

## Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?

Celia de Anca

Las finanzas islámicas constituyen una de las industrias que más ha crecido en los últimos años, tanto en número de operaciones, como en el desarrollo de nuevos productos y mercados. Sin embargo, es un mercado complejo que necesita una profunda comprensión para poder abordarlo con éxito. La empresa europea en el actual contexto económico parece que puede por fin aprovechar su máximo potencial tras décadas de tímida aproximación.

El pasado mes de octubre Gorge Osbborne, ministro de hacienda británico, anunció que próximamente su gobierno emitiría un *sukuk*<sup>1</sup> (bono islámico) por valor de 200 millones de libras, esperando que fuera el catalizador para convertir la *City* en el líder occidental para las finanzas islámicas (Parker, G. y Wigglesworth, R. 2013).

El caso de Londres es uno de los ejemplos más significativos de la importancia global de una industria que ha aumentado casi un 30% en el último año alcanzando 1,6 billones de dólares en 2012, (Oakley, 2013). Crecimiento más sorprendente, si cabe, si se compara con los escasos 150.000 millones de dólares que representaba la industria a mediados de los años 90 (ECB, 2013).

Las finanzas islámicas están dejando de ser un nicho experimental para convertirse en una industria en proceso de consolidación, que ofrece interesantes oportunidades a la empresa europea. Sin embargo, la industria financiera islámica es compleja, no tanto en cuanto a la técnica financiera empleada, sino por representar ambigüedades e imprecisiones que dificultan tanto el marco legislativo en el que se inserta, como en la atracción del público inversor al que va destinada.

Este artículo pretende dar idea detallada de lo que significa la industria de las finanzas islámicas, su alcance y principales actores, para aclarar las oportunidades que ofrece para el mercado europeo, así como sus retos.

### La ética islámica en las finanzas

Para entender el funcionamiento de las finanzas islámicas en la actualidad es necesario ante todo remontarse al contexto original en dónde surge. En el S. VII, la sociedad en la que se asienta la civilización islámica tiene el comercio como pilar de su economía, y por ello encontramos en las bases del derecho islámico<sup>2</sup> una profusa regulación tanto del comercio como de la inversión. Esta regulación restringe una serie de prácticas consideradas ilícitas, (cerdo, alcohol juego, pornografía, el interés (*riba'a*) y la especulación) y fomenta una serie de contratos de comercio e inversión cuyo objeto sea apoyar el desarrollo de la comunidad. La ética islámica financiera trata de facilitar la intermediación entre el capital y la producción para de este modo generar riqueza y activar la economía. Por ello los contratos base están enfocados a fórmulas de reparto de riesgos y beneficios entre el capital y la producción. El poseedor del capital obtiene remuneración por cuanto comparte el riesgo de una operación y por tanto tiene derecho a percibir parte de sus ganancias, de este modo se fomenta el énfasis en la viabilidad del proyecto más que en la solvencia del prestatario (ECB pg. 37).

Los contratos básicos de inversión que fomentan un reparto del riesgo y la ganancia son los denominados *mudarabah* y *musharaka* en sus diversas acepciones y modalidades<sup>3</sup>. Estos contratos constituyen la base de la ética islámica y para muchos economistas islámicos



constituyen las fórmulas más puramente islámicas y las que pueden impulsar un sistema financiero que beneficie a la vida económica de la comunidad. (Langton, J., Trullols, C. And Turkistani 2011).

La finanzas islámicas encuentran su base en los preceptos de la ley islámica (*shari'a*), sin embargo, éstos no han constituido en ningún momento de la historia, fuera de los primeros años del Islam, un sistema financiero formal, lo que hace que su ejecución hoy no tenga una base uniforme y se abra a la interpretación de diferentes expertos, reconocidos por su reputación no por su acreditación formal.

El sistema financiero de la mayoría de los países islámicos se originó en el siglo XIX durante el período de la expansión colonial y del comercio europeo y por tanto la mayoría de estos países adoptaron el sistema convencional que ha perdurado hasta la actualidad (Wilson, Rodney, 1997). Sin embargo, en el mundo musulmán siempre ha existido un número importante de personas que no han querido utilizar los bancos por cuanto utilizan intereses, prohibidos por la Ley Islámica. Es quizás el rechazo a la banca convencional una de las razones (aunque no la única) que puede explicar el escaso índice de bancarización del mundo musulmán que no llega al 14%.

Las primeras iniciativas encaminadas a desarrollar instituciones financieras modernas que siguieran los principios de la *shari'a* se remontan a pequeñas iniciativas puntuales en Pakistán y Egipto en los años 50 y 60 hasta que, ya en la década de los 70 e impulsados por el aumento del precio del petróleo, se constituyen los primeros grandes bancos islámicos, entre los que se encuentran el *Dubai Islamic Bank* (1975), el *Kuwait Financial House* (1977), o el *Bahrain Islamic Bank* (1981) (Anca, C. de, 2010). Tras este primer movimiento, un nuevo impulso proporcionado por el alza del precio del petróleo en los años 90 originó la aparición de nuevas organizaciones y de productos financieros más sofisticados. Tras un período de estancamiento e incluso de retroceso de la industria en la primera década del siglo XXI, vemos de nuevo a partir de 2011 un importante rebrote, que hace pensar a muchos analistas que la industria está llegando a su despegue definitivo (Wigglesworth, R. 2013).

El reto al que se enfrenta la banca islámica moderna desde los años 70 es el de intentar trasladar las fórmulas tradicionales de inversión-comercio a la banca actual. La primera dificultad es intentar adaptar la banca islámica a una legislación convencional tanto en los países islámicos como occidentales, lo que exige unos requisitos de garantía de depósitos y de coeficientes de liquidez, de difícil adecuación para las fórmulas tradicionales de reparto de pérdidas y ganancias (*musharakah, mudarabah*). Por otra parte una parte importante de las necesidades financie-

ras, no se basan en inversión, sino en créditos al consumo. Por cuanto no es lícito para la banca islámica proporcionar deuda con intereses, la fórmula que han encontrado los bancos islámicos, además de otorgar préstamos sin intereses, (*qard al hassan*) que hacen en alguna ocasión, aunque no como norma, es convertir a la banca en un intermediario comercial, entre un comprador y un vendedor ganando sus honorarios por su labor de intermediación comercial, más que de intermediación financiera.

Por ello, la banca islámica propone la creación de deuda por medio de la venta o renta de activos reales, utilizando para ello contratos tradicionales de compraventa dentro del derecho islámico tradicional (*murabaha, iyara, salam* o *istisna'a*)<sup>4</sup>. El ejemplo típico para entender la intermediación comercial es la fórmula de hipoteca islámica. En una hipoteca islámica el banco compra la casa por orden de un cliente, al que luego revende, bien por medio de un contrato de arrendamiento (*iyara*) o por una comisión del precio de venta (*murabaha*); financieramente es muy similar para el comprador pero legalmente difiere de la banca convencional por cuanto el banco adquiere una serie de obligaciones y compromisos por ser el dueño del bien, lo que además pone límites importantes a la capacidad de creación de nuevos créditos al estar la propiedad en el balance del banco hasta su total transferencia al cliente. (Vogel, F. 2010).

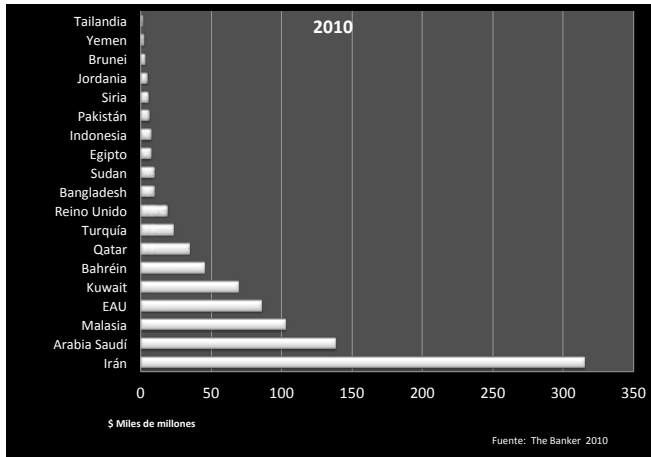
Existe por otra parte la dificultad en adecuar la legislación fiscal, ya que en esta operación de hipoteca se tramitan dos contratos de compraventa, del vendedor al banco y del banco al comprador, y por tanto dos pagos de impuestos lo que encarece el producto. En el Reino Unido y en algunos otros países de implantación de banca minorista para fomentar su desarrollo han eliminado la doble imposición.

En resumen, todos los contratos en las finanzas islámicas están, bien basados en fórmulas de repartos de pérdidas y ganancias (*musharaka* o *mudaraba*), o bien en contratos de compraventa (*iyara, murabaha, salam, istisna'a*, más algunos derivados de estos), cualquier producto financiero islámico, incluyendo los *sukuks* (bonos islámicos) estarán por tanto basados en uno de estos contratos. Por ejemplo la estructura del *sukuk* de General Electric (GE) está basada en un contrato de arrendamiento *iyara*, por el que GE ofrecía a los compradores de los bonos el usufructo de su división de alquiler de aviones, y los inversores adquirían, a cambio de la compra del bono, el derecho a cobrar los alquileres estipulados en el bono que era liquidado en su totalidad por GE al final del periodo de vida del bono.

## Las finanzas islámicas: ¿Quién y para quién?

A menudo la prensa confunden las finanzas islámicas con las finanzas de los países islámicos y sin embargo la industria islámica constituye una minoría dentro del sistema financiero de los países islámicos, exceptuando Irán, único país que tiene islamizado su sistema financiero.<sup>5</sup>

Figura 2.1: Los 20 primeros países en activos islámicos



Fuente: The Banker 2010

La mayoría de los países en donde está implantada la banca islámica ésta es minoritaria, como podemos observar en la tabla 2.1 que refleja la cuota de mercado interno de la banca islámica donde la mayor cuota la tiene Arabia Saudí con cerca del 50%.

Tabla 2.1 porcentaje de la banca islámica en el sector bancario doméstico

Sector bancario año	A. Saudí	Malasia	EAU	Qatar	Bahrén	Kuwait	Egipto	Turquía	Indonesia	Paquistán
2011										
Activos Total US\$ miles de millones	417	579	450	187	47	159	215	631	408	124
Activos Islámicos Totales US\$ miles de millones	207	106	75	44	13	52	8	31	16	7
Nº Total de Bancos	12	27	50	18	23	22	39	62	120	38
Nº Total de Bancos Islámicos	4	16	7	4	6	5	4	4	11	5

Fuente: Elaboración propia a partir de E&Y the World Islamic Banking Competitiveness Report

Es igualmente significativo el caso de Malasia, con 16 bancos islámicos de un total de 27, que ilustra como Malasia es probablemente el primer país por arraigo de la banca islámica comercial a pesar que no sea el mayor en el total de activos financieros islámicos.

Exceptuando los países del Golfo, las finanzas islámicas tienen poca penetración en los países árabes. En Marruecos, por ejemplo, el primer banco que ofreció este tipo de instrumentos fue la *Banque Populaire*, en octubre de 2007. Por su parte, el primer banco islámico tunecino, *Zitouna Bank*, fue creado en mayo de 2010. (*Notas Socio-Económicas de Casa Árabe*, 2010).

Tras la "primavera árabe" se han promovido reformas en muchos países árabes para acomodar la legislación al

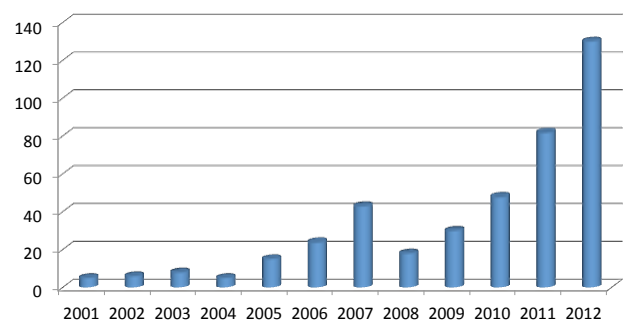
establecimiento de la banca islámica. Libia, por ejemplo, acaba de anunciar reformas legales, para convertir su sistema bancario y desarrollar la banca islámica y Egipto está asimismo reformando la legislación financiera para acomodar instituciones islámicas, limitadas hasta la fecha (Wiggleswort, 2011).

Fuera de los países árabes, y del sudeste asiático los países en donde mayor desarrollo alcanza la industria son Turquía y, con creciente implantación, algunos países africanos en particular Sudáfrica y Nigeria (IB, 2013).

En cuanto al tipo de productos, La banca comercial constituye la mayor parte de los activos islámicos globales; así, del total de los activos financieros islámicos en 2012, la banca islámica representaba el 80,3%, los *sukuks* (bonos islámicos) en segundo lugar con un 14,6%, los fondos de inversión islámicos con el 4% y los seguros (*takaful*) el 1,1% restante (BCE, 2013). Sin embargo, si descontamos los activos de la banca comercial iraní del total, la industria de mercados de capitales, principalmente bonos o fondos de inversión, alcanza un peso proporcional importante con respecto a la banca comercial con cerca de 300.000 millones, frente a un total de 700.000 millones de activos en banca.

El valor de los *sukuks* en vigor a finales de 2012 alcanzaba \$ 229.000 millones, valor record que ha sido impulsada por la emisiones de 2012 que alcanzaron los 131.000 millones.

Figura 2.2. Emisiones de sukk desde el año 2001



Fuente: elaboración propia con datos de Zawya Sukuk Monitor y bloomberg

En cuanto a la oferta de productos islámicos existen 716 instituciones registradas globalmente como organizaciones conformes con la *shari'a* de las que 511 son instituciones que solamente ofrecen productos islámicos y 205 instituciones convencionales que operan con ventanillas islámicas, (The Banker, 2012), la mayoría de las grandes instituciones occidentales están presentes en el mercado financiero con ventanillas islámicas UBS, Citibank, Merrill Lynch, JP Morgan, BNP o Paribas y algunos, como HSBC, operan con una subsidiaria islámica (HSBC Amanah).

Como resumen podemos concluir que, exceptuando el caso iraní, las finanzas islámicas no se centran en países en

concreto, sino en inversores determinados, que se encuentran tanto en países islámicos como en países occidentales y que eligen de modo voluntario gestionar sus necesidades financieras con productos islámicos que ofrezcan rentabilidades y soluciones similares pero que, desde el punto de vista subjetivo, ofrecen una solución financiera en un sistema ético al que los individuos eligen adherirse.

### Finanzas islámicas en Europa: retos y oportunidades

De los componentes de la banca islámica: banca minorista, productos de inversión o seguros (*takaful*), solamente los productos de inversión y en concreto los *sukuks* y los fondos de inversión islámicos han tenido un desarrollo en Europa y aun así con importantes limitaciones.

La banca minorista durante los años 90 empezaba a proporcionar soluciones bancarias a una minoría musulmana en RU y en Francia. Sin embargo, parece que los intentos iniciados en los años 90 no han dado los frutos esperados, y la banca minorista en Europa está estancada si no en retroceso. Tampoco las grandes instituciones financieras europeas han tenido éxito en la banca minorista islámica en países islámicos; como ejemplo, en octubre de 2012, el HSBC, líder europeo de la banca islámica, anunciaba su retirada del Reino Unido, UAE, Bahrein, Bangladesh, Singapur y Mauricio, dejando solamente operaciones de banca islámica comercial en Malasia, Arabia Saudí e Indonesia (Jenkins, 2012). Según los analistas la banca minorista se va a centralizar cada vez más en bancos especializados locales más que en seguir sirviéndose de los grandes bancos convencionales.

Europa sí parece un claro *hub* para el mercado de productos de inversión islámicos, en concreto los fondos de inversión y el mercado internacional de *sukuk*. Veamos con mayor detalle estos dos productos.

Existe un número creciente de fondos de inversión islámicos<sup>6</sup> que cotizan en las bolsas europeas. Siguiendo a Bloomberg, a 19 de noviembre podíamos encontrar 55 fondos islámicos en las bolsas europeas con una capitalización total de mercado de 2.228 millones de USD como podemos observar en detalle en la tabla 3.1. Son evidentemente números muy reducidos incluso dentro del total de Fondos Islámicos ya que estos alcanzan un número en la actualidad de 876 que representan alrededor de 60.000 millones de USD en el mercado global.

Como vemos en la tabla 3.1, Luxemburgo es la plaza más atractiva para fondos de inversión islámicos con un total de 29 fondos domiciliados. Es importante asimismo destacar que en 2009 el Banco Central de Luxemburgo se convirtió en el primer banco central europeo en ser admitido como miembro del Islamic Financial Service Board, (IFSB)<sup>7</sup>.

Tabla 3.1. Fondos de inversión Islámicos que cotizan en Europa a 19 Noviembre 2013.

País Domicilio	Suiza	Rusia	Luxemburgo	Islas del Canal	Irlanda	Francia	Total
Nº de Fondos	1	1	29	9	14	1	55
Marketcap (USD)	(not disclosed)	239.494	1.448.609.633	388.795.154	368.223.595	22.150.000	2.228.017.876

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg

El producto estrella en el mercado islámico europeo es el *sukuk*, o bono islámico. A 19 de noviembre podíamos encontrar en las bolsas europeas un total de 67 *sukuks* por un valor total de 46,78 miles de millones de USD lo que supone algo más del 20% del valor total de los *sukuks* en vigor globalmente.

La mayoría de los bonos islámicos que cotizan en Europa (47 del total de 67) están domiciliados en las Cayman, Jersey o Guernsey, obviamente por razones de fiscalidad. En la práctica totalidad (64 del total de 67) la moneda de emisión es el dólar americano. En cuanto al sector, la mayoría (35) corresponden al sector financiero, gubernamentales (18) y en menor medida al sector energía, industriales y empresas de servicios públicos.

El mercado claramente más atractivo para la cotización de *sukuk* es el de Londres, seguido de Alemania e Irlanda. Londres, además, cuenta con 25 firmas legales especializadas en productos islámicos además de tener 3 bancos islámicos comerciales y 22 bancos que ofrecen servicios islámicos a través de ventanillas islámicas, entre los que se incluyen el HSBC, Royal Bank of Scotland, o Barclays (Pickford, 2013). La existencia de estas empresas, junto con los pasos que han ido dando en las últimas décadas, constituirá sin duda a Londres como el *hub* financiero, máxime si el bono soberano acaba por emitirse.

Estas cifras nos dan la medida de la importancia de la banca islámica para el mercado europeo que, en este caso, trata de canalizar el exceso de liquidez, de los países del Golfo hacia mercados globales, siempre que cumplan con las normas de la *shari'a*.

Sin embargo, y más allá de proporcionar un *hub* para los mercados internacionales de productos islámicos, los gobiernos y las empresas europeas todavía no han sabido capitalizar el potencial de la industria islámica. Como posibles ventajas para el futuro la financiación islámica tendría un potencial importante en las siguientes áreas:

- Deuda soberana: un área de interés desde hace años es la emisión vía *sukuk* de deuda de los estados europeos. Hasta este momento, y en espera de que finalmente el gobierno británico emita su primer *sukuk*, el único *sukuk* emitido por un gobierno europeo fue el emitido en 2004 por el Estado alemán, Saxony-Anhalt, de 100 millones de euros, que fue amortizado en su totalidad en 2009, suscrito en un 60% por inversores en Bahrein y 40% por inversores en Europa.

- *Sukuks* corporativos: otra área de interés creciente es la emisión de *sukuk* por parte de empresas occidentales como modo de diversificar sus fuentes de financiación. Hasta la fe-

cha, solamente una empresa occidental, General Electric, ha utilizado esta vía. General Electric emitió en 2009 un *sukuk* de 500 millones de USD para financiar sus planes de expansión (Trullols, C., Langhton, J. 2011).

- *Project finance*: uno de los requisitos para cumplir con las normas de la *shari'a* es estar ligado a un activo real, por ello, la financiación de grandes proyectos resulta especialmente atractiva. El mercado de las infraestructuras y la entrada de la banca islámica en proyectos de *project finance* es definitivamente un área de exploración interesante para empresas españolas que, por ejemplo, realizan grandes operaciones financieras en Latinoamérica que podrán resultar atractivas a un inversor del Golfo con ganas de diversificar su cartera.

Sin embargo, no es un mercado sencillo y a pesar de su potencial europeo no acaba de utilizarse como una fuente estable de financiación, debido a algunos retos importantes que analizaremos con mayor profundidad.

- Marco regulador: las finanzas islámicas no están reguladas por ningún gobierno nacional (exceptuando el caso de Irán) ni supranacional; por ello, los productos islámicos necesitan adecuarse en primer lugar a la legislación nacional del país donde se encuentran. Existen varios órganos supranacionales, siendo los dos principales *Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)*, creado en Bahrain el 1991 y *la Islamic Financial Services Board (IFSB)*, creado en Malasia el 2002. Estas instituciones emiten recomendaciones que solamente en algunos casos los gobiernos nacionales las incluyen en el ordenamiento nacional (como en el caso de AAOIFI en Bahrein); por ello, el cuerpo que legitima que una operación cumpla las normas de la *shari'a* es el *Shari'a Supervisory Board* de cada institución. Este cuerpo suele comprender un número de entre 3 y 5 expertos que garantizan la adecuación de cada producto a las normas de la *shari'a*. Una vez aprobado por el comité de *shari'a* es el mercado quien decide si se acepta el producto o no, según la reputación de los miembros del comité *shari'a*. Esto lleva a inestabilidad y a errores como el *sukuk* que intentó emitir *Goldman Sachs* de 2.000 millones de dólares en 2011, el cual tuvo que retirar ante la crítica de su dudosa aceptabilidad desde el punto de vista de la *shari'a*.

Otra ilustración de esta falta de uniformidad fue la crisis de 2008 tras las declaraciones del experto en *shari'a* Taqi Usmani, quien criticó duramente la falta de rigurosidad desde el punto de vista de la ley islámica. Dicho experto en *shari'a* alegó que la mayoría de las estructuras que soportaban bonos islámicos (en esa época muchas estaban bajo contratos *musharakah* y *mudarabah* de reparto de pérdidas y ganancias) no estaban utilizadas correctamente, ya que garantizaban una rentabilidad al inversor que ambas fórmulas de riesgo no deberían proporcionar. Esto provocó el desplome de los *sukuks* soportados con esas estructuras, y la sensación de fragilidad del mercado. Tras un periodo de incertidumbre, el mercado de *sukuks*

volvió a despuntar en 2010 y 2011 ya con nuevas emisiones, en su mayoría bajo la fórmula de *iyara* (leasing), ya que es más fácil encontrar activos que bajo la fórmula de leasing garanticen una rentabilidad fija para el inversor (Deutsche Bank Report, 2009); ello explica que el total de los *sukuks* que cotizan en Europa (33) están desarrollados bajo la fórmula contractual de *iyara* (leasing).

- Adaptación a la legislación nacional: el principal problema para muchas emisiones de *sukuk*, fundamentalmente emisiones soberanas, es el marco regulatorio que, debido al carácter comercial y no financiero de las estructuras más utilizadas de *sukuks*, implica cobrar dos veces la imposición inherente a la transmisión del activo subyacente del *sukuk* (Canalejo, G., Cabellos, A. 2009). Francia e Inglaterra han modificado su ordenamiento para la emisión con eficacia impositiva de estos instrumentos, Italia está en este momento estudiando la posibilidad de emitir *sukuks* soberanos con un grupo coordinado por la Asociación Italiana de Banca, (ABI).

- Ambigüedad entre los inversores: el hecho de emitir un bono de acuerdo con la *shari'a* no significa necesariamente que vaya a resultar atractivo a los inversores musulmanes del Golfo, ya que se trata de un mercado complicado, muy experimentado en productos financieros y, si bien el hecho de que sea *shari'a* puede añadir atractivo para algunos inversores, ni éstos son hoy por hoy mayoría, ni el hecho es por sí mismo suficiente.

- Uno de los mayores desafíos de la industria es su escasa liquidez y lo escasamente que están desarrollados los mercados secundarios para este tipo de instrumentos financieros. El motivo principal es que gran parte de las emisiones son adquiridas por instituciones en países islámicos, con intención de mantener estos títulos en cartera hasta su vencimiento. La falta de variedad existente constituye una de las barreras para el mayor desarrollo de los mercados secundarios, debido, en parte, a que la mayoría de las estructuras de bonos islámicos (*salam*, *istisna'a* o *murabaha*) son estructuras nominales y, por tanto, no fácilmente negociables en mercados secundarios. Por otra parte, contratos *mudaraba* y *musharaka*, que sí pueden ser negociables, son contratos que implican un reparto de pérdidas y de ganancias y, tras la llamada de atención sobre este hecho de *Taqi Usmani* en 2008, ambos han quedado prácticamente en desuso para la emisión de bonos islámicos. Por ello, solamente los bonos islámicos basados en estructuras *iyara* pueden ser, en la práctica, negociados libremente en el mercado secundario al precio del mercado.

En cuanto a la idea de invertir en *sukuk* como posibilidad de diversificar la cartera es importante destacar



que los *sukuk* cotizan en general en movimientos muy parecidos a los bonos corporativos, por tanto los principales condicionantes de su precio son el tipo de interés del Bono Gubernamental de referencia y el spread o riesgo de crédito. Hay ejercicios en el que el primer factor condiciona mucho más que el segundo, como pudo ser el año 2011-2012, con tipos a largo bajando, ejercicios en el que el exceso de liquidez provoca una disminución general del spread de crédito como en 2013 y ocurrirán ejercicios a futuro en el que posibles default o provocaran el movimiento asimétrico de un *sukuk* afectado por el mismo, como se pudo comprobar en 2009-2010. De aquí se deduce que una subida de tipos a largo en Estados Unidos o en Alemania afectarán negativamente al comportamiento del precio de muchos *sukuk* pero es posible que en menor medida que a un bono corporativo americano o alemán, especialmente en el caso que el *sukuk* haya sido valorado usando de como referencia el bono a largo del país islámico en el que se referencia el proyecto. Así puede subir el tipo de interés de Bund pero no subir el tipo del bono de EAU por ejemplo en cuyo caso el *sukuk* con proyecto en EAU se comportará mejor que el corporativo alemán.

Es asimismo importante resaltar que gran parte de los *sukuks* están emitidos en dólares ya que las economías del Golfo están dolarizadas. Muchos inversores apuestan que las actuales paridades entre divisas locales y el dólar anclada desde hace lustros, no es sostenible, debido al fuerte superávit por cuenta corriente de dichos países del Golfo, antes o después se deberá apreciar la divisa local frente al dólar y semejante posibilidad mejoraría aún más el riesgo de crédito de *sukuk* motivo por el cual muchos *hedge funds* compran *sukuks*.<sup>8</sup>

### Conclusiones:

La financiación islámica es ya una realidad que puede presentar un potencial importante para gobiernos y empresas europeas. Si al final se materializan los planes de una emisión soberana por parte del gobierno británico o de cualquier otro país europeo, significará un importante impulso al mercado. Las posibles emisiones soberanas, junto a una posible fijación de una curva de tipos soberana ayudará mucho a la hora de fijar precio para otras emisiones corporativas (Anca, C. de; Cabellos, A.2011).

Las empresas europeas, por otra parte, pueden encontrar una fuente interesante de diversificación para cubrir sus necesidades de capital, como para la financiación de grandes proyectos de infraestructura en diferentes lugares del mundo.

España no puede rivalizar con Londres o Luxemburgo intentando convertirse en un *hub*, para productos financieros islámicos, y tampoco parece necesario por el momento dedicar el esfuerzo que requiere un cambio de legislación para poder emitir deuda soberana islámica. Sin embargo, la empresa española se encuen-

tra en un lugar privilegiado para liderar fórmulas de financiación islámica, para financiar grandes obras de infraestructura tanto en Latinoamérica como en otras partes del mundo.

## Referencias

Anca, C. de; Cabellos, "Investing with values: Ethical investment versus Islamic Investment" in M. Fahim Khan and Mario Porzio (eds). *Islamic Banking and Finance in the European Union*, UK: Elgar publishing Cheltenham, 2010, pp 128 148.

Anca, C. de; Cabellos. Finanzas islámicas Viables en occidente. *Ejecutivos de Finanzas, Méjico*; 2012 pp. 42 - 45

Canalejo, Guillermo, Cabellos, Alfredo " Apuntes sobre los contratos "islámicos" de financiación desde la perspectiva del Derecho español", *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, número 23, 2009

Deutsche Bank report, Sukuk Interrupted", [https://www.db.com/medien/en/content/reports\\_and\\_publications.htm](https://www.db.com/medien/en/content/reports_and_publications.htm) (23/09/2009)

Deutsche Bank Report; "Global Islamic Banking- No longer unconventional" [https://www.db.com/medien/en/content/reports\\_and\\_publications.htm](https://www.db.com/medien/en/content/reports_and_publications.htm) (11/2011)

ECB: "Islamic Finance in Europe", European central Bank, Occasional paper series n° 146 June 2013

IB: " Back to the Future for IF Industry in 2013"; The Islamic banker, Issue n° 204 Mushtak Parker Associates Limited, London January 2013, pp.13-16

Islamic Finance Qualification (IFQ), *Securities & investment Institute London 2010*

Jenkings, Patrick: "HSBC's Islamic Closures Highlight dilemma" en Financial Times, [www.ft.com](http://www.ft.com) (07/10/2012).

Langton, J., Trullols C. And Turkistani, A. *Islamic Economics and Finance; A European Perspective*; Palgrave Macmillan; UK 2011

Notas Socio-Económicas de Casa Árabe, "Las Finanzas islámicas hoy panorama y claves de crecimiento", [www.casa-arabe-ieam.es/](http://www.casa-arabe-ieam.es/) Madrid, Septiembre 2010

Oakley, David: "Sector Shrugs Off Glo-

bal Gloom" en in Islamic Finance, Financial Times Special Report, [www.ft.com](http://www.ft.com) (15/12/2011)

Parker, G & Wigglesworth, R. 2013, George Parker and Robin Wigglesworth, FT October 28, 2013 11:59 pm : <http://www.ft.com/cms/s/0/42766334-3fc2-11e3-a890-00144feabdc0.html>

Pickford, James, "London Aims to Win Bigger Slice of thriving Islamic Finance Market", en Financial Times, [www.ft.com](http://www.ft.com) (03/07/2013)

The Banker" Top Islamic Financial Institutions ranking", [www.thebanker.com](http://www.thebanker.com) November 2012

Trullols, C, Langhton, J: "General Electric a Pioneer in Sukuk" , *IE Case DF1-184-1* ie publishing [www.ie.edu](http://www.ie.edu) , (8/11/2011).

Vogel, Frank, "Islamic Finance, Personal and Enterprise Banking", in M. Fahim Khan and Mario Porzio (eds). *Islamic Banking and Finance in the European Union, a challenge*, UK: Edward Elgar Publish. Cheltenham UK, 2010, pp 40-61.

Wigglesworth , Robin; "London to Bolster Islamic Finance credentials", en Financial Times, [www.ft.com](http://www.ft.com) (11/03/2013)

Wigglesworth, Robin: "Upraisings should provide a fillip", in Islamic Finance Special Report, Financial Times; [www.ft.com](http://www.ft.com) (15/12/2011)

Wilson Rodney, Economics, Ethics and religion. Jewish, Christian and Muslim Economic Thought, Macmillan UK 1997.

## Pies de página

<sup>1</sup> *sukuk*, o “bonos islámicos”, se definen específicamente como “certificados de igual valor que representan acciones de propiedad de activos tangibles, usufructos o servicios o que representan una participación de propiedad de proyectos específicos o de una actividad de investigación concreta”, *AAOIFI Shari’ah Standard 17* (<http://www.aoofi.com/>).

<sup>2</sup> El Corán principalmente y en menor medida los relatos de la vida y dichos del profeta, la sunna constituida en los llamados hadices, así como la interpretación de los juristas de las 4 escuelas ortodoxas de derecho.

<sup>3</sup> *Mudarabah* (fideicomiso). Es un contrato por el que el poseedor del capital provee el capital para un proyecto económico y el receptor del mismo proporciona la experiencia y la gestión del proyecto. Los beneficios se reparten de modo a un acuerdo previo, si se incurre en pérdidas se asume solamente por parte del que posee el capital. Se asemeja a las figuras de capital riesgo que en los últimos años se han venido desarrollando sobre todo en la economía social. *Musharaka* (asociación financiada) es una forma de asociación por la que ambas partes, el poseedor del capital y el gestor, entran en una sociedad conjunta. Las dos partes se reparten tanto los beneficios como las pérdidas, según lo fijado en un acuerdo previo.

<sup>4</sup> *Murabaha* (coste + financiación), *salam* (compra con el suministro diferido), *iyara* (arrendamiento), *istisna’a* (orden de fabricación de un bien) (IFQ, 2010).

<sup>5</sup> En cualquier caso, el Islam Iraní responde a la corriente shí’í con un sistema legal diferente al Islam sunní que es el predominante en el resto de los países islámicos, por lo que un producto iraní no por ser islámico estaría aceptado en otros países islámicos sunníes. Por ello en el resto del artículo se excluirán los activos financieros iraníes del total agregado.

<sup>6</sup> Un fondo común en donde los inversores aportan sus excedentes con el fin de obtener beneficios halal en estricta conformidad con los preceptos de la *shari’a* islámica. Por lo que se filtran los valores del fondo asegurando que no incurran en ninguna de las industrias halal (juego, cerdo, pornografía, alcohol) y se incluyen una serie de filtros financieros para analizar el nivel de intereses del valor invertido, por ejemplo, THE FTSE Global Islamic Index series tiene un único filtro financiero, por el que excluye cualquier compañía cuyo ratio deuda/total activos sea mayor o igual a 33,33%. Otros índices pueden utilizar otros filtros.

<sup>7</sup> <http://www.ifsb.org/background.php>

<sup>8</sup> Entrevista a Dr. Ignacio de la Torre, Director Masters en Finanzas IE Business School.

## Sobre la autora

Dra. Celia de Anca, directora de SCIEF, IE Business School, autora de *Beyond Tribalism*, Palgrave MacMillan, 2012. Elegida entre los 50 pensadores globales en el Top50 2013 <http://www.thinkers50.com/biographies/celia-de-anca/>.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en este documento corresponden exclusivamente a su autor. ODF no se identifica necesariamente con estas opiniones.

© Fundació Privada Institut d’Estudis Financers. Reservados todos los derechos.



# Otras publicaciones de ODF

dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
sept	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
mayo	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
abril	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo Pérez
abril	2013	DT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
nov	2012	NT	Brent Blend, WTI...¿Ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M. Domènech
oct	2012	LL	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
sept	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José M Raya
abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández Pérez
mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon Lina Salou
dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	Mª Ángeles Fernández Izquierdo
dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrain Altuna Olga del Orden Olasagasti
oct	2011	NT	De la heterodoxia monetaria a la heredoxia fiscal	Sergi Martrat Salvat
jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado Coll
may	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent Meca
mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk Serrat
dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas Marcelo Leporati
nov	2010	NT	Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino	M Belén Guercio
oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà i Vallsquer
jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella Anguera
mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M Elisa Escolà Juan Carlos Giménez-Salinas
feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent Canaleta
ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
ene	2010	NT	La morosidad de bancos y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent Canaleta
nov	2009	DT	Análisis del TED <i>spread</i> la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda

M: Monográfico

DT: Documento de Trabajo

NT: Nota Técnica

LL: Libre