



Sukuk: los llamados ‘bonos islámicos’

Autor/a

Bruno Martín Baumeister

Profesor Adjunto de Derecho Mercantil

Universidad Pontificia Comillas-ICADE

***REVISTA LEX
MERCATORIA.***

*Doctrina, Praxis, Jurispru-
dencia y Legislación*

RLM nº1 | Año 2016

Artículo nº 14

Páginas 67-70

revistalexmercatoria.umh.es

ISSN 2445-0936

La industria financiera islámica ha experimentado un crecimiento notable en las últimas décadas, impulsada por la creciente acumulación de riqueza de los países islámicos exportadores de petróleo y por el fuerte aumento de la población musulmana, dentro y fuera del mundo islámico, que busca oportunidades y productos de inversión acordes con sus creencias religiosas. En los últimos treinta años la industria financiera islámica ha pasado de ser un nicho marginal a representar una práctica bancaria cada vez más implantada en países de África, Oriente Medio, el Sudeste

Asiático y –en menor medida– Europa y Norteamérica y que encuentra cada vez mayor aceptación entre inversores, bancos internacionales y despachos de abogados.

Aunque las finanzas islámicas son tan antiguas como el Islam, la industria financiera islámica moderna nace en Malasia en los años 50 del s. XX y empieza a generalizarse en Egipto a partir del año 1963 con la creación de la primera cooperativa de microcréditos denominada Mit Ghamr. En sus inicios, la actividad financiera islámica es muy básica debido en

parte a la utilización de modelos contractuales arcaicos, la falta de expertos en la materia y la utilización exclusiva del árabe como lengua de contrato. La constitución en 1973 del Nasser Social Bank en Egipto representa la primera experiencia de banca comercial islámica a mayor escala. Entre los años 70 y 90 las finanzas islámicas atraviesan profundos cambios relacionados con el desarrollo económico derivado de la exportación de petróleo en las monarquías del Golfo Pérsico, el Panislamismo y una nueva sensibilidad hacia el Islam en el mundo de los negocios. En este periodo surgen los primeros grandes bancos islámicos, se constituyen las primeras agencias de expertos islámicos (Sharia boards), los documentos contractuales empiezan a redactarse en inglés, se abandonan progresivamente los modelos contractuales cerrados y se crean la AAOIFI y la IFSB. La aprobación en 1998 de la Dow Jones Islamic Indexes Fatwa supone un revulsivo para los mercados de capitales islámicos, dado que por primera vez se admite la compatibilidad con la sharía de ciertas operaciones financieras convencionales. Hasta los años 90, las principales áreas de práctica se centran en el sector inmobiliario y el capital riesgo. En los años 90 y principios de los 2000, los fondos de inversión acogidos a estructuras fiscales eficientes se convierten en el principal sector de negocio, especialmente los fondos de inversión inmobiliarios. A partir de 2004 algunos grandes bancos internacionales como Citibank, HSBC, RBS, UBS, Goldman Sachs o Deutsche Bank crean o amplían sus prácticas de Islamic Finance, centradas principalmente en fondos de inversión, mercados de capitales y titulizaciones. Las emisiones de HSBC y Goldman Sachs de sukuk a cinco años por importe de 500 millones de USD en 2011 y 2014, respectivamente, representan los mayores hitos recientes en el desarrollo de las finanzas islámicas.

El derecho financiero islámico (denominado en inglés Islamic Finance o Shari'a Compliant Finance) puede describirse como un cuerpo de principios de contratación bancaria –no siempre positivados en un ordenamiento jurídico estatal– coherente con los preceptos del Islam. El derecho financiero islámico ocupa a día de hoy un terreno híbrido en el que confluyen creencias religiosas basadas en la sharía y consideraciones convencionales de rentabilidad financiera. Este mestizaje de intereses obedece, de un lado, a una mayor sensibilidad al hecho religioso islámico en el mundo de los negocios y, de otro, a la preeminencia de la práctica bancaria convencional en todo el orbe islámico, incluso en aquellos países que más han adaptado su ordenamiento jurídico a la sharía. Así, la incompatibilidad con la sharía de algunos esquemas convencionales de financiación –como sucede, por ejemplo, con los sistemas remuneratorios basados en un tipo de interés o con la utilización de instrumentos derivados que entrañan un elemento de especulación–, exige que los operadores involucrados en esta práctica de mercado desarrollen nuevos esquemas que satisfagan tanto a los partícipes que precisan de una estructura de financiación compliant con los preceptos del Islam como a aquellos partícipes cuya principal preocupación reside en que el proyecto sea bankable en los mercados financieros internacionales.

Como es también habitual en los ordenamientos privados occidentales, en materia de contratación la sharía establece el principio de autonomía privada de la voluntad, de modo que se presume permitido (halal) todo lo que no esté expresamente prohibido (haram). A pesar de que la sharía recoge un gran número de normas teóricamente aplicables al tráfico financiero, en la actualidad existe cierto consenso en que el derecho financiero islámico debe pivotar sobre cinco principios, tres nega-

tivos y dos positivos, extraídos de las cuatro escuelas jurídicas suníes. De acuerdo con la clasificación comúnmente aceptada, los tres principios negativos son la prohibición de riba (exceso o incremento), la prohibición de garar y maysir (incertidumbre y especulación) y la prohibición de invertir en determinados productos o actividades haram. Los dos principios positivos establecen la obligación de repartir pérdidas y ganancias entre las partes contractuales y la obligación de que todo negocio guarde relación con un activo subyacente tangible.

El Islam tiene por relación contractual ideal aquélla en la que las partes gozan de igual exposición al riesgo inherente al negocio. De ahí que un aspecto clave del derecho financiero islámico sea la distribución equitativa de las pérdidas y ganancias entre partes financieras y financiadas. Las dos técnicas que mejor responden a esta concepción de la asunción del riesgo de negocio son la mudaraba y la musaraka, asimilables –no idénticas– a un contrato de cuenta en participación y a un contrato de joint venture, respectivamente. Dado que la asunción de todo o parte del riesgo empresarial por parte de los acreedores encaja mal con los esquemas de financiación convencionales, algunas técnicas de financiación islámica son adaptaciones de estándares internacionales, pero sin perder su compatibilidad con la sharía. Entre los esquemas contractuales adaptados destacan la murabaha (comisión de compra y compraventa), istisna'a (contrato de obra) e iyara (arrendamiento). La forma de emisión de deuda mejor adaptada es el sukuk, que funciona de forma similar a un bono de titulización.

Los sukuk representan en la actualidad el instrumento financiero islámico con mayor arraigo en el tráfico. Los sukuk se pueden definir como valores de renta fija en forma de

cuotas de participación sobre un activo subyacente –que puede ser tangible o intangible–, emitidos en serie con idéntico valor nominal, con una remuneración vinculada a los beneficios generados por el activo subyacente, susceptibles de representación mediante títulos valor o anotaciones en cuenta libremente transmisibles en mercados secundarios oficiales. Aunque habitualmente el término sukuk se suele traducir por ‘bonos islámicos’ (Islamic bonds), lo cierto es que guardan mayor similitud con los certificados fiduciarios o bonos de titulización cuya rentabilidad está ligada a la evolución del valor de un activo subyacente que con las obligaciones convencionales cuyo retorno se enmarca en un calendario periódico de pagos de intereses fijos o variables. La operación de emisión de sukuk es un esquema de financiación en virtud del cual una entidad vehículo –generalmente un trust– emite sukuk para la suscripción por un colectivo de bonistas y emplea los fondos obtenidos de la suscripción de sukuk para abonar el precio compraventa de un determinado activo, constituir un fondo o comunidad de bienes o realizar una inversión en el negocio de un tercero. La emisión de sukuk aparezca generalmente vinculada a otros contratos islámicos, como son la iyara, la mudaraba o la musaraka que generan retornos a partir de un activo subyacente.

La sukuk-al-iyara es un esquema de financiación en virtud del cual el promotor vende ciertos activos halal a una entidad vehículo, constituida por el promotor a este efecto, que acuerda la emisión de sukuk, emplea los fondos obtenidos de los bonistas en la suscripción de sukuk para abonar el precio de compra de los activos y concierta un arrendamiento financiero con un tercero, que establece la cesión del uso del activo al tercero y el otorgamiento por el tercero de una opción de venta del activo a favor de la entidad vehículo, que podrá ejercitar en la fecha de amortización ordinaria

o anticipada de la emisión de sukuk. En la sukuk-al-mudaraba se prevé la suscripción de un contrato de mudaraba entre la entidad vehículo en calidad de inversor (rab al-mal) y un gestor (mudareb), en virtud del cual la entidad vehículo constituye un fondo mediante la contribución de una aportación dineraria –con cargo a los fondos obtenidos de la suscripción de sukuk por los bonistas–, que es administrado por el gestor para la promoción de una determinada actividad económica. En la sukuk-al-musaraka la entidad vehículo acuerda con otros inversores la constitución de una comunidad de bienes o una sociedad mediante la contribución de aportaciones de capital –que la entidad vehículo realizará con cargo a los fondos obtenidos de la suscripción de sukuk por los bonistas–, que es administrada por todos o algunos de ellos o por un tercero designado al efecto para la promoción de una determinada actividad económica.

Los expertos islámicos coinciden en señalar que la emisión de sukuk no es combinable con el contrato de murabaha, que representa la otra fuente principal de financiación islámica junto con los sukuk. La murabaha se desdobra en un contrato de comisión de compra y dos contratos de compraventa, que tienen lugar de forma consecutiva. De acuerdo con el contrato de comisión de compra, un cliente, que desea adquirir un determinado activo, encomienda a una entidad financiera la adquisición de dicho activo, que lo adquiere de acuerdo con el ‘primer contrato de compraventa’ por un precio ‘x’ de un determinado proveedor y con sujeción a los términos y condiciones previamente acordados entre el proveedor y el cliente, que actúa como comisionista de la entidad financiera. A continuación, con arreglo al ‘segundo contrato de compraventa’, la entidad financiera vende el bien al cliente por un precio de ‘x + y’, que será abonado por el cliente de una sola vez en una determinada fecha o con

arreglo a un calendario de pagos. La diferencia de precio que hemos denominado ‘y’ no refleja el coste financiero del cobro aplazado del precio por parte de la entidad financiera, sino el valor de mercado que el cliente y la entidad financiera han acordado asignarle al activo en una determinada fecha. El cliente no está obligado a adquirir el activo, si bien, en la práctica la entidad financiera suele prevenir este riesgo mediante la obtención de un pagaré del cliente, una oferta irrevocable de compra y/o un pago anticipado del cliente. La murabaha es, en cierto modo, tributaria del contrato de crédito documentario, con la diferencia clave de que el banco deviene propietario de los bienes durante el periodo que media entre los dos contratos de compraventa y asume, al menos en teoría, los riesgos de pérdida o deterioro. Los expertos islámicos coinciden en señalar que la murabaha no es combinable con una emisión de sukuk dado que, una vez que un activo ha sido objeto de compraventa, cualquier negocio ulterior ligado a los beneficios que genere es incompatible con la sharía.

En la práctica financiera se ha venido imponiendo la sukuk-al-iyara al otorgar a los bonistas una cuota de participación sobre un activo tangible o comunidad de bienes subyacente que es libremente transmisible y negociable en mercados secundarios –oficiales o no–, en tanto que las sukuk-al-mudaraba y sukuk-al-musaraka confieren al bonista un título representativo de una deuda –esto es, de una posición contractual acreedora que incorpora un interés crediticio contra un tercero–, que con arreglo a la sharía sólo es transmisible a la par –sin margen de beneficio– y en ningún caso susceptible de admisión a cotización en mercados secundarios oficiales.