Prosper Lamothe Fernández*
Félix Villalba Romero**

MERCADOS DE CAPITALES Y FINANZAS ISLÁMICAS. ESPECIAL REFERENCIA A LA FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURAS

A pesar de la contracción del crédito financiero internacional, una gran cantidad de proyectos de infraestructuras en diferentes sectores están siendo financiados por modalidades de finanzas islámicas junto a financiación convencional en el mismo proyecto. Esta financiación mixta es una nueva tendencia en la financiación de proyectos que se está extendiendo más allá de los países musulmanes, siendo los bonos islámicos o sukuk *el nuevo instrumento financiero mundial para financiar proyectos de infraestructuras. La base de las finanzas islámicas puede traer beneficios excepcionales para la financiación de proyectos de infraestructuras, especialmente en las primeras etapas, cuando la carga financiera es a menudo el principal desafío. Innovaciones y desarrollos recientes en los mercados financieros, como el mercado de Londres, abren una serie de oportunidades para proyectos de infraestructuras en los países occidentales, aunque se requieren cambios legales y financieros.*

Palabras clave: *financiación de infraestructuras, bonos islámicos, autopistas de peaje.*
Clasificación JEL: *F32, G31, H4.*

1. Introducción

El sistema económico y financiero islámico

En un contexto de economía globalizada y tras la reciente crisis financiera internacional, surge un interés creciente por las finanzas islámicas no solo en el ámbito académico sino también en el ámbito profesional, por su carácter innovador y su capacidad de ofrecer soluciones no cubiertas por las finanzas convencionales. Así, las finanzas islámicas han cobrado especial importancia a partir de la crisis financiera de final de 2007 en la que se cuestionan muchos paradigmas del mundo occidental. En efecto, entre las razones de dicha crisis se encuentra la insuficiente disciplina del mercado en el sistema financiero al no compartir pérdidas y beneficios, la expansión desmesurada de

* Catedrático de Economía Financiera. Universidad Autónoma de Madrid.
** Investigador de University of Central Lancashire. Reino Unido.

los productos derivados en comparación con la economía real, y la concentración y peso de los bancos demasiado grandes para dejarlos caer (*too big to fail*). Según Chapra (2011) los principios de las finanzas islámicas no habrían permitido estas causas en gran medida y es claramente contrastable su mayor fortaleza ante dicha crisis.

Las finanzas islámicas surgieron a comienzos de la década de 1970 cuando se produce el auge del panislamismo con el liderazgo de una enriquecida Arabia Saudí y con la escalada de precios del petróleo en 1973-1974. Pero ha sido ha sido en los últimos años cuando se produce un gran despegue tanto por la evolución de sus magnitudes como por la extensión e interés de muchos países musulmanes y no musulmanes.

La banca islámica ofrece una solución dirigida más bien a la iniciativa emprendedora que requiere liquidez para realizar sus inversiones, que a una respuesta al inversor que busca una alta rentabilidad en productos financieros sofisticados. En efecto, las finanzas islámicas tienen más que ver con la financiación de proyectos e iniciativas empresariales que con la aportación de liquidez mediante préstamos a negocios ya consolidados que, a su vez, utilizan su garantía patrimonial como contrapartida para reducir el riesgo financiero de la operación, como es habitual en la banca convencional. Por esta razón, la banca islámica puede aportar un potencial de crecimiento mayor que la banca convencional que solo financia a empresas que pueden ofrecer dicha garantía; es decir, la banca islámica asume mayor riesgo económico vinculado a la operación real, mientras que la banca convencional asume un riesgo financiero limitado a la garantía aportada y un menor riesgo económico vinculado a la operativa de la transacción. En este sentido la justificación y existencia de la banca tiene más relación con el desarrollo económico y la economía real en el enfoque de las finanzas islámicas (Chapra, 1986).

Por otra parte, hay que destacar que la banca islámica tiene unos planteamientos sociales y de desarrollo vinculados a la economía real y lejos de la burbuja económica financiera. Además, las finanzas islámicas promueven una mayor disciplina financiera y unas normas éticas más rigurosas.

No obstante, en el desarrollo histórico de las finanzas islámicas se producen diversas interpretaciones, siendo en la actualidad uno de sus principales retos su homogeneización y armonización. Aunque esta nueva disciplina fue considerada a menudo como un fenómeno temporal, surgido a partir de la gran acumulación de excedentes generados por el petróleo en muchos países musulmanes, en la actualidad se manifiesta de forma más pragmática como un modelo de innovación financiera alternativo a las finanzas convencionales, consolidado y con un crecimiento espectacular, principalmente en el Sudeste Asiático y en particular en Malasia, que se ha convertido en el principal centro de las finanzas islámicas. Frente a este desarrollo, el modelo árabe basado en una interpretación más estricta de la Ley islámica (*Sharia*), evoluciona más lentamente con una implementación desigual.

Esta rápida expansión, aunque para algunos pueda suponer una amenaza como hoy día se percibe la tendencia a la desbancarización, se presenta como una oportunidad de innovación financiera, que como otras novedades introducidas convivirá con los modos de finanzas convencionales. De hecho, actualmente conviven ambos modos de finanzas en muchos proyectos ya materializados. El futuro mostrara la potencialidad de esta nueva forma de hacer finanzas pero la tendencia actual apunta a que la banca islámica coexistirá con la banca tradicional.

¿Qué son las finanzas islámicas?

Las finanzas islámicas se basan en la religión musulmana y surgen de la reinterpretación, por parte de los juristas musulmanes, de la tradición legal precapitalista para poder cubrir las necesidades de los tiempos actuales manteniendo los principios económicos básicos del Islam. Como fuentes de inspiración las finanzas islámicas se rigen por la *Sharia*, la Ley islámica

CUADRO 1

FUENTES DE LA *SHARIA*

- *Corán:* libro sagrado del islam que contiene la palabra de Dios revelada a Mahoma.
- *Sunna:* colección de dichos y hechos atribuidos a Mahoma y transmitidos en forma oral.
- *Hadiz:* narración o relato sobre dichos, acciones o vivencias del profeta Mahoma, según los juristas académicos.
- *Qiyas:* deducción analógica y razonamiento para derivar nuevos desarrollos de reglamentación islámica.
- *Ijma:* consenso ideal de la comunidad islámica.
- *Ijtihad:* interpretación y opinión de juristas islámicos sobre un asunto concreto.

FUENTE: Elaboración propia.

CUADRO 2

PRINCIPIOS BÁSICOS DE LAS FINANZAS ISLÁMICAS

- *Riba o interés:* no se acepta hacer dinero a partir del propio dinero.
- *Gharar:* está prohibida la incertidumbre, ambigüedad o especulación.
- *Haram:* no se deben realizar inversiones en sectores prohibidos (juego —*maysir*—, prostitución, pornografía, alcohol, tabaco, carne de cerdo).
- *Participación en riesgos y beneficios:* el prestamista participa de las pérdidas y ganancias del objeto del préstamo como una asociación financiera.
- *Indexación:* está prohibido todo pago por encima del importe real principal (importes prefijados o inflación).
- *Endeudamiento financiero:* no se permite la compensación de deudas, las compra ventas apalancadas *short selling* o los instrumentos derivados especulativos.
- *Vinculación a la economía real:* detrás de cada producto financiero debe haber un activo subyacente que justifica el propio instrumento financiero.

FUENTE: Elaboración propia.

sagrada; el Corán, el libro santo revelado por el profeta Mahoma; la *sunna*, el conjunto de tradiciones y dichos del profeta que constituyen la segunda referencia para los musulmanes (tras el Corán); y el *fiqh*, el método de interpretación y la jurisprudencia islámica. En el Cuadro 1 se muestran las fuentes de la *Sharia* que engloba el conjunto de reglas que deben respetar las finanzas islámicas.

Por otra parte, las finanzas islámicas siguen unos principios fundamentales que definen el ámbito de su operativa y su carácter acorde a la tradición del Islam. Dichos principios se resumen en el Cuadro 2 en base a unos conceptos básicos.

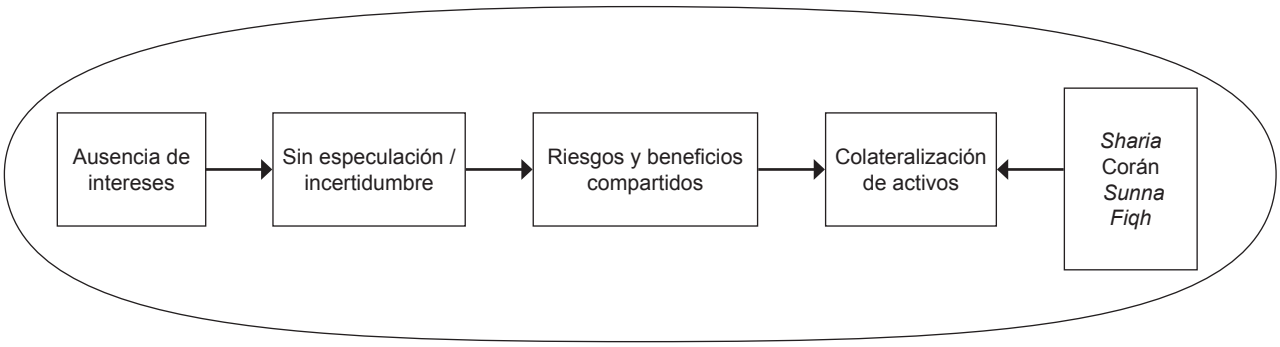
Cualquier actividad financiera que pretenda ser acorde a la *Sharia* debe respetar estos principios que, desde el punto de vista de la banca occidental, implican importantes modificaciones de los instrumentos financieros de inversión y en especial de financiación, así como la prohibición de los instrumentos especulativos de los mercados, como son los productos derivados, a no ser que cumplan unos estrictos preceptos y sean considerados instrumentos de cobertura de riesgos. En el caso de los instrumentos de deuda se han diseñado un conjunto de activos que, bajo la denominación de *Sukuk*, han permitido introducir en los mercados financieros bonos y obligaciones acordes a estos principios. En general, la utilización de productos derivados resulta compleja en las finanzas islámicas y, al igual que algunas emisiones de deuda, está sujeta a controversia.

Los principios indicados tienen un componente religioso y un componente operativo, pero son básicos para entender las finanzas islámicas. El marco económico islámico considera que las finanzas deben ser un instrumento basado en la participación de riesgos y beneficios, vinculado a una actividad económica real no especulativa, con el objetivo de cubrir las necesidades económicas de la sociedad. Las actividades que siguen estos principales preceptos se consideran acordes a la *Sharia* y por tanto son actividades permitidas (*halal*).

Desde un punto de vista económico, el conjunto de elementos más básicos que deben ser validados por

FIGURA 1

ELEMENTOS PRINCIPALES DE UN PRODUCTO FINANCIERO ISLÁMICO



FUENTE: Elaboración propia.

la *Sharia* se pueden resumir en que no haya cobro de intereses, no haya especulación y/o incertidumbre, se participe en las pérdidas y ganancias del negocio, y que siempre existan unos activos detrás de cada transacción, como se representa en la Figura 1. Estos requisitos delimitan el conjunto de instrumentos financieros específicos para las diferentes funciones de canalización del ahorro y transferencia de riesgos que desarrolla un sistema financiero moderno.

La prohibición del interés del dinero, la usura y la *riba*

Los conceptos interés, usura y *riba*, aparentemente sinónimos, tienen ciertas matizaciones en cuanto a su significado técnico. El interés, en teoría económica y financiera, se refiere al coste del uso del dinero. Por usura se entiende el uso de préstamos a unos tipos de interés excesivamente altos. En cuanto al concepto islámico de *riba*, se refiere a cualquier beneficio en exceso sobre el importe del principal, tanto desde una perspectiva de adición como de demora en el pago sobre el vencimiento. Tras largos debates en torno a los diversos matices de estos conceptos, se dejó claro que el interés en cualquier forma de manifestación no está permitido en las finanzas islámicas (Usmani, 2007).

Históricamente se ha intentado limitar que los intereses aplicables sean excesivos imponiendo un límite máximo o tasa de usura. El término usura ha sido objeto de discusión en todos los tiempos. Desde la vieja India y las corrientes de pensamiento antiguas (en los grandes pensadores como Aristóteles, Cicerón y Séneca); las diferentes consideraciones en las principales religiones: el judaísmo, el cristianismo y el islamismo, así como en la época moderna de los economistas clásicos (Ricardo, Smith, Locke, Keynes, etc.), se han producido grandes dialécticas en torno a la consideración de los intereses. La controversia surge desde una doble perspectiva*: i)* el tipo de interés que se considera excesivo y *ii)* la propia consideración de los intereses. En las finanzas islámicas no se justifica la existencia de los intereses porque se considera que el dinero por sí solo no genera valor, sino que es un insumo que solo unido a otros insumos crean una actividad económica que puede contribuir a la generación de beneficio. El dinero no crea dinero, solo contribuye como un factor más.

En el mundo capitalista, el interés se justifica por su contribución a la eficiencia en la asignación de riesgos, lo que permite una optimización del uso del dinero. Sin embargo, la banca islámica y sus instrumentos de inversión y financiación no se basan en el cobro de intereses, sino en la participación en los beneficios derivados de una actividad real.

Aprobación, desarrollo e innovación de productos financieros islámicos

El proceso de desarrollo y aprobación de un producto requiere completar el «marco de la *Sharia*», que básicamente consiste en validar el seguimiento de las fuentes, los objetivos (*Maqasid al Sharia* — acordes a la tradición, religión, vida, inteligencia y riqueza islámicas—), los preceptos legales, las normas de contabilidad y las líneas generales del IFSB (Lahsasna y Hassan, 2013). Los primeros elementos, especialmente los preceptos legales, requieren la validación por académicos expertos de las escuelas de leyes islámicas, que pueden emitir un dictamen (*fatwa*), mientras las normas generales y líneas principales son reguladas por AAOFI y IFSB respectivamente (véanse las instituciones financieras en el siguiente subapartado).

En el desarrollo reciente de las finanzas islámicas, la actividad de ingeniería financiera, el desarrollo de nuevos productos y a la continua innovación financiera, han supuesto una palanca crucial. Los mayores desarrollos en productos innovadores se han producido, entre otros, en la aplicación de productos para financiar el alquiler o *leasing* (*ijara*) de activos, en la participación conjunta (*musharaka)* decreciente para la financiación de la compra de viviendas, así como en la financiación de empresas a través de bonos (*sukuk*) específicos, la financiación circulante y la compra de mercancías (*salam* paralelo), y en especial en la financiación de plantas de producción y grandes contratos llave en mano (*istisna* paralela). También se han producido fracasos en el desarrollo de productos debido principalmente a problemas de cumplimiento de la *Sharia* por temas de delimitación de riesgos y su exposición, así como por el alto coste de algunas innovaciones. Los temas de aprobación, regulación e innovación se han tratado por muchos autores recientes, destacando Hassan (2011), Archer *et al*. (2013) y Ahmed (2011).

Instituciones financieras islámicas en el desarrollo de infraestructuras

Las principales instituciones multilaterales globales o regionales que intervienen en los grandes proyectos de infraestructuras y sus brazos intervinientes, al margen de las instituciones islámicas, se pueden agrupar en torno a los siguientes cuatro grupos, Banco Mundial, Banco Europeo de Inversiones, Banco Asiático de Desarrollo y Banco Africano de Desarrollo.

En las finanzas islámicas, a pesar del reto pendiente de su homogeneización global, ya existen muchas instituciones que cubren los aspectos fundamentales para su regulación en el contexto del sistema financiero internacional. En relación a los organismos que desarrollan un papel importante en las infraestructuras, se pueden citar principalmente los siguientes:

— El grupo Banco Islámico de Desarrollo (IDB).

— Consejo General de Bancos e Instituciones Financieras Islámicas (CIBAFI).

— Mercado Financiero de Finanzas Islámicas (IIFM).

— Agencia Internacional de Rating Islámica (IIRA).

— Organización de Contabilidad y Auditoría para las Instituciones Financieras Islámicas (AAOIFI).

— Consejo de Servicios Financieros Islámicos (IFSB).

— Centro de Formación e Investigación Estadística, Económica y Social para los Países Islámicos (SESRIC).

— Centros Financieros Internacionales en Dubai y Malasia.

Cada una de estas instituciones se encuentran ubicadas en distintos países musulmanes, y se han creado y desarrollado de forma paralela y coordinada.

Por razones de espacio no se entra a analizar el objetivo y detalle de la operativa, si bien su nombre resulta bastante aclaratorio. No obstante, hay que resaltar el papel del grupo Banco Islámico de Desarrollo (organizado de forma parecida al Banco Mundial) a través de sus instituciones filiales —(el Banco propiamente dicho, el Instituto de Investigación y Formación Islámicos (IRTI), la Corporación Islámica para el Seguro de Inversiones y Crédito a la Exportación (ICIEC), la Corporación Islámica para el Desarrollo del Sector Privado (ICD), la Corporación Financiera para el Comercio Islámico Internacional (ITFC) y los Programas y Fondos especializados (Fondos de Infraestructuras, WAQF, APIF, ISFD, etc)—. También hay que destacar la contribución de la Organización de Contabilidad y Auditoría para las Instituciones Financieras Islámicas (AAOIFI), que es un organismo internacional autónomo islámico que prepara, armoniza y estandariza, de forma acorde a la *Sharia*, normas internacionales de contabilidad, auditoría, gobierno corporativo y ética para las instituciones financieras islámicas; y, por otra parte, la actividad de regulación e innovación financiera del Consejo de Servicios Financieros Islámicos (IFSB), que actúa como un cuerpo normativo internacional de agencias regulatorias y supervisoras, tiene como interés principal asegurar la solvencia y la estabilidad de la industria de servicios financieros islámicos, incluyendo a la banca, los mercados de capitales y el seguro, y promueve la introducción de nuevas normas o la adopción de otras ya existentes acordes con los principios de la *Sharia*.

2. Productos bancarios islámicos

Principales modos de financiación islámica

Como en cualquier sistema financiero, las finanzas islámicas se componen de productos de activo y de pasivo financiero, en función del papel que la institución financiera desempeña, de manera que sus activos constituyen instrumentos de financiación y sus pasivos, instrumentos de inversión. En el otro lado y de forma inversa, el emprendedor o el ahorrador obtendrán sus pasivos de la entidad financiera (instrumentos de financiación) y colocarán sus activos (inversión) respectivamente. Tras exponer esta relación inversa inversión/financiación, el análisis se centra en los modos tradicionales en las finanzas islámicas que, básicamente, se pueden agrupar como instrumentos de participación en las perdidas y beneficios derivados de una actividad económica o instrumentos de deuda propiamente dicha. Los modos más habituales se basan en los contratos que se indican a continuación:

- *Musharaka*. Contrato mutual de colaboración como socio capitalista, capital riesgo o *privateequity*, implica una forma de asociación por la que ambas partes, el poseedor del capital y el gestor del mismo, entran en una sociedad conjunta. Las dos partes se reparten tanto los beneficios como las pérdidas, según un acuerdo previo. Cada parte aporta algo de capital y puede decidir participar o no en la gestión del proyecto. En una transacción *musharaka* dos o más socios aportan capital a un proyecto aunque no necesariamente con importes iguales. De hecho se suele pactar una distribución de los beneficios específica distinta a la participación en el capital de la empresa que debe ser predeterminada, aunque sí se mantiene el riesgo de pérdidas en función de la participación en el capital. La *musharaka* puede ser permanente o decreciente (*mutanaqisah*). En esta última modalidad un socio compra al otro socio su parte de acuerdo a un calendario regular de inversiones y durante ese período existe una propiedad compartida; o en términos financieros, una parte financia a la otra la compra de un bien durante el periodo, tras el cual adquiere la propiedad total. Esta modalidad está muy extendida para la financiación de la compra de una vivienda o de un vehículo.

  Esta modalidad permite establecer un precedente para una forma de inversión moderna, pues son más parecidas a las sociedades anónimas occidentales.

- *Mudaraba*. Contrato por el que el poseedor del capital lo invierte en un proyecto económico y el receptor (*mudarib*) proporciona la experiencia y la gestión

del proyecto. Así pues, en una transacción *mudaraba* uno o más socios aportan el capital y los otros aportan la experiencia y la gestión para una empresa conjunta. Se trata pues de una aportación de capital con participación en beneficios, similar al préstamo participativo.

Los beneficios se reparten según un acuerdo previo, y si se incurre en pérdidas económicas solo las asume el que invierte el capital. Se considera que el gestor del proyecto también asume pérdidas, pues ha invertido su tiempo y su trabajo. Si es un banco el que proporciona el capital se aplican las mismas condiciones. Este es el riesgo financiero que, de acuerdo con la *sharia*, justifica que el banco pueda reclamar una parte de los beneficios, en lugar de exigir una ganancia fija, como ocurre en las transacciones financieras con interés.

- *Murabaha*. Contrato de financiación del coste de un producto más un margen por período definido generalmente con pago a plazos o al final. Es un tipo particular de transacción en el que el vendedor de un determinado activo debe mencionar expresamente, mediante una declaración jurada, cuánto le ha costado producir o adquirir dicho activo, y sobre este precio de coste añade el beneficio o recargo. El pago puede ser al contado, diferido o a plazos. La ventaja para el comprador en comparación con los contratos de compraventa y de financiación convencionales es que este siempre sabe el margen de ganancias del vendedor, mejorando así sus posibilidades de negociar un buen precio. Este método ha sido y es muy utilizado para financiar la compra de bienes de consumo, bienes raíces, materias primas, maquinaria y equipos, así como las operaciones de importación y exportación. Se establece como condición que el activo debe existir físicamente y estar en posesión del vendedor en el momento de la venta.

- *Ijara* (*leasing*). Alquiler de un activo o *leasing* operativo. Es un contrato simple de alquiler. La *ijaratasqhilliyyah* se refiere a un *leasing* operativo puro donde la institución financiera transfiere el usufructo (derecho al beneficio del uso) de una propiedad particular a otra persona a cambio de una renta reclamada al arrendatario. La institución financiera, como el banco, compra un activo, por ejemplo una planta o una maquinaria, a un proveedor y lo alquila al arrendatario o cliente a un precio acordado por un periodo concreto. El *leasing* operativo establece claramente que el arrendatario tiene el derecho de usufructo a cambio de una renta. La propiedad del activo no se transfiere al arrendatario durante el periodo del contrato de la *ijara.* Al final de cada periodo de la *ijara*, el banco negociará un nuevo alquiler con el arrendatario y continúa un nuevo periodo hasta que el banco decide desechar el activo. En general, no existe opción o derecho a compra del arrendatario, que suele establecerse en un contrato separado. Por tanto, los elementos clave de la *ijara* implican un arrendamiento operativo directo y que, al final del período de alquiler, el título no se transfiera al arrendatario y el propietario negocie un nuevo alquiler, o bien venda o deseche el activo. Existen diversas modalidades derivadas en función del objeto del contrato y que finalmente puede incluir su compraventa. Entre ellas cabe citar la muy extendida *Ijara Muntahiya Bittamleek*, que consiste en una especie *leasing* financiero que acaba con la transferencia de la propiedad.

- *Salam*. Compra/venta de mercancía con pago inmediato y entrega a plazo. Implica pago anticipado del banco al vendedor o comprador. Es un contrato de compraventa en el que se pagan por anticipado los bienes que se entregarán más adelante. El vendedor se compromete a suministrar algunos bienes específicos al comprador en una fecha futura a cambio de un precio previamente pagado en su totalidad en el momento del contrato. El oro, la plata y las monedas, con base en estos dos metales, están excluidos de este tipo de contrato. Una modalidad particular es la *salam* paralela en la cual la entidad financiera tiene una doble posición que, en suma, es la auténtica financiación *salam*. La salam paralela se basa en dos contratos independientes donde la institución financiera es tanto el comprador como el vendedor. En el primer contrato el banco es el comprador del activo y realiza el pago completo al vendedor contra la entrega futura de un activo. Después el banco entra en un contrato *salam* como comprador con un tercero para

un período más corto de entrega. La diferencia entre ambos contratos es el beneficio obtenido por el banco.

- *Istisna*. Contrato de construcción, fabricación o desarrollo de un activo objeto de venta. Se trata de un contrato de compraventa de un producto antes de que dicho producto exista o esté disponible. En dicho contrato figura la fecha de entrega del citado producto. El comprador puede pagar al contado en la fecha de entrega o a plazos durante el proceso de fabricación del producto. Es un sistema muy utilizado por la banca islámica para financiar la construcción y venta de edificios, equipamiento pesado, grandes buques, etc. Una innovación financiera de este contrato es la *istisna* paralela, por la que el banco toma parte en el proceso de financiación de la operación.
- *Gard al hasan*. Préstamo sin intereses. Es un préstamo basado en la buena voluntad, en el que el deudor solo está obligado a devolver la cantidad prestada. No obstante, el deudor puede, a su discreción, pagar una cantidad extra más allá de la suma inicial del préstamo como muestra de agradecimiento hacia el acreedor. Algunos musulmanes consideran que este es el único tipo de préstamo que no viola la prohibición de la usura, pues es el único que no compensa al acreedor por el valor temporal del dinero.

Otras formas de financiación islámica

En este subapartado se incluyen solo de forma enunciativa otras actividades de financiación o servicios que completan el abanico de operaciones que pueden desarrollarse a través de las finanzas islámicas. Entre otras destacan las siguientes:

— Financiación de proyectos, *project finance*, alternativa de financiación que desarrollaremos en detalle en un apartado específico.

— Financiación de capital circulante.

— Financiación del comercio exterior.

— Microfinanzas islámicas, microfinanciación en base a los modos de financiación expuestos, como forma de emprendimiento social.

— Productos de inversión, constituyen una importante fuente de financiación. Las vías más habituales son: *i)* productos de titulización, incluyen principalmente los *sukuk* (véase el apartado 3) y el *takaful*, similar al seguro mutual convencional, aunque difiere significativamente porque todas sus operaciones deben basarse en los principios islámicos, incluidas las actividades de inversión; *ii)* fondos de inversión islámicos cuya singularidad es su carácter ético y constituyen otra importante fuente de financiación para proyectos (fondos de capital, fondos de *ijara*, fondos de *murabaha*, fondos de *commodities*, fondos mixtos, etc).

— Servicios bancarios (liquidaciones, administración, divisas, asesoramiento)

Desde otro punto de vista, en base a los principios en los que se fundamentan, se pueden distinguir productos pseudo islámicos, productos financieros islámicos basados en la *Sharia* y productos financieros conforme a la *Sharia*.

Los productos considerados pseudoislámicos cumplen la legislación vigente del país en el que se emiten pero no cumplen la sustancia de la *Sharia* o no sirven a necesidades sociales. Estos productos son permitidos cuando son legales, satisfacen necesidades específicas y no tienen alternativas. En estos casos las prohibiciones derivadas de la *Sharia* se pueden relajar hasta que se encuentren alternativas disponibles. Un ejemplo es el *tawarruq* (*murabaha* inversa, una especie de compra apalancada con pago futuro) muy extendido en muchas transacciones actuales (Ahmed, 2011). Otras consideraciones del mismo autor incluyen el *venture capital* y fondos de *private equity*, las cooperativas, microfinanzas, y otras innovaciones para la investigación y desarrollo.

Los productos basados en la *Sharia* son producidos sobre la base de los conceptos y las reglas del Corán y la *sunna*, así como otras fuentes de la Ley comercial islámica. Los desarrollos de estos productos no cambian su naturaleza y criterios básicos y, por tanto, siempre se aplican las mismas normas contractuales principales. Los productos más habituales son *mudaraba, musharaka, murabaha, ijara, salam, instina, hawala* y otros.

CUADRO 3

PRODUCTOS DE FINANZAS ISLÁMICAS MÁS HABITUALES

Productos y servicios	Operativa acorde a la *Sharia*
Custodia de fondos/depósitos	*Wadia*
Carta de garantía	*Kafala*
Tarjeta de débito / cargo	*Mucasa /Tawarruq / Ina*
Seguros	*Takaful / Waqf*
Factoring	*Bay al-Dayn*
Descubierto	*Tawarruq / Ina*
Financiación del consumo	*Tawarruq / Inaljara (sub-lease)*
Financiación de viviendas	*Murabaha* *Istisna (istisna paralela)* *Ijara Muntahiya Bittamleek* *Musharaka Mutanaqisah*
Financiación de vehículos	*Murabaha* *IjaraMuntahiyaBittamleek*
Financiación de circulante	*Murabaha* *IjaraMuntahiyaBittamleek* *Tawarruq* *Salam* *Sale and Lease Back*
Financiación de proyectos	*Istisna e istisna paralela* *Murabaha* *Musharaka* *Sale and Lease back* *Tawarruq*
Financiación del comercio	*Wakala* (agencia para compraventa contado/aplazada) *Murabaha* *Musharaka*
Compraventa de acciones	*Musharaka*
Fondos, depósitos, REITs	*Musharaka* (entre inversores) *Wakala* (contrato de agencia entre inversores y gestores de fondos)
Bonos	*Sukuk* en sus diversas modalidades
Productos derivados en divisas y tipos	Permutas divisas *Murabaha*, fijo/variable *Murabaha* (permitidos con fines de cobertura)

FUENTE: LAHSASNAY HASSAN, 2013.

Los productos conformes a la *Sharia* (*Sharia compliant*) no están basados en ella y no van dirigidos a satisfacer necesidades sociales, pero cumplen sus preceptos. Generalmente han sido adaptados de las finanzas convencionales y convertidos en productos islámicos con estructuras y mecanismos específicos, y han sido incorporados por las instituciones financieras islámicas debido a su actual relevancia. En todo caso, las reglas y condiciones de estos productos han sido adaptadas y modificadas para que encajen en las normas de la *Sharia* y así puedan ser utilizados por las instituciones financieras islámicas. Una lista detallada de los productos financieros más habituales y los modos de finanzas islámicas en los que se basan se puede ver en el Cuadro 3.

3. El desarrollo del mercado de capitales islámico: los *sukuk*

Concepto de *sukuk* y su desarrollo

Se consideran mercados financieros islámicos aquellos en los que se comercian instrumentos financieros que no entran en conflicto con los principios de la *Sharia*. El objetivo de los mercados financieros islámicos es promover y asegurar una asignación equitativa del capital en aquellos sectores eficientes que pueden generar un mayor retorno a sus poseedores, así como asegurar que se puedan financiar aquellas oportunidades de inversión acordes a las preferencias de riesgo de los inversores. Los instrumentos financieros islámicos deben representar participaciones en el capital de empresas, en activos inmobiliarios y otra serie de activos que conllevan la participación en los riesgos de las actividades que representan. Los mercados de valores desarrollan un importante papel en la intermediación de capitales para las empresas, en los que la inversión no garantiza ninguna rentabilidad a los inversores e incluso les pueden generar perdidas, en línea con el espíritu de las finanzas islámicas. Pero además, se requieren otras dos condiciones, que son: las actividades de inversión no deben realizarse en sectores prohibidos, y la estructura de capital se debe configurar conforme a los principios de la *Sharia*, lo que principalmente significa que los instrumentos basados en participaciones de deuda que conllevan una rentabilidad fija, no son consistentes con el espíritu islámico y deben ser sustituidos por instrumentos que compartan perdidas y beneficios, así como que representen títulos de propiedad. No obstante, se están introduciendo instrumentos que incluyen una rentabilidad fija, como por ejemplo aquellos productos basados en *ijara*, que representan para sus poseedores títulos de propiedad en activos de capital que generan un flujo de renta periódica y están permitidos por la *Sharia*. Pero sin duda el producto estrella que ha tenido una rápida expansión son los *sukuk*.

Un sukuk es un instrumento legal que representa un título, nota o certificado de propiedad. De acuerdo a la AAOFI, un *sukuk* es un certificado de igual valor que representa acciones indivisibles en la propiedad de un activo tangible, usufructo o servicios, o en la propiedad de un activo de un proyecto específico o una actividad especial de inversión, después de recibir el valor del *sukuk*, cerrar la suscripción y emplear los fondos recibidos en el motivo para el cual el *sukuk* fue emitido. La Comisión de Valores de Malasia define el *sukuk* como un certificado que representa una propiedad indivisible o inversión en un activo de igual valor que utiliza principios de la *Sharia*.

De acuerdo a Usmani, presidente del Consejo de la *Sharia* de la AAOIFI, en su obra «Sukukand their contemporary», la distinción entre un *sukuk* y un bono convencional se basa en:

a) Un *sukuk* debe ser emitido para un nuevo negocio industrial o comercial. Si se emiten por un negocio establecido, se debe asegurar a los tenedores de *sukuk* la completa propiedad en los activos reales.

b) La rentabilidad de la empresa debe retornar a los tenedores de *sukuk* al margen de los costes, incluidos los correspondientes a la dirección, exclusivamente por el beneficio esperado de la actividad no en base a intereses

c) Está prohibido a la dirección prestar dinero cuando el beneficio real es menor que el beneficio esperado

d) Se prohíbe a la dirección, ya sea accionista, socio o agente, compromiso de recompra del activo al valor de adquisición (principal). En su lugar la reventa debe producirse al valor neto del activo, o precio acordado en el momento de la compra.

e) El órgano supervisor tiene que cumplir las condiciones emitidas por el Consejo de la *Sharia.*

El *sukuk* supone una alternativa a los bonos convencionales que ofrece beneficios similares conforme a la *Sharia.* Mientras que los bonos representan puras obligaciones de deuda del emisor a los inversores o tenedores de bonos, el *sukuk* representa la propiedad de un

activo claramente definido. A diferencia de las obligaciones de los bonos, los gastos relacionados con el activo en un *sukuk* están asociados a los tenedores del *sukuk*. De tal forma la venta de un *sukuk,* tanto en los mercados primarios como secundarios, es una venta de una porción de un activo, mientras que la venta de un bono es básicamente la venta de una deuda. En efecto, un bono estándar es básicamente un contrato de préstamo cuyo objetivo es generar una rentabilidad por el uso del dinero, es decir unos intereses generados por el propio dinero, lo que en finanzas islámicas se define como «riba», que está prohibido por la *Sharia*.

El precio de un *sukuk* varía en función de las fluctuaciones del valor de mercado del activo subyacente. En caso de impago por parte del emisor, los tenedores del *sukuk* poseerán el activo y podrán mantenerlo o venderlo a otros compradores. En cambio, los tenedores de bonos dependen solo de la credibilidad del emisor, sin ningún activo con el que contar. Por otra parte, un *sukuk* no es una acción o parte alícuota del capital de una sociedad. Desde el punto de vista de la propiedad, un *sukuk* es una participación de una propiedad indivisible en un activo específico, mientras que una acción representa una participación en una corporación o empresa. La otra diferencia es que las acciones ordinarias no requieren que la empresa sea conforme a la *Sharia* y el porcentaje del activo real (tangible) no está determinado. En un *sukuk* el activo no puede ser contrario a la *Sharia* y al menos un 51 por 100 debe representar activos reales. En el caso de que algo suceda con un proyecto (*sukuk*) o una empresa (acciones), las responsabilidades de los tenedores del *sukuk* son definidas como derechos/deberes asociados al activo, proyecto o transacción subyacente y limitadas en la medida de su participación, mientras que las responsabilidades del accionista de una empresa por los negocios de esta están limitadas en la medida de su propiedad en la empresa. Los *sukuk* son un instrumento primordial en la configuración de los mercados de capitales bajo reglas islámicas. En el Cuadro 4, se resumen las diferencias principales de acciones, *sukuk* y bonos convencionales.

Como se verifica en el Gráfico 1, con datos de Thompson/Reuters, las emisiones de *sukuk* han mostrado una elevada tasa de crecimiento en los últimos años, con cierta ralentización para 2014.

Por otra parte, como muestra el Gráfico 2, la mayoría de los emisores se concentran en Malasia y los países del Golfo.

Conviene destacar la aparición en 2014 de nuevos emisores soberanos como Luxemburgo, Reino Unido, Sudáfrica, Senegal y Hong- Kong.

Participantes en la emisión de *sukuk*

Entre el emisor/originador, que habitualmente se llama el *mudarib*, y el tenedor final de un *sukuk* existen una serie de entidades con un rol específico para el buen funcionamiento del mercado. Así, las entidades participantes son:

— El originador/*mudarib* puede ser un Gobierno o una empresa.

— El regulador; una especie de comisión de valores específica.

— Asegurador del crédito, Gobierno o tercera parte.

— Depositario, administrador y gestor del vehículo especial.

— Fabricante/proveedor/constructor de los activos a que se refiere el proyecto.

— Agencia de *rating*; que evalúa y supervisa el valor.

— Banco de inversión; confirma el cumplimiento, la estructura, el prospecto y pone en el mercado.

— Asesor de la *Sharia.*

— El inversor.

La Figura 2 representa la típica estructura simple de una emisión genérica de estos instrumentos islámicos.

El originador (*mudarib*) en primer lugar establece el *Special Purpose Vehicle* (SPV) como entidad legal separada, en cuanto que esta no tiene participación en los pasivos de aquel. Posteriormente el originador transfiere a la nueva SPV los activos que se

CUADRO 4

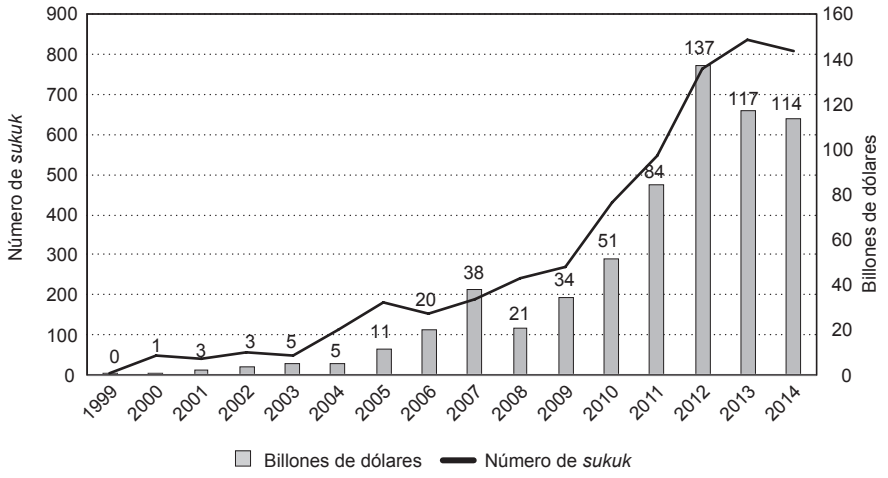
CARACTERIZACIÓN DE ACCIONES, *SUKUK* Y BONOS EN BASE A LA PROPIEDAD

Concepto	Acciones	*Sukuk*	Bonos
Naturaleza	Participación en la propiedad de una empresa	Participación propiedad pro indivisa de bienes/proyectos o servicios específicos. No es deuda	Deuda del emisor
Derechos/reembolso	Derechos de propiedad de la empresa	Propiedad de los activos/proyectos/servicios subyacentes	Derechos tenedores sobre prestatario y en algunos casos, ligados a activos
Responsabilidad del titular tenedor	Por los asuntos de la empresa, limitada a la participación de la compañía	Obligaciones derivadas de los activos, proyectos o servicios subyacentes, limitados a la participación en la emisión	Sin responsabilidad por circunstancias del emisor
Respaldo de activos	No se requiere mínimo	Se requiere al menos 51 por 100 de activos tangibles	Generalmente no se requiere mínimo
Garantía	No asegurada	Asegurada por la propiedad de los activos o proyectos subyacentes, al margen de posibles colaterales	Generalmente deuda no asegurada excepto en casos como hipotecarias
Principal/rentabilidad	No garantizado por la compañía	No garantizados por emisor	Garantizados por emisor
Comercialización	Venta de acciones en un empresa	Venta de participaciones especificas en la propiedad de activos/proyectos/servicios	Venta de un instrumento de deuda
Destino	Ofrecidos a cualquier destino	Solo para los permitidos (*halal*)	Emitidos para cualquier destino

FUENTE: Adaptado de ABDUH *et al*., 2004.

GRÁFICO 1

EMISIONES MUNDIALES DE *SUKUK*, 1999 - 2014



FUENTE: Adaptado de BACHA y MIRAKHOR, 2013.

convertirán en el subyacente del *sukuk*. Esta compañía, que está administrada por un depositario externo, es el emisor del *sukuk*. Como el colateral del *sukuk* son los activos de la SPV, el *sukuk* es un valor asegurado (*Asset Backed Security*). Los pagos a los inversores de los *sukuk* los realiza la SPV con pagos a su vez recibidos del originador por el uso de sus activos (de los que tiene el uso). Puede haber un importe de amortización final sobre el *sukuk*, el flujo de caja derivado de la venta del activo subyacente al originador.

Tipos de *sukuk*

De acuerdo a la AAOIFI, Financial Acounting Standard 17 (AAOIFI FAS17), los bonos islámicos (*sukuk*) se pueden clasificar en al menos cinco tipos:

a) Sukukijara (*sale and lease back*) basados en un *leasing*, colateral o activo.

b) Sukuk Mudaraba (mudaraba con garantía de compra para adquirir los activos del *Sukuk) y Sukuk Musharaka Sukuk* (*musharaka* con garantía de compra para adquirir los activos del *sukuk)* basados en una asociación empresarial, colateral o negocio.

c) Sukuk Murabaha (deuda colateral)*, istisna* (proyecto colateral) *o salam* basados en una operación de venta.

d) Sukuk híbridos, como el *sukuk al-Istithmar* (una inversión colateral)

e) Otros tipos de *sukuk*, como el *Sukuk Wakala*

4. Financiación islámica de proyectos y su aplicación a las infraestructuras

Características del Project Finance Islámico (PFI)

En financiación islámica de proyectos la forma base se configura en torno a *musharaka* y *mudaraba*. A menudo los principios de estos modos de financiación se cumplen totalmente, pero a veces algunos detalles de su aplicación pueden variar. Estos principios se basan en los siguientes puntos:

a) La financiación a través de la *musharaka* y la *mudaraba* no significa anticipar el dinero, sino participar en el negocio y, en el caso de la *musharaka*, compartir los activos del negocio en la proporción del porcentaje de financiación.

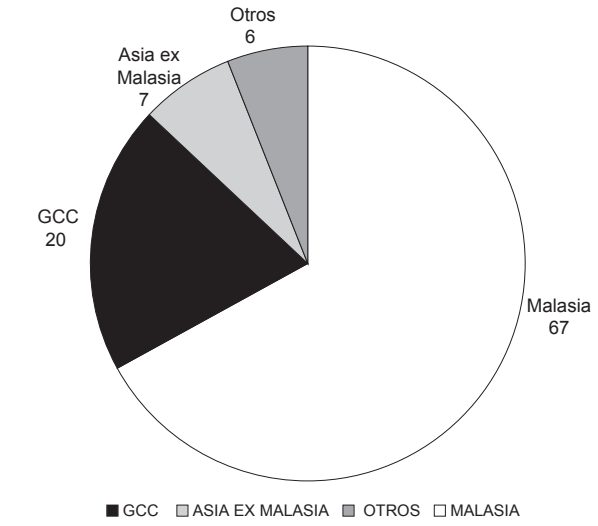
b) Un inversor/financiador tiene que compartir las pérdidas incurridas por el negocio por el importe total de la inversión/financiación.

c) Los socios son libres para determinar, con consenso mutuo, la proporción de beneficio asignado a cada uno, el cual puede diferir de la proporción de la inversión. Sin embargo, el socio que expresamente se ha excluido de la responsabilidad del trabajo del negocio no puede reclamar más de la proporción de su inversión.

d) La pérdida sufrida por cada socio debe ser en la misma proporción a su inversión.

GRÁFICO 2

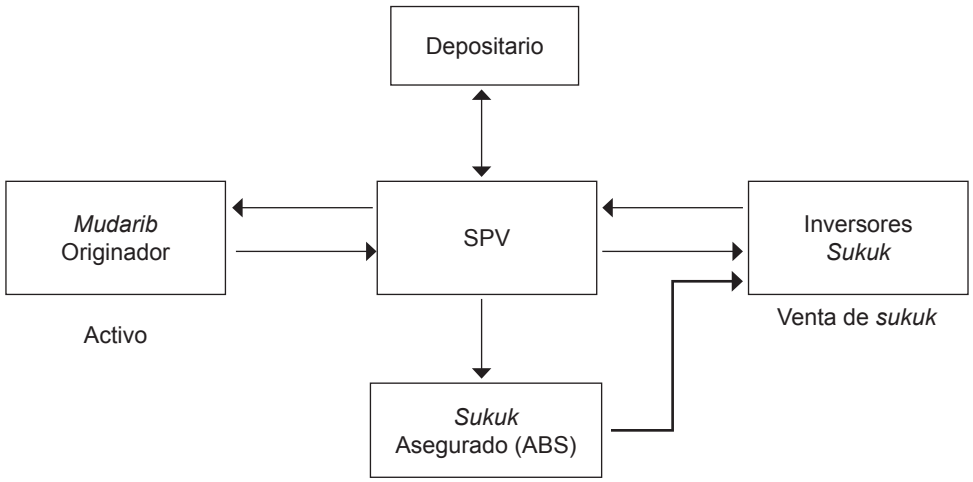
DISTRIBUCIÓN POR ÁREAS DE LA EMISIÓN DE *SUKUK*
(En %)



FUENTE: Adaptado de BACHA y MIRAKHOR, 2013.

FIGURA 2

ESTRUCTURA TÍPICA DE EMISIÓN DE *SUKUK*



FUENTE: Adaptado de BACHA y MIRAKHOR, 2013.

A la vista de estos principios, en el caso de la financiación de proyectos, la metodología tradicional de *musharaka* o *mudaraba* se puede adoptar fácilmente. Si el socio financiero quiere financiar la totalidad del proyecto, entonces la forma de la *mudaraba* es la más adecuada. Si la inversión se realiza por ambas partes, entonces la *musharaka* resulta más idónea. En este caso, si la gestión es responsabilidad única de una parte, mientras la inversión sea aportada por las dos partes, se puede llevar a cabo una combinación de *musharaka* y *mudaraba* de acuerdo a las reglas comentadas anteriormente.

Como la *musharaka* o *mudaraba* se pueden efectuar desde la creación del proyecto, no debe surgir ningún problema con la valoración del capital. De forma similar, la distribución de los beneficios de acuerdo a las normas generales de contabilidad tampoco debe plantear ningún problema. Sin embargo, si el socio financiero quiere salirse de la *musharaka*, mientras el otro socio quiere continuar con el negocio, este último puede comprar la participación del primero a un precio acordado. De esta forma, el socio financiero puede recuperar la cantidad invertida junto a su beneficio, si este se ha producido.

Por otra parte, el empresario puede continuar con su proyecto, bien por sí mismo o bien vendiendo la participación del financiero a un tercero que sustituye a este último. Como las instituciones financieras no quieren permanecer para siempre como socios de un proyecto, pueden posteriormente vender su participación a un tercero. Si esta venta no es posible en un momento específico por falta de liquidez, la participación del financiero puede ser dividida en participaciones más pequeñas y pueden ser vendidas. Cuando todas las partes se han vendido, el socio financiero sale totalmente del proyecto.

Factores clave son la retención de la propiedad requerida por los financiadores islámicos y la aversión al riesgo de los financiadores occidentales, que son habitualmente fuentes de conflicto (McMillen, 2001). El problema surge del requerimiento de la *Sharia*, de que

el socio financiero islámico detente la propiedad de los activos del proyecto sobre el cual debe compartir las pérdidas y beneficios derivados. Los prestamistas occidentales evalúan los flujos de caja previstos para determinar la probabilidad de repago. En vez de retener la propiedad los prestamistas occidentales toman el derecho de prenda o derecho real de garantía sobre los activos del proyecto (*security interest*) para protegerse del riesgo de impago de la SPV.

En el *project finance* convencional esta garantía implica el derecho del prestamista a disponer y/o vender los activos del proyecto para satisfacer la deuda de la SPV a los prestamistas en el caso de impago o bancarrota, proporcionando así una capa de protección, pues si la SPV quiebra, tiene prioridad sobre otros derechos de reclamación no asegurados. En el *project finance* islámico el prestamista tiene que tener la propiedad de los activos del proyecto adquiridos con sus fondos, en vez del derecho de prenda, lo que en caso de quiebra de la concesionaria le permitirá usar los bienes para satisfacer las obligaciones de la deuda pendiente. En la práctica, por un lado, ambas formas pueden tener efectos similares, pero conforme a la *sharia* se requiere retener la propiedad, lo que por otro lado, genera un conflicto de tipo jurídico al dificultar el derecho de prenda sobre los mismos activos.

Otro problema surge con los pagos de rentas anticipadas de un *leasing* antes de que el proyecto sea completado. En principio, la *sharia* no permite pagos por la rentabilidad de una inversión derivados de un activo que aún no existe. Por tanto, un préstamo para realizar un proyecto debe tener un período de carencia hasta que el activo este operativo. Sin embargo, algunos consejos de la *sharia* sí permiten dichos pagos a cuenta de las cuotas de un *leasing* una vez que ha comenzado el período efectivo, lo que, de nuevo ayuda a encontrar soluciones en casos en que exista dicho problema de pagos de rentas anticipados.

Otros autores, como Wilson (1998), destacan la adecuación de las finanzas islámicas a la financiación de infraestructuras de proyectos de *public private partnerships* (PPP), especialmente a los esquemas *build own operate* (BOO) y *build own operate transfer* (BOOT), tanto en la fase de construcción como en la fase de explotación.

Una de las ventajas principales que puede aportar el *project finance* islámico es la ausencia de intereses y su idoneidad para la financiación basada en los flujos de caja generados por los proyectos de infraestructuras. Este primer elemento puede ser de especial importancia en el periodo inicial de explotación de las infraestructuras en las que los flujos del proyecto suelen ser menores por diversos motivos hasta que el proyecto alcance una mayor madurez en su ciclo de vida (período de la concesión). Al evaluar el éxito de los proyectos (Liyanage y Villalba-Romero, 2015) se observa cómo proyectos de infraestructuras de transporte en España y otros países europeos tienen como limitación, entre otros factores, la incapacidad para generar flujos de caja en los primeros años de vida, pero si se observan autopistas ya consolidadas se confirma su capacidad de generar flujos de caja, aunque en sus inicios tuvieran grandes dificultades, como efectivamente ha sucedido en la mayoría de las autopistas españolas. En relación con proyectos consolidados, existen ejemplos de *project finance* islámico en la adquisición de autopistas de peaje en Malasia a través de emisiones de *sukuk,* como son los casos de *Projek Lebuhraya Usahasama Berhad's* (PLUS Expressway) que incluye un *rating* AAA, así como otras emisiones realizadas por el grupo de concesiones de autopistas Prolintas. Hay un largo camino hasta adoptar estos instrumentos a proyectos concretos en España, pero, considerando la rapidez y aceptación de las innovaciones de las finanzas islámicas, es previsible su rápida introducción en diferente partes del ciclo del proyecto.

En este sentido, como indican Canalejo y Cabellos (2009), al margen de la necesidad de desarrollar los mercados financieros de productos islámicos, la normativa fiscal y legal española no está preparada para utilizar estas figuras y evitar duplicidades fiscales en las requeridas sucesivas transmisiones, que suponen un

impacto significativo de fiscalidad directa e indirecta y costes transaccionales tributarios, así como elementos de inseguridad jurídica derivados de las *fatawa*. Bien es cierto que si en otras plazas cercanas, como Londres y las que le están siguiendo, es posible desarrollar estos mercados, en España también podrían desarrollarse.

Integración del *project finance* islámico y convencional

En numerosos proyectos ha habido una coexistencia de ambas formas de financiación. La financiación de proyectos integrada debe distinguirse de las financiaciones de proyectos «con componentes islámicos». Con este modelo integrado se puede desarrollar una estructura en la cual los financieros/prestamistas islámicos y occidentales podrían participar en proyectos de infraestructura sin comprometer ningún principio religioso o intereses financieros, como desarrolla Ebrahim (1999). De hecho, las emisiones de bonos islámicos tienen mucho en común con las emisiones de bonos convencionales (Nafis *et al*., 2013).

En la financiación de proyectos convencional, la financiación sin recurso o *project finance* es la estructura más utilizada para el desarrollo de proyectos de infraestructura a gran escala. La financiación de proyectos es un acuerdo contractual por el que los prestamistas no tienen recurso o solamente recurso limitado contra los prestatarios. El reparto de riesgos por los prestamistas y los prestatarios por igual es el principio fundamental de las finanzas islámicas. Bajo los principios financieros islámicos, los prestamistas no pueden ser recompensados en forma de intereses si no hay una toma de riesgo o se comparte el riesgo por parte de ellos, debido a que los prestamistas asumen riesgos significativos en la financiación de proyectos y su papel es más el de un inversor que un prestamista típico.

La Ley islámica permite espacio para la innovación financiera y que varios acuerdos contractuales islámicos puedan ser puestos juntos para diseñar una nueva estructura híbrida. Aunque inicialmente el modelo integrado se ha usado en la financiación de proyectos de energía, puede ser modificado para adaptarse a las necesidades de financiación de proyectos de infraestructuras.

Los vehículos incluyen instrumentos de deuda, híbridos, y de capital. La primera categoría incluye el *qardh hasan*, la *murabahah*, la *ijara* y emisiones de bonos *sukuk*; la segunda incorpora la *mudaraba* clásica (participación en los beneficios); mientras que la tercera categoría comprende el vehículo *musharakah* (capital). El contrato *mudaraba* se puede crear de forma sintética como una combinación de una línea con un coste más un margen (*murabaha*) y una opción para determinar endógenamente el parámetro de participación en las ganancias. Se puede estructurar en dos dimensiones en función de los objetivos financieros y el perfil de riesgo del inversor. El incentivo de diseño financiero compatible de un proyecto se pone de manifiesto en una combinación de estructuras *mudaraba* y *musharaka*.

Estructuras de *sukuk* en la financiación de proyectos de infraestructuras

Es habitual la combinación de estructuras de financiación islámicas para adaptar las finanzas islámicas a las necesidades de grandes proyectos. Combinaciones de *sukuk* junto a otras estructuras han permitido obtener grandes cantidades de capital de diferentes tipos de inversores (McMillen, 2008). Pero el *sukuk* no es la única alternativa en *project finance*. En efecto, la *wakala* en combinación con acuerdos de *leasing* durante el período operativo en forma de acuerdos *istisna-ijara*, son habituales. De igual forma, los acuerdos de asociación en combinación con un acuerdo de *murabaha,* permitirá aumentar la dotación de capital en los proyectos sobre la base de coste más un margen. Esta combinación contribuye a cumplir los requerimientos del *project finance* y también facilita la retención de la propiedad exigida en finanzas islámicas.

Bajo una estructura de *ijara-istisna*, el acuerdo de *istisna* es el primero de los dos contratos en tener efecto en la fase de construcción, y la *ijara* tiene lugar en la

fase de explotación de los activos. Bajo un acuerdo de *istisna* el prestamista islámico comisiona la construcción de los activos de la SPV. Durante la construcción el prestamista es responsable de la construcción de los activos, asumiendo el riesgo del proyecto. A la finalización de la construcción el prestamista islámico mantiene el título del activo y entra en un acuerdo de *leasing* con la SPV, por el cual la SPV realiza pagos periódicos de rentas al prestamista islámico, normalmente en un importe mayor al coste de la construcción del activo. Tras la finalización del contrato de *leasing*, la SPV puede o bien comprar los activos y obtener la propiedad de los activos del prestamista o entrar en otro contrato de *leasing* y renegociar los pagos. Esta estructura es usada ampliamente en proyectos inmobiliarios, pero resulta más útil para proyectos de infraestructuras.

Los acuerdos de asociación, bien como *musharaka* o bien como *mudaraba*, se pueden usar en combinación con una *murabaha* para conseguir una estructura similar para financiar el capital de la SPV. La estructura sería una *mudaraba* si los bancos aportan capital y la SPV aporta la experiencia en la gestión. Si la SPV aporta capital, la forma de asociación será un acuerdo *musharaka*. Cada uno de los contribuyentes recibe acciones (*hissas*) en proporción a su aportación. Una vez que la SPV comienza sus operaciones, la parte del acuerdo de *murabaha* entra en vigor. Bajo el acuerdo de *murabaha*, la SPV compra las acciones de los socios financieros a un coste más beneficio. Esta compra puede bien ser de acuerdo a un calendario predeterminado o una compra con un pago único *lump sum* tras un periodo específico. De esta forma, la SPV finalmente recompra todas sus acciones y la asociación es disuelta, dejando a la SPV con la propiedad total de los activos.

Por otra parte, las mayores posibilidades para el *project finance* islámico se basan en el uso de emisiones de *sukuk* para titulizar los activos de un proyecto bajo una de las posibles estructuras. Una emisión de *sukuk* garantizada por activos permitirá a los inversores una forma parcial de propiedad de los activos subyacentes del proyecto para financiar la construcción (*istisna, ijara*), la adquisición (*murabaha*) y la participación en actividades de inversión (*musharaka o mudaraba*). La capacidad de cualquiera de estas estructuras financieras islámicas para titulizar y transferir parcialmente la titularidad de los activos, permite ampliar la base de capital para cada una de estas estructuras. El resultado de esta combinación de estructuras ha sido un incremento en la financiación de proyectos en el mundo islámico, así como la expansión de la participación en financiación de proyectos fuera del mundo islámico.

Como se ha indicado, el prestamista islámico siempre debe retener en alguna medida la propiedad del activo subyacente del proyecto. En una estructura *istisnaijara* el socio financiero comisiona la construcción de los activos del proyecto y retiene la propiedad mientras el *leasing* esté activo. Con la combinación de asociación *mudaraba*, las acciones del socio financiero en la asociación le permiten una participación en los activos del proyecto hasta que la asociación se disuelva y la propiedad se transfiera a la SPV. Finalmente, cualquier estructura de financiación islámica en combinación con un *sukuk* garantizado con activos, puede titularizar los activos del proyecto y así permitir a los financieros participar parcialmente de la propiedad de los activos, lo que supone la esencia de las estructuras de financiación islámica.

Tras estas consideraciones se puede entender la existencia de estructuras compartidas que son puramente acordes a la *Sharia*, principalmente basadas en *musharaka* y *mudaraba*. De momento, la estructura más frecuente es la *musharaka*, utilizada principalmente en países de Oriente Medio y Malasia, y la mayor parte de estas transacciones no incluyen a instituciones financieras occidentales, excepto en estructuras de proyectos de promociones inmobiliarias, construcción y adquisiciones.

Como se ha comentado en el apartado 3, la norma AAOIFI de *sukuk* prevé 14 clases de activo elegibles. De forma resumida, existen titulizaciones: *i)* de un activo tangible existente o que pueda ser adquirido (*ijara* arrendamiento); *ii)* de un arrendamiento de inmuebles

existente o que pueda ser adquirido (*ijara*); *iii)* de preventa de servicios (*Ijara*); *iv)* de preventa de la producción de bienes o mercancías en una fecha futura (*salam* venta a plazo); *v)* para financiar la construcción (*istisna* contrato de construcción); *vi)* para financiar la adquisición de bienes para la venta futura (*murabaha* venta con un margen de beneficio); *vii)* para financiar la participación de capital en una empresa de actividades de inversión (*mudaraba o musharaka* tipos de empresas mixtas); y *viii)* para financiar la adquisición de diversos activos y la gestión de la agencia (*wakala* agencia), el cultivo de las tierras agrícolas y la gestión del suelo.

Las transacciones más comunes que usan deuda remunerada con intereses, son o bien aquellas que incluyen uno o más tramos acorde a la *Sharia,* o bien aquellas en las que la deuda convencional se aporta a una entidad SPV separada que está relacionada con los inversores islámicos únicamente mediante acuerdos contractuales acordes a la *Sharia*. Cada una de estas dos formas supone una estructura bifurcada, aunque la naturaleza de la bifurcación es diferente en cada una de ellas. Ambas tienen en común que se basan en torno a una variante de una estructura contractual de *istisna* (construcción) o una estructura de *ijara* (arrendamiento) por una parte del proyecto total. Por tanto, cada una de estas estructuras que incorpora deuda con intereses, es fácilmente convertible en una estructura puramente acorde a la *Sharia*, si una emisión de *sukuk* es sustituida por deuda convencional (McMillen, 2001).

Las estructuras *sukuk* proporcionan grandes oportunidades para la integración en las financiaciones de proyectos islámicos:

a) Estructuras financieras sobre *ijara* bifurcada.

b) Estructuras financieras sobre *ijara-istisna* bifurcada.

c) Tramo islámico de estructura compuesta basada en *ijara.*

d) Estructuras sobre *istisna* paralela

e) Estructura de *sukuk al ijara.*

f) Estructuras de *mudaraba.*

g) Estructuras de *musharaka - mudaraba.*

Estas combinaciones tienen muchas posibilidades para adaptarse a las necesidades de financiación de situaciones reales de proyectos de infraestructuras, si bien aún se requiere un gran esfuerzo para realizar innovaciones financieras que permitan su adopción.

Por otra parte, parece evidente que la inclusión de participantes occidentales basados en intereses, requiere que todos los participantes analicen la asignación de riesgos desde la perspectiva de los participantes islámicos.

5. Conclusiones

En este trabajo se ha realizado un análisis de diferentes instrumentos financieros que han experimentado una rápida expansión en los últimos años con el desarrollo de las denominadas finanzas islámicas. Dada la prohibición del cobro explícito de intereses, los instrumentos se orientan conceptualmente más al denominado capital riesgo que a la emisión de deuda. El importante peso de la población de religión musulmana sobre la población mundial, explica el éxito claro de la utilización de estos nuevos instrumentos financieros y supone una base para permitir predecir un fuerte crecimiento futuro de los mismos. Los mercados de los países desarrollados pueden aprovechar este fenómeno aceptando en sus sistemas de negociación y emisión estas innovadoras figuras, como los *sukuk*, lo que les permitirá ampliar su base de inversores. De hecho los tesoros de Reino Unido y Luxemburgo ya están emitiendo deuda pública bajo el formato de *sukuk*. Por otro lado, un problema al que se enfrentan las finanzas islámicas es su limitación para diseñar instrumentos de cobertura de riesgos como los derivados convencionales, dado su rechazo genérico a los instrumentos potencialmente especulativos. En este sentido, las finanzas islámicas deberán evolucionar para ofrecer a los agentes económicos instrumentos de cobertura de riesgos financieros.

Referencias bibliográficas

[1] ABDUH, M.; SUKMANA, R. y OMAR, A. (2013). *Fundamentals of Islamic Money and Capital Markets*. Somerset, NJ, USA: John Wiley & Sons.

[2] AHMED, H. (2011). *Product Development in Islamic Banks*. Published Edinburgh: Edinburgh University Press.

[3] ARCHER, S.; KARIM, R. y AHMED, A. (2013). *Islamic Finance: The New Regulatory Challenge*. Published Singapore, Wiley. 2nd ed.

[4] CANALEJO, G. y CABELLOS, A. (2009). «Apuntes sobre los contratos 'islámicos' de financiación desde la perspectiva del derecho español». *Actualidad Jurídica Uría Menéndez,* nº 23.

[5] CHAPRA, U. (1986). *Toward a Just Monetary System*. Leicester, UK: Islamic Foundation, pp. 55-77 y 247-260.

[6] CHAPRA, U. (2011). «The Global Financial Crisis: Can Islamic finance Help?» En LANGTON, TRULLOLS y TURKISTANI (eds): *Islamic Economics and Finance: A European Perspective*. IE Business Publishing.The Saudi-Spanish Center for Islamic Economics and Finance. Ed. Palgrave MacMillan.

[7] DURÁN HERRERA, J. J. y GARCIA LÓPEZ, M. J. (2012). «The Internationalization of Islamic Banking and Finance: The Co-evolution of Institutional Change and Financial Services Integration». *International Journal of Business and Management***,** vol. 7, nº 13, pp. 49-74.

[8] EBRAHIM, M. S. (1999). «Integrating Islamic and Conventional Project Finance». *Thunderbird International Business Review*, vol. 41, nº 4/5, pp. 583-609, julio-octubre.

[9] HASSAN, K. (2011). *Islamic Capital Markets: Products and Strategies*. Published Chichester, West Sussex, UK: Wiley.

[10] ISMATH BACHA, I. y MIRAKHOR, A. (2013). *Islamic Capital Markets: A Comparative Approach*. Somerset, NJ, USA: John Wiley & Sons.

[11] LANGTON, J.; TRULLOLS, C. y TURKISTANI, A. (2011). «Islamic Economics and Finance: A European Perspective». *IE Business Publishing*. The Saudi-Spanish Center for Islamic Economics and Finance. Ed. PALGRAVE MACMILLAN.

[12] LAHSASNA, A. y HASSAN, K. (2013). «The Sharia Process in Product Development and Approval» En MAHLKNECHT y HASSAN, K. (eds): *Islamic Capital Markets Products and Strategies*. Wiley Finance Series Hoboken, NJ, USA.

[13] LIYANAGE, C. y VILLALBA-ROMERO, F. (2015). «Measuring Success of PPP Transport Projects: A Cross Case Analysis of Toll Roads». *Transport Review,* vol. 35, nº 2, marzo.

[14] MCMILLEN, M. (2001). «Islamic Sharia Compliant Project Finance: Collateral Security and Financing Structure Case Studies». *Fordham International Law Journal*, vol. 24, abril.

[15] MCMILLEN, M. (2008). «Asset Securitization Sukuk and Islamic Capital Markets: Structural Issues in these Formative Years». *Wisconsin International Law Journal*.

[16] NAFIS, A.; KABIR, H. y MOHAMMAD, A.H. (2013). «Are Islamic Bond Different from Conventional Bonds?» *International Evidence from Capital Market Tests*. Borsa de Instambul, vol. 13, pp. 22-29.

[17] ORGANIZACIÓN DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE INSTITUCIONES FINANCIERAS ISLÁMICAS (2014). M. T. USMANI - *Chairman of the Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI). Recuperado el 18 de junio de 2015 de: *http://www.aaoifi.com/en/standards-and-definitions/shari%e2%80%99a-standards/accounting-standards.html*

[18] USMANI, M. T. (2007). «The Historic Judgment on Interest». *Given by the Supreme Court of Pakistan. http://www.albalagh.net/Islamic_economics/riba_judgement.pdf*

[19] USMANI, M.T. (2009). Sukuk and their Contemporary Applications. Presidente del Comité de la Sharia. Recuperado el 18 de junio de 2015 de: *http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2009/11/Sukuk-and-their-Contemporary-Applications.pdf*

[20] WILSON, R. (1998). «Islamic Project Finance and Private Funding Schemes». *IIUM Journal of Economic & Management,* vol. 6, nº 2, pp. 41-60. International Islamic University Malasia.

INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Exportaciones españolas de servicios. Evolución, retos y perspectivas

Juan R. Cuadrado Roura, director

Este libro supone una importante novedad en la literatura disponible en España sobre las exportaciones de servicios y su relevancia. Tanto en términos cuantitativos como cualitativos. El principal objetivo que animó la investigación en la que se basa esta obra fue contribuir a clarificar el papel que juegan, y pueden jugar, los servicios en las exportaciones españolas. Para lograrlo se integró en el equipo de trabajo a un buen número de expertos en los distintos temas, que se abordan en nueve capítulos cuya programación de contenidos y primeros avances fueron sometidos a un proceso previo de evaluación crítica externa.

Número de páginas: 300
ISBN-13: 978-84-92737-22-2
Precio (IVA incluido) papel: 40,00 €

Instituto de Estudios Económicos
C/ Castelló, 128 – 6ª. 28006 Madrid
91 782 05 80
www.ieemadrid.es
iee@ieemadrid.es