

Finanzas islámicas

VIABLES EN OCCIDENTE

■ Los límites geográficos y culturales se eliminan para multiplicar las opciones financieras y responder a las necesidades de captación de recursos para apoyar empresas y desarrollar proyectos productivos. ► POR CELIA DE ANCA

Las finanzas islámicas tienen poco que ver con el sistema financiero utilizado en la mayoría de países islámicos, donde normalmente es convencional. En la actualidad, la industria asciende aproximadamente a 2% de la banca mundial y se constituye de alrededor de 500 instituciones en más de 75 naciones. David Oakley ("Islamic banks caught between two worlds". *Financial Times*, August, 2010) menciona que registran un crecimiento cercano a 20% anual, y de acuerdo con la publicación *The Banker*, el total de activos de la industria alcanza 900 mil millones de dólares.

El sistema islámico, al igual que el financiero tradicional, facilita la intermediación entre el capital y la producción para generar riqueza y activar la economía. El primero se rige por los principios de la Ley Islámica (*Shari'a*), que prohíbe el interés convencional y las prácticas especulativas. Por ello, podríamos decir que trata de sustituir operaciones de deuda por sistemas de inversión o de compraventa, como se refleja en sus formas contractuales

de tipo asociativo y contratos, y compraventa/arrendamiento.

El resurgimiento de las finanzas islámicas fue en 1976, con el impulso económico de los países petroleros.

En los contratos asociativos hay dos categorías: **Mudaraba** (fideicomiso). El socio capitalista provee fondos para un proyecto económico, el receptor aporta su experiencia y la gestión. Los beneficios se reparten según lo pactado y únicamente el socio capitalista asume las pérdidas. **Musharaka** (asociación financiada). El poseedor del capital y el gestor se unen en *joint*



CENTRO FINANCIERO de Dubai: capital del sector en Oriente Medio.

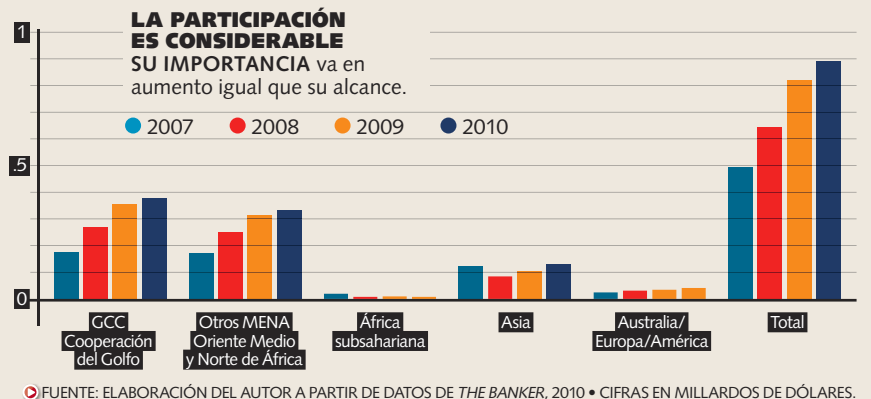
FOTO: SHUTTERSTOCK

venture. Las dos partes se reparten los beneficios y pérdidas de acuerdo con lo acordado previamente.

Los contratos de compraventa/arrendamiento son:

- **Murabaha** (*cost plus finance*). Compraventa con pago diferido que incluye la remuneración del adelanto de fondos.
- **Salam**. Consiste en el suministro diferido del bien.
- **Istisna'a**. Se encarga un bien o una obra que se paga conforme se construye.
- **Ijara**. Se asemeja al arrendamiento occidental. ➤

Activos islámicos globales y regionales





LOS MERCADOS financieros de occidente comparten ganancias con los islámicos.

Estas formas constituyen la base de diversas estructuras financieras, incluyendo la del *sukuk* (bonos islámicos), que se ha convertido en el producto financiero islámico por excelencia. No obstante, los *sukuk* se distinguen de los bonos u obligaciones porque en lugar de dar derecho al cobro de una remuneración (interés) por la inversión en unas fechas acordadas, al tenedor del *sukuk* se le atribuye una parte alícuota del bien subyacente sobre el que éste se basa, y con ello del riesgo y del beneficio o pérdida derivados de su titularidad y explotación, a semejanza de los titulares de los bonos emitidos con cargo a un fondo de titulización, que asumen el riesgo de impago de los activos agrupados en éste, sin perjuicio de que el fondo no tenga personalidad jurídica reconocida en muchas demarcaciones y que éste se sustituya por un *trust* en las emisiones de *sukuk*.

Entre otros motivos, este producto debe su popularidad a la emisión de General Electric en 2010 de un *sukuk* de 500 millones de dólares para financiar sus planes de expansión, lo que refleja interés por estos instrumentos.

El *sukuk* más frecuente es el *ijara*, que tiene un funcionamiento económico muy parecido al de un arrendamiento (*leasing*). Así, un activo real, por ejemplo una autopista de peaje, se transfiere a una sociedad vehículo o Special Purpose Vehicle (SPV), que emite los certificados (*sukuk*) a cambio de fondos que recibe el *sponsor* de dicho *sukuk*. El precio de transacción (emisión del *sukuk*) debería ser parecido al del activo subyacente (autopista).

Marc Belston y Arend Kapteyn (*Introduction to Sukuk Bond Market Guide*. Deutsche Bank AG. London, 2007) mencionan que durante el periodo de vida del *sukuk*, los poseedores de los certificados reciben pagos que provienen del flujo de caja del activo. Al finalizar el *sukuk* la entidad *sponsor* recompra el principal al precio original pactado como valor del activo. De esta forma se pueden determinar los flujos de caja que recibirá el poseedor del *sukuk*, y de ahí el cálculo de una tasa interna de retorno que hace que se valoren estos instrumentos como nuestros bonos, lo cual representa una similitud atractiva.

VIABILIDAD

El financiamiento de proyectos suele considerarse como uno de los productos que mejor se adecuan al esquema islámico, por su carácter participativo y porque el *cash flow* que se genera por el proyecto con frecuencia es suficiente para pagar a los inversionistas, sin necesitar instrumentos adicionales de deuda. De hecho, muchos proyectos de infraestructura se han realizado con instrumentos de financiamiento islámico, principalmente *sukuk*, ya sea con estructura subyacente de *ijara*, de *istisna'a* o como resultado de una combinación de ambas. Por ejemplo la *istisna'a and forward ijara*, que se divide en dos fases:

- 1 **Istisna'a.** El financiador islámico, a través de una SPV, efectúa pagos contra hitos a la sociedad del proyecto para que ésta pueda efectivamente construir. Al finalizar la obra, la sociedad transfiere la propiedad a la SPV.
- 2 **Ijara (o arrendamiento).** Entra en juego entre el financiador islámico (en calidad de arrendador) y la sociedad del proyecto (como arrendataria). Este contrato preverá el pago de una renta durante la explotación del activo (con la posibilidad de que sea antes de la entrega de la obra; entonces se tratará de *forward lease*). Asimismo, la SPV se compromete a transferir la propiedad del activo al finalizar el arrendamiento (*put option*), y a su vez, el cliente a adquirirlo en la misma fecha (*call option*).

“La crisis financiera global y el aumento de las riquezas por el petróleo conducen a la banca islámica a un protagonismo mundial.”

ALEJANDRO ERB
PLANEACIÓN ESTRATÉGICA Y FINANCIERA DE ARAMCO
GULF OPERATIONS EN ARABIA SAUDITA



OPCIÓN PARA MÉXICO

Un novedoso esquema de emisión de bonos constituye un hito en el mercado mexicano de Proyectos Públicos Privados (PPP). Se trata de una emisión de bonos de tipo de interés fijo (certificados bursátiles fiduciarios), cuyo único recurso son los derechos de crédito derivados de contratos de asociación público-privada con el gobierno federal mexicano para la construcción y operación de infraestructura social. La transacción contó con la participación de Deutsche Bank y filiales indirectas del grupo ICA. El proyecto tendrá una duración máxima de 22 años, divididos en dos fases: construcción y operación.

La emisión de los certificados bursátiles se estructuró mediante la cesión –por la sociedad operadora del proyecto– de la totalidad de los derechos de crédito derivados de los contratos de prestación de servicios en favor de un fideicomiso de emisión, que a su vez realizó la colocación de los certificados. El importe por la emisión se integró en el fideicomiso y se destinará en su totalidad a financiar la construcción de la infraestructura.

En principio, y siempre sujeto a las necesidades de adaptación de las estructuras occidentales a los principios de la *Shari'a*, no se observan grandes obstáculos para que el proyecto descrito se hubiera estructurado conforme al

El impulso de los bancos islámicos es resultado del crecimiento económico generado por la riqueza del petróleo árabe.

esquema *istisna'a and forward ijara*. Asimismo, podríamos asimilar los certificados bursátiles fiduciarios a *sukuk* y de la misma manera permitir su cotización.

Es innegable que para las empresas el *sukuk* constituye una opción estratégica más. La primera motivación para emitir este instrumento puede residir en la necesidad de financiar los proyectos de una entidad en el Golfo Pérsico, y por tanto, acceder a financiamiento local para un proyecto local.

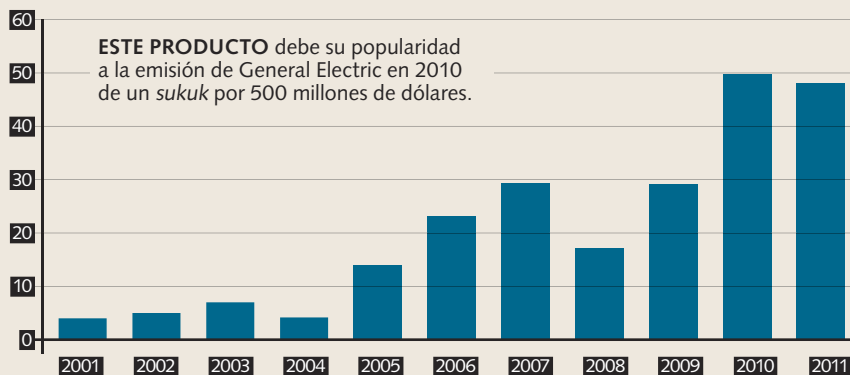
Muchas de las divisas en la región están ligadas al dólar, por ello la emisión del *sukuk* en la moneda estadounidense genera un aseguramiento natural entre activo y pasivo. Si se considera la cantidad e importancia de proyectos de infraestructuras y energías renovables a financiar en México (y otros países

de su entorno) y la aún endeble posición de muchos bancos occidentales, los directores financieros de las empresas deberían explorar esta fuente alternativa de liquidez. Esto, sin duda, está en un proceso de aprendizaje y familiarización con estructuras a priori extrañas, pero que no distan mucho de los modelos occidentales de financiamiento.

Es fundamental que los gobiernos agilicen las reformas regulatorias y fiscales necesarias para acoger el financiamiento islámico. En Europa, algunas naciones han hecho modificaciones legislativas. Por otro lado, una emisión soberana contribuiría enormemente a que las empresas apuesten por estos esquemas y, finalmente, el financiamiento islámico puede ser una ruta muy interesante para promover exportaciones mexicanas en el Golfo Pérsico. 

■ CELIA DE ANCA, SCIEF (SAUDI-SPANISH CENTER FOR ISLAMIC ECONOMICS AND FINANCE) DEL IE BUSINESS SCHOOL. CON LA COLABORACIÓN DE ALFREDO CABELLOS Y URÍA MENÉNDEZ.

Sukuk globales emitidos en millardos de dólares



○ FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR CON DATOS DE ZAWYA SUKUK MONITOR.

AVANCES

En el contexto

1 En la actualidad, más de dos tercios de los negocios vinculados con las finanzas islámicas tienen origen en Oriente Medio.

2 Las naciones del Consejo de los Países del Golfo, excepto Omán, son los principales mercados para las finanzas islámicas; Bahrein es el centro neurálgico. Otros mercados son Egipto, Malasia, Turquía, Indonesia y Pakistán.



3 El Banco Central de Malasia (Bank Negara Malaysia) tiene su consejo asesor de directorio *Shari'a* que determina las reglas para todo el sector de bancos

islámicos para la uniformidad de productos y servicios.

4 Londres se ha convertido en el mayor centro internacional para las finanzas islámicas fuera del mundo musulmán, especialmente por su rol como centro de la banca para Oriente Medio y Asia.

5 Moody's Investor Service, la agencia Reuters y la publicación

The New York Times indican que el mercado avanza a un ritmo sostenido de 10 a 30%. Se proyecta un crecimiento a 1.6 billones de dólares para 2012.

6 Los bancos islámicos alrededor del mundo han desarrollado una variedad de productos con base en el riesgo compartido y la participación en las ganancias y pérdidas, que está siendo atractiva para muchos países.

○ FUENTE: ALEJANDRO ERB. "FINANZAS ISLÁMICAS: ¿UNA SOLUCIÓN PARA LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL?". PALERMO BUSINESS REVIEW, 2009.