do grupo requeria a entrada de capital adicional.

A sociedade *KPJ* ao delinear a estratégia de levantamento de capitais com o banco consultor, o *AmMerchant Bank*, decidiu que a melhor seria através de um *IREIT*.

A estratégia que foi projectada fez com que o *IREIT* tivesse na sua carteira imobiliária seis hospitais, imóveis que pertenciam a sociedades participadas da *KPJ*, que passariam a ser arrendatárias do *trust* e a própria *holding KPJ* também seria investidor no *IREIT*, dando uma imagem ao mercado que o vendedor também acompanhava o risco dos activos imobiliários e da respectiva operação. A venda foi realizada por USD 131 milhões ao *IREIT*.

O *trust* foi subscrito pelo sector institucional em 48%, a sociedade *KPJ* ficou com 47% do capital, sendo a remanescente percentagem subscrita pelo sector de retalho em 5%.

Com esta operação os rendimentos gerados pelo arrendamento dos hospitais são distribuídos via dividendos aos investidores actuais, o que permitiu a investidores Islâmicos terem um produto de investimento muito similar a um produto convencional de taxa fixa, mas cumprindo com todas as regras *Shariah*.

Em termos de análise do que foi explicado anteriormente, é perfeitamente plausível que um determinado *Fund Manager* ou um promotor/operador imobiliário que tenha a necessidade de estruturar o seu veículo de investimento o faça através de um *IREIT*. Trata-se um investimento *Shariah Compliant*, o que leva a uma regulação não só pelos reguladores financeiros mas também pelo *Shariah Comité*, aliado a uma gestão profissional imobiliária, o que pode permitir a captação de investidores do sector institucional mas também do sector de retalho. Uma das grandes vantagens para o investidor de retalho é a distribuição regular de dividendos associada à facilidade de criação de liquidez através da venda em mercado bolsista.

5 – Caso Prático

Em Portugal o legislador não introduziu no seu sistema legal uma figura jurídica de *REIT*, apresentada no exemplo do ponto anterior (caso do *Al`-Aqar KPJ healthcare REIT*). Contudo, existe no regime jurídico financeiro Português a figura dos fundos de investimento imobiliário, tratando-se de um veículo de investimento colectivo, exclusivamente destinado ao investimento imobiliário, aprovado pelo Decreto-Lei nº 60/2002 de 20 de Março e republicado pelo Decreto-lei nº 13/2005, de 7 de Janeiro.

Este caso prático visa demonstrar que é possível estruturar um fundo de investimento imobiliário assente em princípios de Finanças Islâmicas. Tal como referido no ponto anterior, os fundos de investimento na área de imobiliário são uma das vertentes possíveis de investimento na área de finanças islâmicas.

Assim, apresenta-se um fundo de investimento imobiliário em Portugal, fechado de subscrição particular, subscrito por investidores qualificados, isto é, em que as unidades de participação são em número fixo e a oferta será realizada a menos de cem potenciais investidores, financiado à luz dos princípios das finanças Islâmicas (cenário *Shariah*) e efectuar-se-á uma comparação caso esse mesmo fundo fosse financiado à luz dos conceitos das finanças convencionais.

Ir-se-á em cada um dos cenários, *Shariah* versus convencional, elaborar outros dois cenários, onde o investidor do fundo não é considerado como um investidor qualificado.

O fundo imobiliário nos cenários *Shariah* é estruturado com a figura de um fundo imobiliário português, assente num contrato *wakalah*, onde a entidade gestora (*wakil*) vai actuar em nome do fundo na defesa e interesse dos investidores, maximizando o retorno e a performance de cada imóvel.

A política de investimentos seria gerida pelo Comité de investimentos, exclusivamente assente nas regras de investimento/financiamento Islâmicas, nomeadamente na exclusão de empréstimos convencionais, dispensa de proveitos financeiros e exclusão de inquilinos com actividades económicas não aceites pelos princípios Islâmicos.

No modelo *wakalah* a entidade gestora (*wakil*) não partilha eventuais perdas que o fundo possa gerar aos seus investidores. Assim, todas as eventuais perdas são suportadas pelos subscritores. A *wakil* irá receber um *fee* (*ujrah*) pela gestão do fundo e o mesmo será recebido mesmo existindo perda de capital para os subscritores.

O *Board* da Sociedade gestora, teria uma comissão de *Shariah Compliance* e seria acompanhado em regime de *outsourcing* por um conjunto de *Scholars* internacionais para realizarem e monitorizarem as *fatawa*.

Os fundos de investimento imobiliário em Portugal são classificados como patrimónios autónomos, pertencentes a uma pluralidade de participantes, administrados por uma entidade gestora e divididos em unidades de participação.

Os fundos de investimento imobiliário em Portugal, são supervisionados pela Comissão de Mercados de Valores Mobiliários e regidos de acordo com a legislação Portuguesa aprovada pelo Decreto-Lei n.º 60/2002 e com as alterações introduzidas pelo Decreto-lei n.º 13/2005. Os fundos imobiliários Portugueses têm na sua estrutura quatro entidades obrigatórias, todas elas independentes entre si e com funções díspares:

- Sociedade Gestora – Com a responsabilidade de gerir todo o capital investido pelos subscritores, em património imobiliário e mobiliário do fundo, actuando no interesse exclusivo dos subscritores;
- Banco Depositário – Com a responsabilidade de vigilância e de garantir aos subscritores que o cumprimento da lei está a ser realizado pela sociedade gestora;
- Entidade de Supervisão – Com a responsabilidade de supervisionar todas as actividades, operações e contratos celebrados pelo fundo;
- Auditor – Com a responsabilidade de elaborar um parecer sobre as contas dos fundos e comunicar à CMVM factos susceptíveis de constituir infracções às normas regulamentares pelo fundo.

Apresentam-se de seguida os principais pressupostos do fundo de investimento imobiliário fechado alvo de estudo, principais receitas, custos e impostos associados.

O fundo de investimento imobiliário analisado é um *income fund*, restrito unicamente a investimentos em Portugal, tendo como principal objectivo criar sinteticamente um produto de renda fixa com distribuição de rendimentos com carácter regular permitido pela *Shariah*, onde os activos subjacentes são imóveis. Aproveitando a actual conjuntura económica, um segundo objectivo deve ser traçado, adquirir uma carteira imobiliária com um desconto considerável prevendo que nos próximos anos o mercado imobiliário volte a ter crescimentos positivos, aliado a uma forte procura por activos de rendimento por parte dos investidores institucionais.

O fundo imobiliário a analisar vai ser constituído por quatro imóveis de rendimento, nomeadamente dois imóveis de escritórios em Lisboa, um em *prime location* (Av. da Liberdade) e outro no Parque das Nações, juntamente com dois complexos logísticos, um na Zona de Loures e outro na Zona Industrial da Maia.

No total são cerca de 34 inquilinos. Os imóveis abrangem áreas que vão desde os 250m² até 30.000m², totalizando toda a área envolvida cerca de 70.450m².

Figura 5.1 – N° de inquilinos

Imóvel	Loja	Escritório	Armazéns	Show-Rooms	Total
Av. Liberdade	2	2		1	5
Loures e Vialonga			6	3	9
Parque das Nações	1	6			7
Zona Industrial da Maia			8	5	13
Total	3	8	14	9	34

Fonte: Autor

Figura 5.2 – Áreas totais (m²)

Tipo	Imóvel	Loja	Escritório	Armazéns	Show-Rooms	Estacionamentos (n°)	Total
Escritório	Av. Liberdade	500	5.000			90	5.500
Logístico	Loures e Vialonga			30.000	8.700		38.700
Escritório	Parque das Nações	250	3.000			60	3.250
Logístico	Zona Industrial da Maia			18.000	5.000		23.000
Total		750	8.000	48.000	13.700	150	70.450

Fonte: Autor

As receitas do fundo são as rendas pagas pelos inquilinos. Estas variam de acordo com a tipologia, garantindo um rendimento anual próximo de €5 milhões. O valor de mercado dos imóveis ascende a €59,4 milhões. Com a inexistência de compradores no actual mercado para este tipo de carteira, o fundo vai conseguir adquiri-la com uma taxa de desconto aproximada de 25% para o actual valor de mercado, estabelecendo como valor de aquisição o montante €44,55 milhões.

Figura 5.3 – Rendas Totais mensais (m2, euros)

Imóvel	Loja	Escritório	Armazéns	Show-Rooms
Av. Liberdade	20.000	102.500	-	-
Loures e Vialonga	-	-	135.000	39.150
Parque das Nações	7.500	45.000	-	-
Zona Industrial da Maia	-	-	63.000	17.500

Fonte: Autor

Figura 5.4 – Valor Total das Rendas (em euros)

Imóvel	Rendas Totais (mês)	Rendas Totais (trimestre)	Rendas Totais (ano)
Av. Liberdade	122.500	367.500	1.470.000
Loures e Vialonga	174.150	522.450	2.089.800
Parque das Nações	52.500	157.500	630.000
Zona Industrial da Maia	80.500	241.500	966.000
Total	429.650	1.288.950	5.155.800

Fonte: Autor

Figura 5.5 - Valor de mercado (em euros)

Tipo	Imóvel	Total
Escritório	Av. Liberdade	20.275.000
Logístico	Loures e Vialonga	20.900.000
Escritório	Parque das Nações	7.825.000
Logístico	Zona Industrial da Maia	10.400.000
Total		59.400.000

Fonte: Autor

Os custos deste fundo estão relacionados com os montantes a pagar de condomínio, despesas de manutenção e comissões e outros custos associados.

Tendo em conta que se trata de imóveis de construção recente, foi assumido que nos primeiros anos, os custos de manutenção serão reduzidos, aumentando ao longo do tempo de posse. Os custos de manutenção irão incidir sobre os valores das rendas.

Figura 5.6 – Condomínio valor mensal (em euros)

Imóvel	Loja	Escritório	Armazéns	Show-Rooms	Total
Av. Liberdade	2.000	20.000	-	-	22.000
Loures e Vialonga	-	-	22.500	6.525	29.025
Parque das Nações	750	9.000	-	-	9.750
Zona Industrial da Maia	-	-	13.500	3.750	17.250
Total	2.750	29.000	36.000	10.275	78.025

Fonte: Autor

Figura 5.7 – Custos de manutenção

Custos de Manutenção	
Ano 1	0,0%
Ano 2	2,0%
Ano 3	2,0%
Ano 4	3,0%
Ano 5	3,0%
Ano 6	4,0%
Ano 8	5,0%
Ano 9	5,0%
Ano 10	5,0%
Média	3,4%

Fonte: Autor

Figura 5.8 – Comissões e outros custos

Comissão de Gestão -Flat	1,00%
Comissão Banco Depositário	0,20%
Avaliações (custo inicial)	25.000
Re-avaliações (custo bi-anual)	12.500
Distribuição Rendimentos	100%

Fonte: Autor

O cenário *Shariah* irá assumir uma comissão de gestão fixa de 1% (taxa anual nominal) sobre o activo total do fundo e uma comissão de banco depositário anual nominal de 0.2% sobre o activo total do fundo.

Nos cenários *Shariah* acresce também um valor de €100,000 na montagem do fundo, montante para fazer face às *fatawa* de *set up* emitidas pelos *Scholars*.

Nos fundos convencionais a comissão de gestão é a taxa anual nominal de 0.9% sobre o activo total do fundo, a redução de 0.1% comparado com o cenário *Shariah* é justificado pela redução de trabalho na monitorização das regras islâmicas, nomeadamente na gestão dos inquilinos e respectivo sector de actividade permitido pela *Shariah*.

No que diz respeito à valorização dos activos, a Lei Portuguesa obriga à avaliação patrimonial por dois peritos avaliadores registados na CMVM, na data de aquisição ou alienação dos activos imobiliários e também de dois em dois anos após a aquisição, caso não exista alteração de características no imóvel. Serão efectuadas avaliações na aquisição da carteira, sendo o custo de € 25.000 e de € 12.500 nos anos seguintes para reavaliações.

No que diz respeito a custos fiscais, estes são iguais, tanto no modelo em que o fundo de investimento imobiliário fechado é financiado de acordo com as Leis Islâmicas, como no modelo convencional. Contudo, caso o fundo de investimento seja subscrito por investidores qualificados, este fica isento de pagamento de imposto municipal sobre as transacções onerosas de imóveis (IMT) e imposto municipal sobre os imóveis (IMI).

Conforme o artigo trinta do Código dos Valores Mobiliários, são considerados investidores qualificados os seguintes entidades:

- a) Instituições de crédito;
- b) Empresas de investimento;
- c) Empresas de seguros;
- d) Instituições de investimento colectivo e respectivas sociedades gestoras;
- e) Fundos de pensões e respectivas sociedades gestoras;
- f) Outras instituições financeiras autorizadas ou reguladas, designadamente fundos de titularização de créditos, respectivas sociedades gestoras e demais sociedades financeiras previstas na lei, sociedades de titularização de créditos, sociedades de capital de risco, fundos de capital de risco e respectivas sociedades gestoras;
- g) Instituições financeiras de Estados que não sejam membros da União Europeia que exerçam actividades semelhantes às referidas nas alíneas anteriores;
- h) Entidades que negociem em instrumentos financeiros sobre mercadorias;
- i) Governos de âmbito nacional e regional, bancos centrais e organismos públicos que administram a dívida pública, instituições supranacionais ou internacionais, designadamente o Banco Central Europeu, o Banco Europeu de Investimento, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial;

Se o fundo fechado de subscrição particular não for investido por investidores qualificados, a isenção é de 50% no IMI e IMT.

Para qualquer um dos cenários, existe tributação autónoma em 20% dos rendimentos prediais, incidindo sobre os rendimentos líquidos de encargos de conservação e manutenção. Em relação aos ganhos de capital, o fundo é tributado autonomamente em 25% de mais valias a incidir sobre 50% da diferença positiva entre as mais valias e as menos valias realizadas.

É importante também realçar que nos fundos de investimento imobiliário existe a cobrança de imposto do selo sobre as aquisições imobiliárias efectuadas à taxa de 0.8%.

Os vários cenários são tributados como detalhado na figura abaixo apresentada.

Figura 5.9 – Impostos

	IMI	IMT	I. s/ rend. prediais	I. s/ mais-valias pred.	I. Selo transmissões
FII Shariah Inv Qualif	0,00%	0,00%	20%	12,5%	0,8%
FII Shariah Inv Não Qualif	0,20%	3,25%	20%	12,5%	0,8%
FIIF Inv Qualif	0,00%	0,00%	20%	12,5%	0,8%
FIIF Inv Não Qualif	0,20%	3,25%	20%	12,5%	0,8%

Fonte: Autor

Finalmente, em termos fiscais é importante referir que os juros dos empréstimos não são dedutíveis fiscalmente, originando a não aplicabilidade do efeito de *tax shield* decorrente da utilização de dívida.

De modo a reflectir o diferimento entre as datas de pagamento dos custos e o reconhecimento mensal contabilístico, (nomeadamente, os pagamentos do IMI são efectuados em duas prestações no ano seguinte à titularidade e das comissões de depositário e de gestão, que são pagas semestralmente e trimestralmente respectivamente) o modelo tem uma periodicidade trimestral no cálculo das projecções do balanço, demonstração de resultados e *free cash flow* de forma a produzir uma avaliação coerente.

Com o objectivo inicial traçado de rodar a carteira imobiliária e aproveitar uma subida do ciclo económico, é objectivo do modelo efectuar a alienação da totalidade da carteira no último exercício projectado.

O pressuposto para a alienação é aplicar uma taxa de capitalização de 8% sobre as rendas anuais totais do último exercício projectado (N +10) que irão ser aproximadamente € 5.8 milhões, o que perfaz um valor de alienação da carteira de € 73.3 milhões.

Resta finalmente referir que o modelo de modo a reflectir a realidade económica futura é actualizado com os índices de actualização de rendas subjacentes à taxa de inflação, taxa essa estimada pelas projecções da OCDE para o espaço da zona euro para os próximos anos. Os vários índices são detalhados na figura abaixo apresentada.

Figura 5.10 – Índices de actualização de rendas

Ano	Índice de actualização das rendas
2010	1,000
2011	1,011
2012	1,026
2013	1,042
2014	1,057
2015	1,073
2016	1,089
2017	1,106
2018	1,122
2019	1,139

Fonte: Autor

De modo a aferir o valor de um fundo imobiliário segundo o modelo *Shariah* e efectuar a sua comparação com um modelo de financiamento convencional, foi considerado em termos de horizonte de projecções um período de 10 anos, de forma a permitir que actividade do fundo atinja um ponto de crescimento de um novo ciclo económico, permitindo maximizar a aquisição da carteira realizada a desconto.

Para obter o valor do fundo com esse horizonte temporal, recorreu-se ao conceito de *Discounted Cash Flow (DCF)*, utilizando não só o conceito de *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)*, mas também o conceito de *Free Cash Flow to the Equity (FCFE)*. O valor de um fundo no momento actual é o valor actualizado dos *cash flows* futuros (Damodaran, 2002).

Quando se utiliza o conceito de *FCFF*, a taxa de desconto utilizada deve reflectir a forma como o fundo é financiado, isto é, a taxa de desconto que traduz o custo médio ponderado dos capitais (*WACC – Weighted average cost of capital*), uma vez que os *cash flows* utilizados neste conceito não reflectem a forma de remuneração aos accionistas e credores. Assim, no caso do modelo *Shariah* a taxa de desconto é coincidente com a taxa de rendibilidade exigida pelos accionistas. No caso do modelo convencional, a taxa de desconto também reflecte o financiamento via capital alheio. Neste modelo, a questão fiscal não se aplica, uma vez que os juros não são dedutíveis fiscalmente (como anteriormente justificado).

$$WACC = RE \times \frac{E}{E + D} + RD \times \frac{D}{E + D} \quad (1)$$

E = Valor do Capital Próprio (a valor de mercado)

D = Valor da Dívida (a valor de mercado)

RD = Taxa de juro da Dívida

Quando se utiliza o conceito de FCFE, a taxa de desconto utilizada deve reflectir a remuneração exigida pelos investidores (RE), uma vez que o conceito de *cash flow* utilizado baseia-se no montante disponível para o accionista (Damodaran, 2002).

Para determinação do custo de oportunidade do capital próprio foi utilizado o modelo *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* desenvolvido por Sharpe em 1966, Lintner em 1965 e Mossin, em 1966. Um investidor quando investe num activo com risco exige uma remuneração para além do rendimento que obteria se investisse num activo sem risco. Essa remuneração seria proporcional ao risco do activo, isto é, quanto maior o risco do activo, maior seria a remuneração associada.

$$RE = RF + Bu \times (RM - RF) \quad (2)$$

RE = Rendibilidade exigida pelos investidores

RF = Taxa de juro sem risco

RM = Rendibilidade Esperada no Mercado Imobiliário

RM - RF = Prémio de Risco Geral do Mercado Imobiliário

Bu = Beta não alavancado

$$Be = Bu + (Bu - Bd) \times \frac{D}{E} \quad (3)$$

D = Valor de mercado da dívida

E = Valor de mercado dos capitais próprios

Be = Beta alavancado

Bd = Beta da dívida

No fundo de investimento imobiliário de acordo com a *Shariah*, como a única forma de financiamento é via *equity*, a remuneração exigida pelos investidores coincide com a remuneração dos activos (vide figura 5.12 - Rendibilidade exigida pelos investidores). No

modelo convencional o custo de capital pondera o montante de capital próprio e alheio. No exemplo prático que se propõe, impôs-se um nível máximo de endividamento de 60% do valor dos activos. O financiamento através de capital alheio tem por base um empréstimo com uma maturidade de 10 anos, ocorrendo o reembolso no final da vida do empréstimo (*bullet*). O pagamento de juros ocorre num base trimestral.

Figura 5.11 – Custo de capital

	FII Shariah Inv Qualif	FII Shariah Inv Não Qualif	FII Conv Inv Qualif	FII Conv Inv Não Qualif
Limite máximo de endividamentc	0%	0%	60%	60%
Dívida	-	-	27.000.000	27.840.000
Capital Próprio	45.000.000	46.400.000	18.000.000	18.560.000
D/V	0%	0%	60%	60%
E/V	100%	100%	40%	40%
WACC	5,84%	5,84%	7,07%	7,07%

Fonte: *Bloomberg*, Autor

A rendibilidade exigida pelos accionistas é superior no caso de um fundo de investimento imobiliário de acordo com o modelo convencional, uma vez que o risco envolvido é superior devido à componente de dívida (quanto maior o risco implícito, maior a remuneração exigida pelo investidor).

Figura 5.12 – Rendibilidade exigida pelos investidores

	FII Shariah Inv Qualif	FII Shariah Inv Não Qualif	FII Conv Inv Qualif	FII Conv Inv Não Qualif
Taxa de juro do activo sem risco (Yield OT 10Y)	4,081%	4,081%	4,081%	4,081%
Prémio de risco de mercado	5,419%	5,419%	5,419%	5,419%
Limite máximo de endividamento	0%	0%	60%	60%
Dívida	0	0	27.000.000	27.840.000
Capital Próprio	45.000.000	46.400.000	18.000.000	18.560.000
D/V	0%	0%	60%	60%
E/V	100%	100%	40%	40%
Beta alavancado	0,3249	0,3249	0,8124	0,8124
Target Yield (com dívida) - RE	5,84%	5,84%	8,48%	8,48%

Fonte: *Bloomberg*, Autor

De seguida apresentam-se os principais pressupostos e justificações dos *inputs* para cálculo dos valores acima apresentados.

Figura 5.13 – Dados do mercado

Taxa de Juro do activo sem risco (Yield OT 10Y)	4,081%
Rendibilidade do mercado imobiliário	8,50%
Prémio de risco de mercado	5,419%

Fonte: *Bloomberg, IPD*

Em teoria, a taxa de juro de um activo sem risco corresponde à taxa que os investidores obtêm num investimento com risco nulo (Brealey and Myers, 2006). A taxa de juro sem risco utilizada é a *yield* dos títulos de dívida pública portuguesa a 10 anos, (informação recolhida no dia 28 de Julho de 2009).

A rendibilidade do mercado imobiliário corresponde à taxa que os investidores esperam obter pela detenção de activos imobiliários (Brueggeman and Fisher, 2005). Considerou-se uma taxa de 8,5%, que corresponde à taxa de retorno do mercado imobiliário português de acordo com o *Investment Property Data Bank (IPD)*.

O prémio de risco do mercado imobiliário corresponde à diferença entre a rendibilidade do mercado imobiliário e a taxa de juro sem risco (Brealey and Mayers, 1999). No actual panorama de recessão económica, considerou-se um acréscimo de 1% no prémio de risco, tendo em conta o aumento do risco económico em épocas de recessão. Como é evidenciado por Graham e Harvey (2009: 14) “...significant evidence on the relation between two common measures of economic risk and the risk premium...” “... as well as a commonly used measure of credit spreads are highly correlated with the risk premium.”

Figura 5.14 - Beta não alavancado

Empresa	País	Market Cap M	D/(D+E)	Equity Beta	Peso	Beta U	Beta u Ponderado
Vastned Offices / Industrial REIT	Holanda	197,50	74,90%	1,09	9%	0,273622	0,024
Local Shopping Reit	Reino Unido	46,00	41%	0,24	2%	0,1416	0,003
First Asset Income Fund	Canada	39,76	0	0,36	2%	0,36	0,006
GZI Real estate	Alemanha	175,00	33,80%	0,15	8%	0,0993	0,008
Joint Reit Invest Corp.	Japão	102,90	50%	0,35	5%	0,174125	0,008
K-REIT	Singapura	409,00	30,12%	0,68	19%	0,475184	0,088
MacarthurCook Industrial REIT	Singapura	33,30	44,17%	0,16	2%	0,089328	0,001
Saizen Reit	Alemanha	26,67	48,93%	0,82	1%	0,418774	0,005
Pmc Commercial trust	EUA	56,30	30,26%	0,42	3%	0,292908	0,007
Alstria Office	Alemanha	277,00	61,23%	0,82	13%	0,317914	0,040
MORI HILLS REIT INVESTMENT CORP	Japão	340,00	56,06%	0,77	15%	0,338338	0,052
Saul Centers Inc	EUA	506,60	73,50%	1,34	23%	0,3551	0,081
Total		2.210,03					0,3249

Fonte: *Bloomberg*

O *beta* não alavancado é o *beta* do negócio (também denominado por *beta* dos activos ou *beta unlevered*). Esta medida de risco é independente da forma como os activos são financiados.

(Damodaran, 2002). O *beta* não alavancado é a única medida de risco aplicada neste modelo cenário *Shariah*, na medida em que os activos são financiados de uma única forma, via *equity*. Considerou-se um *beta* alavancado de 0,3249, que corresponde à estimativa do Beta, através de uma amostra de *Reits* cotados na Europa, América do Norte e Ásia, com políticas de investimento similares, que também não têm o efeito *tax shield*, visto serem veículos isentos de impostos, tendo embora atenção a estrutura financeira de cada um deles. Este método teve em conta as informações originadas pela *Bloomberg*, onde se extraiu doze *Reits* e se apurou um *beta* não alavancado médio (ponderado pela capitalização bolsista).

Figura 5.15 – Beta alavancado

Empresa	País	Market Cap	D/(D+E)	equity Beta	Peso	Beta U	Equity Beta Ponderado
Vastned Offices / Industrial	Holanda	197,50	60,00%	0,68405549	9%	0,2736222	0,061
Local Shopping Reit	Reino Unido	46,00	60,00%	0,354	2%	0,1416	0,007
First Asset Income Fund	Canada	39,76	60,00%	0,9	2%	0,36	0,016
GZI Real estate	Alemanha	175,00	60,00%	0,24825	8%	0,0993	0,020
Joint Reit Invest Corp.	Japão	102,90	60,00%	0,4353125	5%	0,174125	0,020
K-REIT	Singapura	409,00	60,00%	1,18796	19%	0,475184	0,220
MacarthurCook Industrial REIT	Singapura	33,30	60,00%	0,22332	2%	0,089328	0,003
Saizen Reit	Alemanha	26,67	60,00%	1,046935	1%	0,418774	0,013
Fair Value Immobilien	EUA	56,30	60,00%	0,73227	3%	0,292908	0,019
Alstria Office	Alemanha	277,00	60,00%	0,794785	13%	0,317914	0,100
MORI HILLS REIT INVESTMENT CORP	Japão	340,00	60,00%	0,845845	15%	0,338338	0,130
Saul Centers Inc	EUA	506,60	60,00%	0,88775	23%	0,3551	0,203
Total		2.210,03					0,8124

Fonte: *Bloomberg*

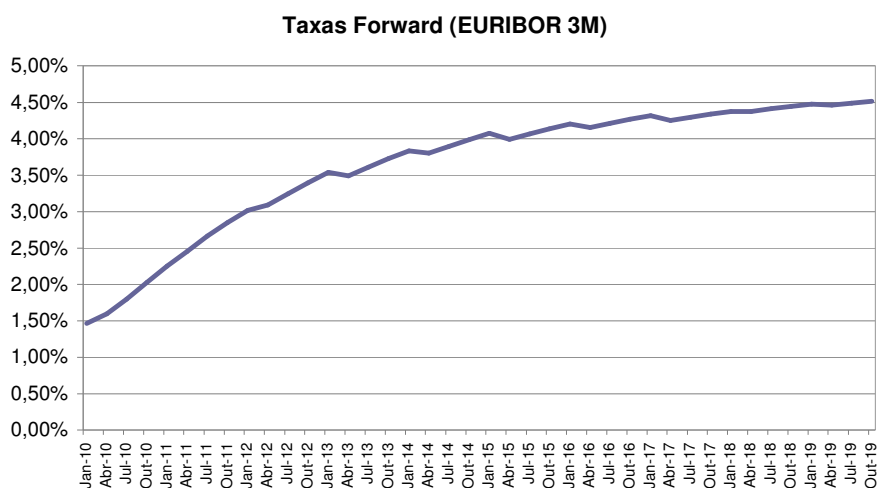
O *beta* alavancado é o *beta equity*. Esta medida de risco depende da forma como os activos são financiados (Damodaran, 2002). No caso do modelo *Shariah*, a *beta* alavancado coincide com o *beta* não alavancado, uma vez que existe uma só forma de financiamento dos activos. Contudo, no cenário de financiamento do fundo imobiliário através do modelo convencional, os referidos *betas* não são coincidentes, devido à existência de uma estrutura com dívida.

Para cálculo do *beta equity* associado ao fundo imobiliário financiado através do modelo convencional recorreu-se à amostra dos dados dos *Reits* comparáveis para o cálculo do *beta unlevered* médio, ponderado pela capitalização bolsista. Como refere Ross e *et al* (2009) o *beta unlevered* é sempre o mesmo, independentemente da estrutura de financiamento. Neste caso prático, definiu-se um *leverage* de 60% (geralmente o nível de dívida utilizado num fundo de investimento imobiliário).

No que diz respeito à taxa de juro da dívida, recorreu-se ao conceito da taxa de juro média do empréstimo (taxa de juro acrescida de *spread*).

Para se inferir as taxas de juro em vigor, recorreu-se às taxas *forward* (*Euribor 3M*), de modo a reflectir de uma forma mais realista as tendências das taxas ao longo da vida do projecto. Como se detalha no gráfico abaixo apresentado, no médio e longo prazo há uma expectativa de subida das taxas de juro.

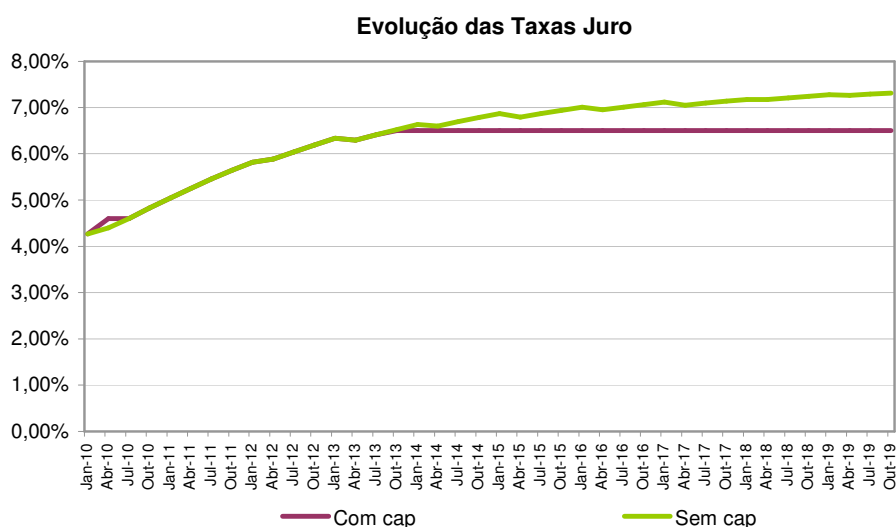
Figura 5.16 – Evolução das taxas forward



Fonte: *Bloomberg*

No que diz respeito ao *spread* do empréstimo, considerou-se um custo de 280 *basis points*. De modo a limitar a taxa de juro do empréstimo, estruturou-se uma operação de cobertura de taxa de juro, que teve como contrapartida o pagamento de um *up front fee* correspondente a 0,2% do montante financiado. Esta operação destina-se a fixar a taxa de juro do empréstimo em 6,5% a partir do momento em que o somatório da taxa de juro e do *spread* ultrapassa o *cap* definido, como se detalha no gráfico abaixo apresentado.

Figura 5.17 – Evolução das taxas de juro do empréstimo



Fonte: Bloomberg, Autor

O custo médio da dívida do empréstimo, é a média de todos os períodos de pagamento de juros (para todos os períodos foram calculados as taxas de custo médio da dívida).

De seguida, apresentam-se os quadros resumo dos modelos de *Discounted Cash Flow* dos cenários *Shariah* (FIIF *Shariah* Investidor Qualificado e não Qualificado) e Convencional (FIIF Investidor Qualificado e não Qualificado).

Figura 5.18 – Resumo do modelo de avaliação – cenário FIIF *Shariah* Investidor Qualificado

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 10
Net Operating Income	18.409.694	2.380.111	2.434.280	2.435.767	2.476.475	- 2.316.820
Variações Valor Propriedades Investimento	14.850.000	-	-	-	-	-
Investimentos Financeiros	44.931.400	-	-	-	-	-59.781.400
Resultados Extraordinários	-	-	-	-	-	28.484.977
Cash-Flow não alavancado	- 41.371.706	2.380.111	2.434.280	2.435.767	2.476.475	85.949.556
TIR não alavancada*	11,54%					
Taxa de Juro média anual	4,57%	5,35%	5,99%	6,38%	6,50%	6,50%
Custos Financeiros	-	-	-	-	-	-
Variação Endividamento	-	-	-	-	-	-
Cash-Flow alavancado	- 41.371.706	2.380.111	2.434.280	2.435.767	2.476.475	85.949.556
TIR alavancada *	11,54%					

Fonte: Autor

* Com base em *cash flows* trimestrais

Figura 5.19 – Resumo do modelo de avaliação – cenário FIIF *Shariah* Investidor Não Qualificado

	<u>Ano 1</u>	<u>Ano 2</u>	<u>Ano 3</u>	<u>Ano 4</u>	<u>Ano 5</u>	<u>Ano 10</u>
Net Operating Income	18.396.827	2.243.620	2.297.789	2.299.276	2.339.984	- 2.272.458
Variações Valor Propriedades Investimento	14.850.000	-	-	-	-	-
Investimentos Financeiros	46.379.275	-	-	-	-	-61.229.275
Resultados Extraordinários	-	-	-	-	-	27.037.102
Cash-Flow não alavancado	- 42.832.448	2.243.620	2.297.789	2.299.276	2.339.984	85.993.919
TIR não alavancada*	10,86%					
Taxa de Juro média anual	4,57%	5,35%	5,99%	6,38%	6,50%	6,50%
Custos Financeiros	-	-	-	-	-	-
Variação Endividamento	-	-	-	-	-	-
Cash-Flow alavancado	- 42.832.448	2.243.620	2.297.789	2.299.276	2.339.984	85.993.919
TIR alavancada*	10,86%					

Fonte: Autor

* Com base em cash flows trimestrais

Figura 5.20 – Resumo do modelo de avaliação – cenário FIIF Convencional Investidor Qualificado

	<u>Ano 1</u>	<u>Ano 2</u>	<u>Ano 3</u>	<u>Ano 4</u>	<u>Ano 5</u>	<u>Ano 10</u>
Net Operating Income	18.557.280	2.445.519	2.500.232	2.502.067	2.542.933	- 2.227.767
Variações Valor Propriedades Investimento	14.850.000	-	-	-	-	-
Investimentos Financeiros	44.931.400	-	-	-	-	-59.781.400
Resultados Extraordinários	-	-	-	-	-	28.484.977
Cash-Flow não alavancado	- 41.224.120	2.445.519	2.500.232	2.502.067	2.542.933	86.038.610
TIR não alavancada	11,70%					
Taxa de Juro média anual	4,57%	5,35%	5,99%	6,38%	6,50%	6,50%
Custos Financeiros	956.947	1.465.026	1.643.378	1.747.771	1.779.375	1.779.375
Variação Endividamento	27.000.000	-	-	-	-	-
Cash-Flow alavancado	- 15.181.067	980.493	856.854	754.296	763.558	84.259.235
TIR alavancada	21,55%					

Fonte: Autor

* Com base em cash flows trimestrais

Figura 5.21 – Resumo do modelo de avaliação – cenário FIIF Convencional Não Investidor Qualificado

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 10
Net Operating Income	18.545.539	2.310.623	2.365.352	2.367.198	2.408.069	- 2.181.729
Variações Valor Propriedades Investimento	14.850.000	-	-	-	-	-
Investimentos Financeiros	46.379.275	-	-	-	-	-61.229.275
Resultados Extraordinários	-	-	-	-	-	27.037.102
Cash-Flow não alavancado	- 42.683.736	2.310.623	2.365.352	2.367.198	2.408.069	86.084.648
TIR não alavancada	10,90%					
Taxa de Juro média anual	4,57%	5,35%	5,99%	6,38%	6,50%	6,50%
Custos Financeiros	986.719	1.510.604	1.694.505	1.802.146	1.834.733	1.834.733
Varição Endividamento	27.840.000	-	-	-	-	-
Cash-Flow alavancado	- 15.830.455	800.018	670.847	565.052	573.336	84.249.914
TIR alavancada	20,41%					

Fonte: Autor

* Com base em cash flows trimestrais

Figura 5.22 – Resumo dos principais resultados do modelo de avaliação – cenário Shariah vs cenário convencional

Veículo	RE	Yield (TIR) não alavancada	WACC	Yield (TIR) alavancada
FIIF Shariah Inv. Q	5,84%	11,54%	5,84%	11,54%
FIIF Shariah Inv Não Q	5,84%	10,86%	5,84%	10,86%
FIIF Conv Inv. Q	8,48%	11,70%	7,07%	21,55%
FIIF Conv Inv. Não Q	8,48%	10,90%	7,07%	20,41%

Fonte: Autor

Tal como foi demonstrado, é possível criar um fundo de investimento imobiliário em Portugal à luz das Finanças Islâmicas, obtendo rentabilidades anualizadas interessantes de 11.54%, no caso de FIIF *Shariah* Investidor Qualificado e de 10.86% no caso de FIIF *Shariah* Investidor não Qualificado. Caso façamos uma comparação com fundos de investimento imobiliário também localizados em Portugal financiados via *equity* (casos comparativos), chegamos à conclusão que as rentabilidades são semelhantes, sendo estas ligeiramente superiores devido ao facto de as comissões associadas aos fundos cenário *Shariah* serem superiores. Apresentam-se também as rentabilidades associadas aos fundos de investimento imobiliário cenário convencional caso se recorra a dívida, estas são naturalmente superiores, uma vez que a remuneração exigida pelos credores é por norma inferior ao dos accionistas.

6 - Corporate Governance

Num verdadeiro mundo financeiro perfeito, em que a Gestão se foca unicamente na maximização do valor da empresa e subsequentemente essa criação de valor iria também maximizar a riqueza dos accionistas, em que os credores estariam devidamente protegidos, a sociedade se enriqueceria pela maximização do valor da empresa e nunca existiriam estratégias e objectivos diferentes nos agentes económicos e conflitos entre os diferentes agentes económicos.

O grande e real problema é que os accionistas, gestores, credores e restantes *stakeholders* têm diferentes interesses e incentivos (Damodaran, 2004). Consequentemente os conflitos de interesse têm tendência a surgir entre esses diferentes grupos.

Jensen e Meckling (1976) passam a descrever essas relações com diferentes tipos de interesse e incentivos, através da Teoria de Agência e passam a descrever essa relação sempre com dois intervenientes, o Principal e o Agente, expondo também os respectivos custos gerados pelos diferentes conflitos para as organizações como os Custos de Agência.

Jensen e Meckling (1976) definem o contrato de Agência, como o que no qual uma pessoa (singular ou colectiva) – O Principal – contrata uma outra pessoa (singular ou colectiva) – o Agente – para realizar determinada actividade em seu nome, delegando autoridade.

Diversos autores, incluindo Pawlina e Renneboog (2005) expõem incisivamente que os problemas de agência surgem na maior parte das vezes devido à assimetria de informação. O Principal não consegue controlar totalmente os comportamentos e a informação dos Agentes.

Na sequência de uma maior informação de uma parte sobre outra, pode surgir uma situação de *Moral Hazard*, em que a parte que tem a melhor informação, normalmente o Agente pode ter tendência e incentivos a realizar acções menos inapropriadas do que a parte, o Principal, que possui menos informação e tem menos possibilidade de monitorizar na íntegra todas as acções do Agente.

Como foi apresentado nos capítulos anteriores, a actividade dos agentes económicos nas Finanças Islâmicas, não dispensa a actividade dos intermediários financeiros.

A utilização de intermediários financeiros está associada à inexistência do mundo financeiro perfeito, em que a informação seria igual para todos os agentes e estes negociariam directamente entre eles (Gulamhussen, 2009).

Num sistema financeiro tradicional e mesmo no Islâmico, os investidores não negociam directamente com os aforradores e vice-versa. Ambos os lados procuram entidades que façam essa ponte de forma a: evitar assimetrias de informação, minimizar os excessivos custos de monitorização e evitar problemas de *Moral hazard*.

Diversa literatura indica que as Finanças Islâmicas estão mais dispostas a problemas de *moral hazard*, nomeadamente na grande concentração de produtos com base no *profit sharing* (exemplo o *mudaraba*) e na delegação de poderes do Principal (Banco Islâmico) aos seus Agentes que têm um duplo papel, o de agente figura jurídica e o de clientes finais da operação, o que pode levar a elevados custos de monitorização.

Por outro lado, diversos autores ligados à economia Islâmica, indicam que problemas de *Moral hazard* existem em qualquer sistema, independentemente de estar unicamente relacionado numa relação de *profit sharing*. Apontam como exemplos os últimos *financial bail-outs* por parte do Governo dos Estados Unidos, do Reino Unido e da Holanda aos Bancos e sociedades Financeiras devido ao *credit crunch* que se iniciou em 2007, para evitarem as falências em série e deixarem um sistema financeiro vulnerável com uma excessiva perda de confiança e uma generalizada corrida aos depósitos bancários.

Outro factor que determinada literatura defende que o sistema financeiro Islâmico não possui mais problemas de *Moral hazard* que o convencional, é a utilização da ética na prática negocial, ética imposta pelas regras *Shariah* e a sua supervisão pelos Comitês de *Shariah Compliance*.

Através das estruturas e órgãos societários, sistemas de monitorização da performance, incluindo sistemas de remunerações e incentivos (Neves, 2006) os accionistas tendem minimizar possíveis problemas de *Moral hazard*.

Nas últimas décadas os accionistas (os Mandantes) preocupados com os problemas de *Moral hazard* por parte das equipas de gestão (os Mandatários ou Agentes) criaram sistemas de organização para que os seus interesses estivessem bem alinhados com os da equipa de gestão, nomeadamente os sistemas de Governos das sociedades – O *Corporate Governance*.

A *American Management Association* define o *Corporate Governance* como:

“*Corporate governance is about how suppliers of capital get managers to return profits, make sure managers do not misuse the capital by investing in bad projects, and how shareholders and creditors monitor managers*”.

Os Governos, Bancos Centrais e Reguladores de praticamente de todo o mundo apontam o sistema financeiro como o mais importante para uma boa implementação e monitorização do *Corporate Governance* (Banco Mundial), justificado pelo risco sistémico, pela protecção aos depositantes e aforradores, pela transparência necessária, assimetrias de informação existentes e gestão do risco.

Incluído no sistema financeiro mundial, está o sistema financeiro Islâmico que terá que ter um *corporate governance* ainda mais “alinhado” do que o convencional, porque:

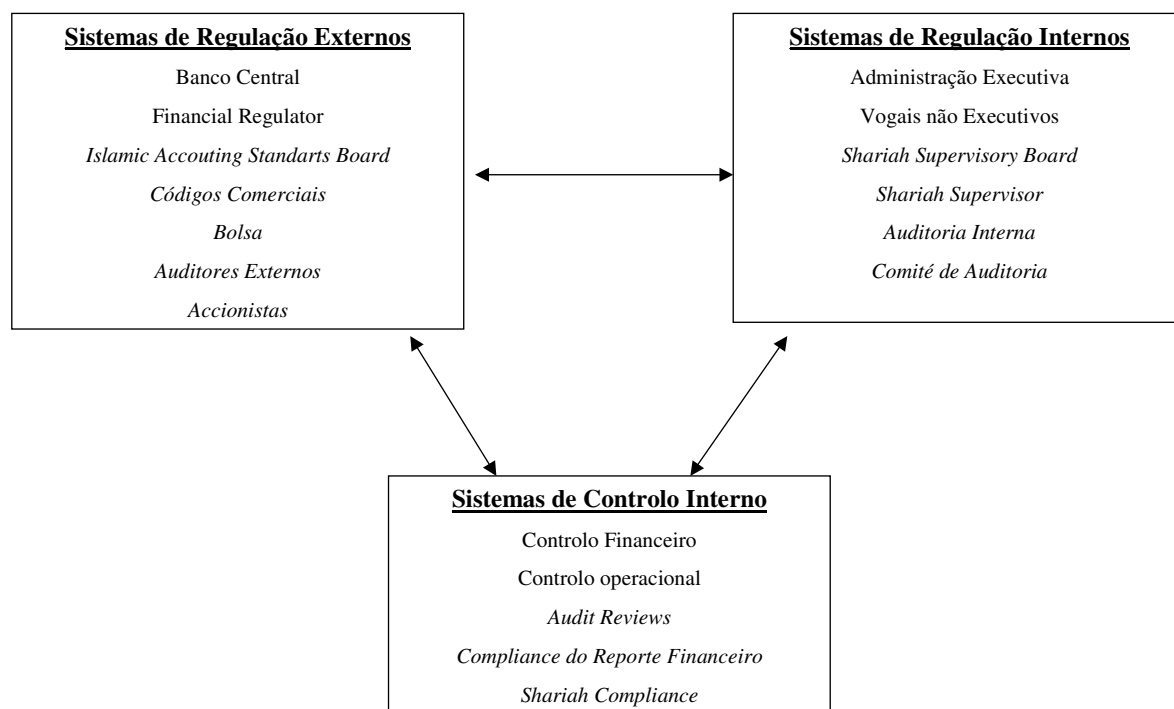
- A ética, a integridade, honestidade e o tratamento equitativo são pilares para a *Shariah*;
- Possui uma maior política de *equity financing* do que *debt financing*;
- *Profit and loss sharing models*, o que obriga a uma maior transparência do relato financeiro, da diversificação e risco dos activos e valorização dos produtos financeiros;
- Finanças assentes em países com economias emergentes, logo com elevada concentração de intermediários financeiros promovendo riscos de transacções entre parte relacionadas;
- Finanças assentes em países com economias emergentes, logo com pouca tradição de supervisão dos mercados financeiros, no relato e transparência das peças contabilísticas.

A integração de um Comité de *Shariah Compliance* nos órgãos sociais dos intermediários financeiros permite a certificação dos instrumentos financeiros através das *fatawa*, o controlo das transacções efectuadas, a indicação de proveitos que não são permitidos pela *Shariah* e análise da distribuição dos ganhos ou perdas para os accionistas das instituições financeiras e para os *investment account holders (IAH)*.

Usualmente os intermediários financeiros Islâmicos, elaboram as suas peças contabilísticas em consonância com as regras da *AAOIFI*, originando uma obrigatoriedade de criar *Shariah Review Units*. Divisões essas, pertencentes ao Comité de Auditoria, que têm a função de rever se as transacções financeiras estão de acordo com as *fatawa* emitidas pelo *Shariah* Comité.

Na figura 6.1 está indicada a forma recomendada pelos actuais reguladores financeiros dos Países Islâmicos de um modelo tipo de *Corporate Finance* que um Intermediário financeiro deve implementar para operar no Sistema Financeiro Islâmico, de forma a minimizar os problemas de *Moral hazard*.

Figura 6.1 – Estrutura tipo de *Corporate Governance* num Intermediário Financeiro Islâmico



Fonte: *Hawkamah, the Institute for Corporate Governance, (2009)*

7 - Desafios e Tendências

7.1 - Desafios

A desmistificação das Finanças Islâmicas será fundamental para o crescimento da mesma. Existe na sociedade ocidental a percepção que os produtos financeiros *Shariah* são:

- Unicamente restritos a investidores muçulmanos;
- Complexos e auto-dispensados de entidades de supervisão;
- Investimentos financeiros com rentabilidades inferiores aos produtos convencionais;
- Parte integrante do terrorismo e ligados ao branqueamento de capitais.

Portanto, o grande desafio dos próximos anos do *Islamic Finance* (responsabilidade de todos os *Islamic stakeholders*), será essencialmente criar mecanismos de formação e promoção sobre a Indústria financeira Islâmica.

Se a formação e promoção for realizada através da partilha de uma informação rigorosa e isenta, de forma a educar os agentes económicos ocidentais, (apontando os pontos fortes e pontos fracos das operações *Shariah*), vai certamente permitir que os agentes, possam analisar o seu interesse em situar-se num eventual ponto da cadeia de valor do *Islamic Finance*.

Para o desenvolvimento do *Islamic Finance* é crucial que mais consumidores e investidores conheçam os produtos financeiros *Shariah Law*, compreendendo aonde os podem encontrar e de que forma podem tirar o melhor partido dos mesmos.

É crucial que as entidades de supervisão dos mercados de capitais dos países que desejem desenvolver as Finanças Islâmicas se envolvam seriamente e profundamente, para dar uma credibilidade e uma confiança a um sistema financeiro alternativo e novo, em que os consumidores e investidores desse mercado não estão acostumados a operar.

A regulação do *Islamic Finance* terá que ter os mesmos mecanismos e processos de supervisão e de transparência como acontece com a regulação do mercado financeiro convencional, para que os investidores tenham a confiança que estão protegidos como se tivessem investido no mercado convencional.

Diversos organismos como o *Islamic Financial Services Board*, *AAOIFI* e o *International Islamic Financial Market* juntaram-se a entidades de supervisão Europeias, como a Inglesa, Francesa, Alemã e Luxemburguesa para realizarem conferências, seminários e criarem *Guidelines* sobre *best practices* regulatórias e transparência nas Finanças Islâmicas no contexto de um sistema financeiro Global.

7.1.1 - Harmonização

Um dos desafios que a indústria de *Islamic Finance* tem que ultrapassar para a concretização de um desenvolvimento sólido é a harmonização.

A falta de harmonização leva a um aumento de custos, espaços temporais mais longos, possíveis litigações e como resultado à perda de competitividade perante as finanças convencionais.

A harmonização talvez seja o desafio mais difícil do qual a indústria de *Islamic Finance* tem pela frente, pois como foi referido no capítulo dois, as diferentes escolas de Direito Islâmico não permitem ter uma harmonização completa.

Em relação às principais operações financeiras que foram apresentadas no presente documento, não existe muitas opiniões contraditórias entre as diferentes Escolas. O consenso neste tipo de operações é de maneira geral bastante completo. Pontualmente existem *Scholars* que levantam questões mais profundas nos produtos islâmicos correntes, mas são uma pequena minoria.

Onde se notam diferentes posições por parte dos *Scholars*, é no desenho de novos produtos financeiros (*Research Citibank; Deutsche Bank*), por exemplo existem diferentes escolas que aceitam os *Islamic derivatives*, mas existem outras que consideram um produto proibido pela *Shariah*, justificado pelo risco que proporciona.

Os países ocidentais empenhados na dinamização do *Islamic Finance*, têm interesse em criar mecanismos para facilitar o desenvolvimento, mas não têm objectivos de serem reguladores religiosos, portanto uma potencial harmonização terá que ser dinamizada por organismos Islâmicos.

O *AAOIFI* foi desenvolvido com o objectivo de ser criado uma harmonização nas áreas contabilísticas, de auditoria, *Corporate Governance* e de Ética. Actualmente a organização está a trabalhar para a harmonização de normas sobre responsabilidade social e relato da informação contabilística.

Com o interesse notório mostrado pelos investidores ocidentais nos últimos anos pelos produtos financeiros Islâmicos é de especial interesse que as entidades de Normalização contabilística ocidental e islâmica cheguem a um consenso a nível de contabilização nas demonstrações financeiras dos agentes económicos ocidentais.

Por exemplo um determinado intermediário financeiro convencional decide investir num *Musharaka*, em termos de contabilização, o intermediário financeiro pode considerar que está a investir numa *joint-venture*, logo contabilizaria de acordo com a International Accounting Standard 31 (*IAS 31*). Outro agente económico poderia investir no mesmo *Musharaka* e considerar que esse produto não reproduz em termos ocidentais um controlo conjunto total (condição obrigatória para se utilizar o *IAS 31*) e considerá-lo como um instrumento financeiro puro, contabilizando através da *IAS 39*.

Outro exemplo particularmente discutível é o caso de contrato *Mudaraba* com um activo imobiliário subjacente, pois determinadas questões se podem levantar, nomeadamente investidores podem contabilizar a operação pela *IAS 39* e outros investidores contabilizarem a mesma operação como um activo aceite pela *IAS 17*.

7.1.2 - Fiscalidade

Outros dos grandes desafios que se deparam as operações financeiras Islâmicas está na fiscalidade.

Tipicamente nos países ocidentais e onde estão situados os sistemas fiscais mais sofisticados, a fiscalidade é assente nas formas legais das operações e não na substância económica.

A maioria das estruturas *Shariah* e parte delas foram detalhadas no presente caso, têm o objectivo de replicar operações financeiras convencionais, permitindo os agentes económicos Islâmicos terem acesso a métodos convencionais similares, como tal, pode-se dizer que as técnicas financeiras *Shariah* representam uma vitória da forma sob a substância.

Por exemplo, a operação de *Tawarruq* é uma operação que na sua substância é similar a um empréstimo convencional com juros, onde existe um reconhecimento do valor do dinheiro no tempo, mas devido à sua forma é aceite pela *Shariah*.

Com a forma a ganhar à substância, as questões fiscais ficam mais visíveis, o que origina potenciais responsabilidades fiscais adicionais, isto é, o mesmo quer dizer que as estruturas *Shariah* podem ficar mais caras, devido a uma duplicação de custos fiscais.

Por exemplo, nas operações *Musharaka*, podem existir duas tributações de imposto de selo e de imposto sobre imóveis, é o caso de uma operação com um imóvel, em que este é adquirido por um intermediário financeiro e posteriormente revendido ao cliente. Numa operação *Mudaraba* também é muito fácil de encontrar uma carga fiscal superior, pois como não existe dívida convencional e deduções fiscais associadas ao juro de uma operação convencional.

Os países não Islâmicos que desejem incluir no seu panorama financeiro, operações *Shariah*, têm que ter em conta a uniformização do sistema fiscal.

Exemplo disso é a Inglaterra, que colocou no seu sistema fiscal regras que permitem as operações financeiras Islâmicas serem tributadas como as operações financeiras convencionais.

Uma operação *Shariah* entre empresas domiciliadas no Reino Unido é actualmente reclassificada em termos fiscais. A Administração Fiscal Inglesa promove nas operações *Murabaha* a equivalência fiscal do *profit share* como se de um empréstimo se tratasse, permitindo desse modo a dedução fiscal desse *profit share*.

Outro exemplo retirado da Administração Fiscal Inglesa, é o facto de a operação *Sukuk* ser tratada como um instrumento financeiro com natureza de dívida, do mesmo modo, que uma obrigação convencional, permitindo desse modo deduções fiscais.

Ainda em relação ao exemplo Inglês, muitos outros pontos ainda estão a ser discutidos e analisados pelos vários grupos envolvidos na dinamização do *Islamic Finance*, pontos como as mais valias fiscais e imposto de selo nos *Sukuk* ainda não têm a neutralidade fiscal que os agentes económicos pretendem.

7.1.3 - Inovação

Um dos grandes desafios que os *Islamic Finance Stakeholders* têm de interiorizar e analisar com as várias entidades de supervisão e promoção dos mercados financeiros é a inovação dos produtos e serviços oferecidos.

Com a grande variação e constante inovação de produtos convencionais oferecidos pelos intermediários financeiros convencionais, torna-se crucial para a indústria de *Islamic Finance* acompanhar de perto esses produtos com estruturas similares baseadas nos princípios Islâmicos, de forma a criar produtos financeiros Islâmicos substituíveis.

A grande questão, reside se a inovação poderá desvirtuar ou não o princípio nato das Finanças Islâmicas, renegando a doutrina religiosa para maximizar o aumento de quota de mercado.

Diversos *Scholars*, atendendo ao desafio, de crescer, mas sempre de uma forma pura com os conceitos base, já emitiram *Fatawa* com esse intuito.

7.1.4 - Skills

Outro dos desafios apontados pelos analistas, é a necessidade da Indústria das Finanças Islâmicas minimizar os custos das estruturas financeiras.

Comparando com a Indústria financeira convencional, os *fees* pagos a *Scholars*, analistas, advogados, contabilistas e especialistas em operações *Shariah* são bastante superiores.

A única via para que essa minimização aconteça, será a evolução e dispersão do conhecimento (*skills*) por parte das diversas disciplinas que acompanham o *Islamic Finance*.

Como nos países ocidentais, o *Islamic Finance* é um tema ainda novo, sendo necessário tempo para que os diversos quadros tenham a formação e qualificação necessária para desenvolver as matérias financeiras Islâmicas. Nos países Islâmicos, a falta de quadros superiores especializados nas diversas disciplinas também é notória, visto que em alguns países Islâmicos só uma parte ínfima da população tem acesso ao ensino superior.

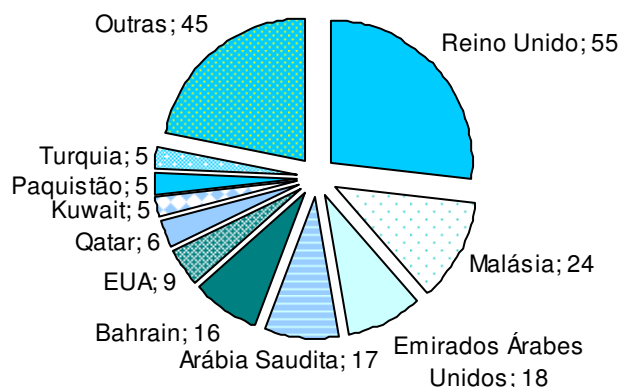
Aspecto também muito importante é o número limitado de *Shariah Scholars* existentes na indústria. Os *Scholars* são fundamentais, pois sem eles, não existe as *fatawa* necessárias para o lançamento dos produtos financeiros. O *Financial Times* em Junho de 2008 num caderno especial dedicado ao *Islamic Finance* apresentou que existem apenas perto de sessenta *Scholars* em todo o mundo que são especializados em Finanças e desses sessenta apenas doze são normalmente requisitados pelos principais intermediários financeiros de toda a indústria devido ao seu currículo e experiência na jurisprudência do Direito Islâmico.

Esse pequeno número de *Scholars* pode trazer dois problemas sérios com o desenvolvimento do *Islamic Finance*. O primeiro potencial problema, é o possível atraso na análise do produto e na respectiva emissão da *Fatwa*, o que pode originar perdas de sentido de oportunidade de um determinado produto. O outro problema é o eventual conflito de interesses de o mesmo *Scholar* ter que emitir *fatawa* para produtos similares mas de intermediários financeiros diferentes.

Com a preocupação de criar novos *Scholars* alguns organismos Islâmicos, têm desenvolvido esforços para criarem programas de especialização para a formação dos candidatos a *Scholars*.

Um exemplo de um programa de formação muito interessante está a ser efectuado pelo *Islamic Finance Council UK*, onde se prepara futuros *Scholars* para trabalharem na indústria financeira Islâmica a nível global.

Figura 7.1 – Instituições de Ensino Islâmico por país



Fonte: *IFSL*, (2009)

Com o possível desenvolvimento do *Islamic Finance* nos países ocidentais irá ser necessário criar quadros com *skills* sólidos nas diversas disciplinas. Como tal, é fundamental existirem acções de formação e cursos universitários sobre Finanças Islâmicas. A figura 7.1 evidencia os principais países em matéria de formação profissional e Universitário na área das Finanças Islâmicas.

Algumas Universidades e Institutos ocidentais perceberam que a janela de oportunidade estava criada e foram pioneiros a lançar cursos de formação em parcerias com organizações Islâmicas.

Um excelente exemplo é a parceria entre a *Cass Business School* e o *Dubai International Financial Centre* para a oferta do primeiro *Executive MBA* em Islamic Finance.

Também as Universidades Inglesas de *Newcastle*, *Reading*, *Durham* e a Francesa *Reims* criaram recentemente nos seus cursos de mestrado em finanças a especialidade de Finanças Islâmicas.

7.2 - Tendências

Todas as instituições e organizações são unânimes que a indústria do *Islamic Finance* vai crescer em volume de activos, em operações e em novos *hubs* ocidentais. Por exemplo, a *Standard and Poor's* estima que a indústria financeira Islâmica pode gerir cerca de 4 triliões de dólares americanos nos próximos anos, comparado com os 700 biliões de dólares americanos no final de 2008.

O *Economist* referiu num *research* de Setembro de 2008, que apenas 1% dos activos financeiros a nível global são detidos por Muçulmanos, mas que a população Muçulmana atinge perto de 20% da população total mundial. Esta comparabilidade permite perspectivar um aumento da quota de mercado de produtos *Shariah law*, se as estimativas de crescimento do produto interno bruto dos países Islâmicos subirem como indicam as projecções do Fundo Monetário Internacional (FMI).

Ao contrário dos últimos anos, em que o *Islamic Finance* se encontrava “na sombra” das finanças globais, o crescimento do interesse pelas Finanças Islâmicas tem tendência a acentuar-se nos países ocidentais (Europa e América do Norte) e nos países Asiáticos com pouca tradição religiosa, como a China, Coreia do Sul e Japão.

Se por um lado, como indicam os relatórios do Fundo Monetário Internacional (FMI), as populações são cada vez mais nómadas existindo extensas comunidades Muçulmanas (perto de 15 milhões) originárias do Norte de Africa e Ásia em países Europeus, como a Inglaterra, França, Alemanha e Itália, em busca de melhores condições de vida. Por outro, com a crise de crédito que se iniciou em 2007, as principais economias Europeias, Asiáticas e Americanas procuram outras fontes alternativas de financiamento que possam gerar liquidez a curto prazo.

Estes dois factores, aliados a uma necessidade dos principais agentes económicos dos países Islâmicos de investirem os seus excedentes de tesouraria gerados pelo sector petrolífero, em investimentos *overseas*, de forma a diversificarem riscos e criarem alternativas a uma muito provável diminuição da produção e exploração de petróleo e gás natural, irão originar um aumento considerável tanto na procura como na oferta de produtos *Shariah compliance* nas praças financeiras convencionais.

O *Bank of England* apercebendo-se do potencial do *Islamic Finance*, em 2000 criou um gabinete de estudo para analisar o impacto da criação de um centro financeiro baseado nas Leis financeiras Islâmicas em solo Britânico.

Desde 2003 que as autoridades Britânicas: o *Bank of England*, a *Financial Services Authority (FSA)* e a *HM Treasury* de uma maneira sistemática têm desenvolvido esforços para promover e criar condições para uma implementação sólida do *Islamic Finance* no Reino Unido.

Esse esforço levou que o Ministério das Finanças Inglês e a *FSA* reconhecessem que só poderiam ter um centro financeiro Islâmico a rivalizar com a Arábia Saudita, Malásia, Qatar ou Dubai, caso reformulassem determinadas leis Britânicas, nomeadamente Leis fiscais de forma a não duplicar custos fiscais e a estabelecer que a *FSA* supervisionasse o sistema financeiro Islâmico como fazendo parte de um sistema financeiro global.

Actualmente o Reino Unido é considerado como o principal *Hub* financeiro Islâmico no mundo ocidental, no qual existem diversos intermediários financeiros *Shariah* regulados pela *FSA*.

No final de 2008 existiam cinco Bancos puramente *Shariah*, perto de 20 bancos convencionais com departamentos de *Islamic Finance*, uma seguradora e dez sociedade gestoras unicamente para fundos de investimento Islâmicos e um diverso número de consultores, auditores, advogados especializados em *Shariah law*, todos registados e regulados na *FSA*.

O mercado de retalho da Banca Islâmica Inglesa, na altura do seu aparecimento foi vocacionado unicamente para os clientes domésticos e internacionais Muçulmanos, mas hoje já contam com clientes que não são Muçulmanos, por exemplo clientes que têm apenas interesse nas Finanças Éticas, que não desejam investir em produtos financeiros que financiem actividades ligadas ao álcool ou armamento.

No mercado *Corporate* ou institucional, os *players* Ingleses vêm nas Finanças Islâmicas formas de aumentar as fontes de liquidez, por exemplo na realização de *fundraising* na região do Golfo Pérsico ou do Sueste Asiático.

Um caso que se tornou um marco da história financeira Inglesa e desmistificou o *Islamic Finance* para a comunidade *corporate* Britânica foi o *Leveraged Buyout* da *Austin Martin* à *Ford Motor Co.* realizada por um consórcio oriundo do Kuwait através de uma operação *Murabaha* no valor de GBP 225 milhões.

Este consórcio liderado pelas sociedades financeiras *Adeem Investment e Investment Dar* impôs que para fazer parte do consórcio, a operação financeira teria que ser estruturada através dos princípios Islâmicos.

Em termos de supervisão, na sequência do *turmoil* de 2008 que arrastou a economia Inglesa para o caos e que provocou a intervenção do Estado Britânico na aquisição de vários intermediários financeiros, a *FSA* emitiu normativos para fazer face aos objectivos de estabilização financeira para todo o sistema financeiro, incluindo pela primeira vez o sistema financeiro Islâmico. Estes normativos destinavam-se a suportar a estabilidade e restaurar a confiança no sistema financeiro, proteger o capital dos depositantes e salvaguardar os interesses de todos os contribuintes.

Apesar do Sistema islâmico não ter juros fixos e estar sujeito à partilha de riscos, o Governo Inglês decidiu dar o mesmo grau de protecção aos depositantes nos Bancos *Islâmicos* registados na *FSA*, como se de um banco convencional se tratasse.

Diversos Estados Europeus, Americano e Canadiano perceberam com o exemplo Britânico que o *Islamic Finance* pode não ser só o nicho de finanças que existe nos países Islâmicos, mas sim uma forma de captar capital que normalmente não estava acessível.

Os governos da Alemanha e França, principais centros de emigração da comunidade Muçulmana na Europa, começaram a discutir com os respectivos Bancos Centrais e com as autoridades de Supervisão e Ministérios das Finanças, qual o melhor enquadramento legal que se deve dar às Finanças Islâmicas.

Os mencionados governos promoveram no parlamento consultas sobre medidas fiscais e regulatórias de forma a captar investimentos de investidores Islâmicos e reduzir as saídas de capital da comunidade Muçulmana presente para os países de origem.

O Governo Francês tem intenção de ser o principal *Hub* europeu nos próximos anos, tendo já levado a consulta parlamentar alguns benefícios fiscais para os produtos *Shariah*.

Este tipo de posição por parte do Governo Francês tem criado inúmeras críticas pela oposição partidária, que tenta mostrar à opinião pública que para o actual Governo só os Muçulmanos ricos são interessantes para a França.

O Luxemburgo e Suíça também lutam por conseguir um lugar de destaque na domiciliação de produtos de investimento *Shariah*, promovendo no Médio Oriente os seus currículos como tradicionais praças financeiras, especializadas em operações de investimento, com elevados

níveis de conhecimento de engenharia financeira, aliadas ao sigilo bancário e robustez de uma política neutral.

As populações dos Estados Unidos da América e o Canadá, na sequência dos atentados do 11 de Setembro de 2001, tomaram medidas de hostilização à comunidade Muçulmana, o que originou uma enorme saída de capitais, nomeadamente para os países de origem e para o Reino Unido.

Nos últimos anos e também na sequência da crise de crédito de 2007, o Governo Americano e Canadiano perceberam que perda do capital originário de países Islâmicos estava ter reflexos bastante negativos nas economias nacionais. Como tal, tem-se assistido a uma política de charme por parte dos reguladores americanos em atrair novamente os *players* ligados ao *Islamic Finance*, regulando também regras fiscais de forma a neutralizar as operações financeiras Islâmicas.

Na Ásia, nomeadamente na China, Japão e Coreia do Sul tem-se assistido, a uma forte promoção dos produtos *Shariah*, com o objectivo de captar os Fundos Soberanos originários do Sueste asiático e do Médio Oriente.

Estes três países por exemplo estão a alterar as suas leis fiscais, de forma que as operações financeiras *Shariah* sejam reconhecidas e que não tenham agravamento fiscal.

Resultado desta exposição, é a verificação que a grande tendência dos próximos anos para o *Islamic Finance* será o combate para a captação de capital Islâmico entre países que até há poucos anos achavam que o *Islamic Finance*, era uma moda e em parte só servia para operações de branqueamento de capitais.

8 - Conclusões

Este trabalho procurou mostrar que os agentes económicos através das finanças Islâmicas têm possibilidades de alargar a origem de investimento ou de financiamento.

Este projecto não teve por objectivo apresentar detalhadamente o sistema financeiro Islâmico, mas sim permitir que os agentes económicos, que até à data o desconhecem, tenham a noção de que a janela de oportunidade está aberta e que muitos dos seus concorrentes internacionais já se posicionaram na primeira linha para usufruir de um leque maior de opções para a tomada de decisões.

O trabalho foi realizado de forma a esclarecer e ilustrar os agentes económicos que as finanças Islâmicas estarão sempre associadas à Religião e à História. Como tal, ao se iniciar uma operação financeira regida pelo Direito Islâmico é fundamental ter presente os princípios base do Islão e conhecimentos sobre a respectiva história económica.

Este projecto teve como um dos principais objectivos demonstrar com casos práticos as principais estruturas de financiamento ou de investimento presente nas Finanças Islâmicas, de forma que cada agente económico, independentemente de ser um intermediário financeiro ou uma empresa comercial, conheça as características das estruturas Islâmicas e as tente interligar para as suas actividades.

A inexistente literatura Portuguesa sobre o tema é um claro sinal que as Finanças Islâmicas passam despercebidas ao mercado financeiro Português. Foi com esse propósito que se realizou uma comparação entre um fundo de investimento imobiliário regido pelas regras *Shariah* domiciliado em Portugal e um fundo de investimento imobiliário convencional, para demonstrar que determinados veículos de investimento colectivo regidos por legislação nacional, podem com relativa facilidade converter-se em veículos de investimento colectivo regido por regras Islâmicas, o que pode ser de especial interesse para os gestores de fundos nacionais, visto os investidores internacionais tradicionais, como os Nórdicos, Ingleses e Alemães terem preterido Portugal pelo Centro e Leste Europeu.

Este trabalho visou também indicar com detalhe os desafios e tendências que as finanças Islâmicas irão ser sujeitas no curto prazo. Internacionalmente, a literatura sobre finanças

Islâmicas é extensa, mas em parte repetitiva, existindo muita literatura originada e patrocinada pelos intermediários financeiros que promovem os seus produtos e redigem literatura complementar. Literatura essa, que tem uma função de comercialização e não um carácter científico, não explorando com profundo detalhe as características das finanças Islâmicas associadas aos desafios que lhe irão ser exigidas.

Um ponto bastante interessante para a reflexão dos agentes económicos, surge com o papel das instituições financeiras na teoria económica clássica, em que as instituições financeiras têm o papel de guardar o dinheiro dos aforradores e emprestam aos que carecem. De forma a captar a atenção dos aforradores, as instituições financeiras tentam criar diferenciações entre elas, onde a mais antiga e mais usual é a taxa de juro, que vai servir como um estímulo à poupança.

Nas Finanças Islâmicas, tal como nas Finanças Convencionais a necessidade de poupança continua latente. Contudo, como não existe estímulo à poupança (a figura da taxa de juro não existe), podem surgir problemas na sua captação, devido à incerteza de retorno, uma vez que o próprio capital nem sempre é garantido. Será que com o evoluir da Banca Islâmica iremos ver uma sociedade a passar de uma situação de poupança passiva para uma poupança mais atenta às actividades subjacentes, logo uma poupança mais conhecedora do *equity risk premium*?

No panorama nacional faz todo o sentido realizar um estudo profundo a nível do Direito Fiscal, para constatar quantitativamente os principais aspectos causadores de desequilíbrio da neutralidade fiscal entre o sistema financeiro convencional e um futuro sistema financeiro de operações Islâmicas no panorama jurídico Português.

Em suma, este tema constitui um campo muito promissor de pesquisa científica na área das Finanças e do Direito. Seria importante, por exemplo a realização de estudos nas áreas de Economia, *Corporate Governance* e *Corporate Finance*, desenvolvendo temas como: “Mecanismos de poupança sem juros, desvirtuará a análise do risco?”, “*Corporate Governance* e o desempenho dos veículos Islâmicos cotados em bolsa”, “Comités de *Shariah* e performance” ou mesmo na “análise de conflitos de interesse no *Corporate Governance*”.

9 - Bibliografia

Monografias:

Adam, N. e Thomas, A.S. (2004), *Islamic bonds: your guide to issuing, structuring and investing in Sukuk*. London: Euromoney Books.

Al-Omar, F. e Abdel-hag, H.(1996), *Islamic banking: theory , Practice and Challenges*. London: Zed Books.

Ayub, M. (2007), *Understanding Islamic Finance*, New York: John Wiley & Sons Inc.

Baum, A. (2009), *Commercial Real Estate Investment*, London: Estates Gazette.

Brealey, R. e Myers, Stewart (1999), *Princípios de Finanças empresariais*. (5ª ed), Lisboa: McGraw-Hill Portugal.

Brueggeman, W.B. e Fisher, J.D. (2005). *Real estate finance and investments*.(12ªed) New York: McGraw- Hill international.

Cizakça, Murat (1996). *A comparative evolution of business partnerships: the Islamic world and Europe, with specific reference to the Ottoman Archives Volume 8 de The Ottoman Empire and its heritage*: Brill.

Damodaran, A. (2004), *Corporate Finance, Theory and Practice*, New York, II: John Wiley & Sons Inc.

Damodaran, A. (2002), *Investment valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset*, New York, II: John Wiley & Sons Inc.

El-Ashker, A. A.(1987), *Islamic Business Enterprise*, New South Wales: Thomson Learning.

El-Gamal, M. (2006), *Islamic Finance: Law, Economics and Practice*, New York: Cambridge University Press.

Garrigan, T.R. e Parsons, J.F.C. (1997). *Real estate investment trusts*. New York: McGraw- Hill international.

Guellouz, A.(1997) – "*O Islão*" in *As Grandes Religiões do Mundo, direcção de Jean Delumeau*. Lisboa: Editorial Presença.

Gulamhussen, M. A.(2009), *O investimento Internacional no sector da Banca*. Lisboa: Deplano network.

Hassan, Kabir e M. Lewis (2007) - *Handbook of Islamic banking*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.

Hayes, Samuel L e Frank E. Vogel (1998). *Islamic Law and Finance; religion, risk and return*. Hague e Boston: Kluwer law international.

Hines, M. (2001). *Investing in international real estate*. UK: Greenwood Publishing Group.

Iqbal, Z e Mirakhor, Abbas (2006). *An introduction to Islamic finance: theory and practice Volume 414 de Wiley Finance*, Asia: John Wiley & Sons.

Jaffer, Sohail (2004). *Islamic asset management: forming the future for Shari'a-compliant investment strategies*. London: Euromoney Books.

Martins, A. (2004). *A banca Islâmica*. Rio de Janeiro: Qualitymark.

Quivy, R e Campenhoudt, L. V. (1998). *Manual de investigação em ciências sociais* (2ª ed.). Lisboa: Gradiva.

Ross, S., Westerfield, R. e Jaffe, J. (2009). *Corporate Finance*. New York: MacGraw –Hill (9 edition)

Smith, H. (2005), *A essência das religiões*. Lisboa: Asa editores.

Schoon, N. (2009), *Islamic Banking and Finance*. London: Spiramus Press, Ltd.

Thomas, A.S.; Cox, S. e Kraty, B. (2005), *Structuring Islamic Finance Transactions*. London: Euromoney Books.

Thomas, A. S. (2004), *Interest in Islamic Economics: Understanding Riba*. Routledge.

Thomas, A.S. e Adam, N. (2004), *Islamic bonds: your guide to issuing, structuring and investing in Sukuk*. London: Euromoney Books.

Von Pock, A. (2006), *Strategic management in Islamic Finance*. Wiesbaden: Springer.

Watson, R. e Carter J. (2006), *Asset securitisation and synthetic structures: innovations in the European credit markets*. London: Euromoney Books.

Weber, M. (1904), *The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism*, Routledge, 2ª Ed. (2001)

Teses:

Roberts, G.L (2002), *Sharia law and the Arab oil bust*. Ph.D.Thesis, Law Center, Faculty of the University of Houston Law center.

Periódicos Científicos:

Alzafiri, E. e Shubber, K. (2008), Cost of Capital of Islamic Banking Institutions: an empirical study of a special case, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol.1, pp 10-19.

Harris,R.(2009), The institutional Dynamics of early modern Eurasian trade: The Commenda and the corporation, *Journal of economic Behaviour & Organization*.

Pawlina, G e Renneboog, L. (2005), Is Investment Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK, *European Finance Management*, Volume 11 Issue 4, Pages 483 - 513

Meckling, W. H. e Jensen, M. C., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure (July 1, 1976). Harvard University Press, December 2000; *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 3, No. 4, 1976. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=94043> or DOI: 10.2139/ssrn.94043

Working Papers:

Cihak, M. e Hesse, H. (2008), Islamic banks and financial stability: An empirical Analysis. *International Monetary Fund*, WP/06/16

Dusuki, A. (2007), Practice and prospect of Islamic Real Estate Investment Trusts In Malaysian capital Markets. *Islamic Research and Training institute (IRTI)*.

Graham, J e Harvey, C. (2009), The equity Risk Premium amid a Global Financial Crisis. Working paper, Fuqua School of Business, Duke University

Jobst A.A. (2007), The economics of Islamic Finance and Securitization. *International Monetary Fund*, WP/07/117

Rarick, A. C. (2009), Islamic Finance: An alternative in the Global Financial Market?, Working paper, Purdue University Calumet.

Imprensa:

Emerging Trends in Real Estate Europe 2008 (2008), Washington: *Urban Land Institute*.

Euromoney (2007), Opportunities and Trends in Islamic Finance, Janeiro de 2007.

Governance e Teoria da Agência (8 de Novembro de 2006), Diário de Notícias

Wouters. P, Islamic Private Equity Fund, (2008). *Islamic Finance News*.

Referências não publicadas retiradas da internet:

Abraaj Capital, (acedido em Julho e Agosto de 2009), <http://www.abraaj.com/english/index.aspx>

Al Qalam, (acedido em Setembro de 2009), <http://www.alqalam.org.uk/Shariah+Edicts+%28Fatwa%29/43/>

Arabianbusiness, (acedido em Maio e Junho de 2009), <http://www.arabianbusiness.com/islamic-finance>

The Banker, (acedido em Setembro de 2009), http://www.thebanker.com/news/search.php?_FB%5Bq%5D=islamic+finance .

Bursa, Islamic products,(acedido em Agosto de 2009)
http://www.klse.com.my/website/bm/products_and_services/islamic_capital_market/Islamic_REITs.html.

Cimb (acedido em Maio e Outubro de 2009),
http://www.cimb.com/index.php?&tpt=cimb_group

CISI, (acedido em abril de 2009), <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=32>

Financial Services Authority (2007), FSA Encourages Growth of Islamic Finance in the UK, (acedido em Agosto e Setembro de 2009)
<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2007/121.shtml>.

Financial Services Authority (2007), The Futures of Islamic banking in Europe, (acedido em Agosto e Setembro de 2009)
<http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/Speeches/2003/sp150.shtml>.

Fitch (2009), Corporate Finance, 5 Março de 2007, (acedido em Junho de 2009)
[http://www.globalclearinghouse.org/InfraDev/assets%5C10/documents/Fitch%20-%20Criteria%20Report_Fitch's%20Approach%20to%20Rating%20Sukuk%20\(2007\).pdf](http://www.globalclearinghouse.org/InfraDev/assets%5C10/documents/Fitch%20-%20Criteria%20Report_Fitch's%20Approach%20to%20Rating%20Sukuk%20(2007).pdf)

The Economist (2006), Islamic Finance, (acedido em Agosto e Setembro de 2009)
http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=8382406.

The Economist (2008), Savings and Souls, (acedido em Julho de 2009)
http://www.economist.com/world/middleeast-africa/displaystory.cfm?story_id=12052687 .

Ernst and Young, (2009), The Islamic Funds & Investment report, (acedido em Maio e Outubro de 2009)
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Islamic_Funds_and_Investments_Report/\\$FILE/Ernst%20&%20Young_IFIR09_v1.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Islamic_Funds_and_Investments_Report/$FILE/Ernst%20&%20Young_IFIR09_v1.pdf)

The Financial Times, (2008), Islamic Finance Special Edition, (acedido em Março de 2009)
<http://www.ft.com/reports/islamicfinance2008> .

The Forbes, (2008), Islamic Finance, Special Report, (acedido em Março de 2009)
http://www.forbes.com/2008/04/21/islamic-finance-sharia-islamic-finance-islamicfinance08-cx_ee_mn_0421islam_land.html .

GatehouseBank, Plc (acedido em Outubro 2009), <http://www.gatehousebank.com/en/shariah-compliant-banking>

Global Investment House, (2009) , Prospectus- CGC Real estate fund, (acedido em Agosto e Setembro de 2009) <http://www.globalinv.net/contentdisp.asp?pageid=317>

Hawkamah, (2009), Corporate Governance Structure, (acedido em Agosto de 2009)
http://www.hawkamah.org/products_and_services/research_and_report/analysis/index.html

Hesse, H. e Jobst, A. (2008), Trends and Challenges in Islamic Finance, (acedido em Março e Agosto de 2009)
<http://www.worldeconomicsjournal.com/Contents/ArticleOverview.aspx?ID=335> .

IFSL, (2009), Islamic Finance 2009, (acedido em Julho de 2009)
<http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=32>

Inrev, (acedido em Setembro de 2009), <http://www.inrev.org/>

Islam house (acedido em Março, Abril, Julho e Agosto de 2009),
<http://www.islamhouse.com/s/9661>

Islamic Banking (acedido em Junho e Setembro de 2009),
<http://www.islamicbanker.com/research-analysis.html>

KPMG, (2007), Growth and Diversification in Islamic Finance, (acedido em Março e Abril de 2009)
<http://us.kpmg.com/microsite/FSLibraryDotCom/docs/Growth%20and%20Diversification%20in%20Islamic%20Finance.pdf> .

Loan Market Association (LMA), (2008), Users Guide to Islamic Finance documents, (acedido em Junho e Julho de 2009) <http://www.loan-market-assoc.com/documents.aspx>

Malaysian Securities Commission – Prospectus trust, (acedido em Agosto de 2009)
<http://www.sc.com.my/>

Meezan Bank Limited, (acedido em Junho de 2009), www.MeezanBankLimited.com

Real Pack, (acedido em Julho de 2009), <http://www.realpac.ca/splash.asp>

The Urban Land Institute, (acedido em Julho e Agosto de 2009),
<http://www.uli.org/ResearchAndPublications.aspx>

Wikimedia Commons (acedido em Abril de 2009)
http://commons.wikimedia.org/wiki/Main_Page