



UNIVERSIDAD DEL
AZUAY

**UNIVERSIDAD DEL AZUAY
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS
ESCUELA DE ESTUDIOS INTERNACIONALES**

LA EXPANSIÓN DE LOS BONOS ISLÁMICOS “SUKUK”

EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL.

**TRABAJO DE GRADUACIÓN PREVIO A LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO
DE LICENCIADO EN ESTUDIOS INTERNACIONALES CON MENCIÓN
EN COMERCIO EXTERIOR**

**AUTORES: MATEO JAVIER MARMOLEJO ESPINOZA Y JOSÉ
EDUARDO SUÁREZ CARPIO**

DIRECTOR: ECON. LUIS TONON ORDÓÑEZ

**CUENCA, ECUADOR
2017**

DEDICATORIA

A mi abuelo Lolo; mi ejemplo, orgullo, guía y amigo.

José

A mis padres y mi hermana, quienes siempre me han acompañado.

Mateo

AGRADECIMIENTO

Al economista Luis Tonon Ordóñez, por su valioso apoyo, confianza y dedicación como director en esta investigación.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS	7
RESUMEN	9
ABSTRACT	10
INTRODUCCIÓN	11
CAPÍTULO I:	13
GENERALIDADES DE LAS FINANZAS ISLÁMICAS Y EL SUKUK	
1.2. Las Finanzas Islámicas: Introducción	13
1.2.1. Origen y sustento cultural-religioso de las finanzas islámicas.....	14
1.2.2. Tipos de contratos aceptados en las economías islámicas.....	17
1.2.3. Directorio de Supervisión de la Sharia´a.....	23
1.3. El Sistema Financiero Islámico (SFI)	23
1.3.1. Concepto y desarrollo del sistema financiero islámico	23
1.3.2. Estructura y componentes del sistema financiero islámico.....	25
1.3.2.1. El sistema bancario islámico	26
1.3.2.1.1. Los principios de la banca islámica	26
1.3.2.2. El mercado de Sukuk.....	28
1.3.2.2.1. Mercado de Sukuk de corto plazo	28
1.3.2.2.2. El Mercado de Sukuk a largo plazo	29
1.3.2.3. Los seguros islámicos – Takaful	29
1.3.2.4. Las OIFIs: Otras Instituciones Financieras Islámicas	30
1.3.2.5. Los fondos de inversión islámicos	31
1.3.3. Los principales actores del sistema	31

1.4.	El Sukuk: Generalidades y Funcionamiento	36
1.4.1.	Reseña histórica.....	37
1.4.2.	Origen de la estructura del Sukuk	38
1.4.3.	Estructura y funcionamiento de los diferentes tipos de Sukuk.	38
1.4.3.1.	Sukuk Mudarabah	39
1.4.3.2.	Sukuk Musharakah.....	40
1.4.3.3.	Sukuk Murabaha.....	41
1.4.3.4.	Sukuk Ijarah	42
1.4.3.5.	Sukuk Salam.....	43
1.4.3.6.	Sukuk Istisna	44
1.4.3.7.	Sukuk Wakalah.....	45
1.5.	Conclusiones	46

CAPÍTULO II:.....48

DESARROLLO Y CARACTERISTICAS DE SUKUK DE EMISORES NO ISLÁMICOS

2.1.	Desarrollo global del Sukuk: Introducción.	49
2.2.	Clasificación de emisiones.....	50
2.2.1.	Volumen de las emisiones domesticas vs internacionales.	50
2.2.2.	Denominación de las emisiones	53
2.2.3.	Naturaleza del emisor: Emisión Corporativa/Soberana/Cuasi Soberana. ...	56
2.3.	Principales centros de comercialización de Sukuk.	59
2.4.	Principales índices domésticos e internacionales.....	61
2.5.	Principales actores del mercado	64
2.6.	Conclusiones	66

CAPÍTULO III:	70
DESARROLLO DEL MERCADO DE SUKUK Y SUS CARACTERÍSTICAS	
3.1. Generalidades del Sukuk en el mundo no islámico.....	68
3.2. Reseña histórica de la internacionalización del Sukuk hacia economías no islámicas.....	69
3.3. Atractivo e interés internacional actual.....	72
3.4. Análisis de emisiones por entidades no islámicas.....	73
3.4.1. Naturaleza del emisor: Emisión Privada/Soberana/Cuasi Soberana	75
3.4.2. Estructura de Sukuk de emisiones no islámicas	76
3.4.3. Denominación de emisiones no islámicas.....	77
3.5. Descripción de casos más relevantes	77
3.5.1. Grupo Goldman Sachs – USD 500 millones.....	78
3.5.2. Gobierno de Reino Unido 2014 - USD 400 millones	81
3.5.3. Gobierno de Sudáfrica 2014 - USD 500 millones.....	82
3.5.4. Corporación Financiera Internacional – USD 100 millones	83
3.6. Conclusiones	84
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES FINALES	87
BIBLIOGRAFÍA	90

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tabla 1: Datos generales del SFI - 2016	24
Tabla 2: Actores del Sistema Financiero Islámico registrados en el IFDI.....	34
Tabla 3: Distribución geográfica de participantes del IFDI.....	36
Tabla 4: Principales denominaciones de las emisiones de Sukuk 2001-2016	53
Tabla 5: Listado de emisiones superiores a los USD 1.000 millones entre 2010 - 2016	65
Tabla 6: Lista de emisiones no islámicas desde 2001 hasta 2016.....	74
Tabla 7: Análisis del volumen de las emisiones por jurisdicción no islámica.....	74
Tabla 8: Resumen de la emisión de Sukuk de Goldman Sachs - 2014.....	79
Gráfico 1: Composición aproximada del Sistema Financiero Islámico – Total activos 2016.....	25
Gráfico 2: Metodología de cálculo del indicador IFDI.....	33
Gráfico 3: Diagrama de funcionamiento del Sukuk Mudarabah	40
Gráfico 4: Diagrama de funcionamiento del Sukuk Musharakah	41
Gráfico 5: Diagrama de funcionamiento del Sukuk Ijarah	43
Gráfico 6: Diagrama de funcionamiento del Sukuk Salam.....	44
Gráfico 7: Total global de emisiones de Sukuk 2001-2016, USD millones	49
Gráfico 8: Sukuk Internacionales y Domésticos – USD millones.....	51
Gráfico 9: Sukuk Internacionales y Domésticos – valores relativos (%).....	52
Gráfico 10: Emisiones por divisa – expresado en su valor equivalente en USD millones	54
Gráfico 11: Total anual de emisiones de Sukuk por divisa – valores relativos anuales (%).....	55
Gráfico 12: Comparación de las emisiones estructuradas en USD y MYR 2001 - 2016	56
Gráfico 13: Volumen de emisiones de Sukuk por tipo de emisor 2001 - 2016	57
Gráfico 14: Emisiones de Sukuk por tipo de emisor - valores relativos anuales 2001 - 2016.....	58
Gráfico 15: Volumen total de Sukuk inscritos en las principales bolsas de valores 2001 - 2016	59
Gráfico 16: S&P MENA Sukuk Index.....	62

Gráfico 17: Dow Jones Sukuk Investment Grade Total Return Index - DJIGTR	63
Gráfico 18: Suma de las emisiones superiores a USD 1.000 millones 2016 – 2016 por país de origen	64
Gráfico 19: Volumen anual de Sukuk de emisores no islámicos.....	71
Gráfico 20: Proporción de emisiones no islámicas sobre emisiones islámicas 2001 - 2016.....	72
Gráfico 21: Clasificación de emisiones no islámicas por tipo de emisor 2001 – 2016 USD millones	75
Gráfico 22: Clasificación de emisiones no islámicas por clase de Sukuk, 2001 – 2016 USD millones	76
Gráfico 23: Denominación de Sukuk de emisores no islámicos 2001 – 2016 USD millones	77
Gráfico 24: Distribución geográfica de las primeras adquisiciones de la emisión de Sukuk de Goldman Sachs	80
Gráfico 25: Entidades que adquirieron por primera vez la emisión de Sukuk de Goldman Sachs	81

RESUMEN

Desde la perspectiva global de las finanzas internacionales, este estudio analiza y describe el Sukuk; un mecanismo diferente de financiamiento basado en principios islámicos que se ha desarrollado de tal forma que, en la última década, ha dejado de ser un instrumento exclusivo de las economías de países islámicos y se ha internacionalizado. A 2016, varios países no islámicos, además de organismos multilaterales como el Banco Mundial y grandes corporaciones ajenas al Islam emiten títulos Sukuk en mercados internacionales para financiar sus necesidades, lo que hace que el análisis del desarrollo y la expansión del Sukuk sean un fenómeno de interés global.

ABSTRACT

From a global perspective of international finance, this study analyzes and describes Sukuk; an alternative financing mechanism based on Islamic principles. This instrument has developed in such a way during the last decade that it has ceased to be an exclusive security of the Islamic economies and has become international. By 2016, a number of non-Islamic countries, multilateral organizations such as the World Bank and large non-Islamic corporations, issue Sukuk bonds in the international financial markets in order to finance their needs. This makes Sukuk's development and expansion analysis a phenomenon of global interest.

INTRODUCCIÓN

Nuestro interés en las finanzas internacionales ha despertado la curiosidad de comprender el desarrollo de los títulos valores “Sukuk”, un instrumento financiero propio del Islam que ha abandonado las fronteras de las economías islámicas y ha alcanzado los centros financieros más importantes del mundo.

Este estudio busca ser un aporte al campo de las Finanzas Internacionales y a la academia en general, abordando el tema de la expansión de un producto financiero islámico hacia el mercado financiero internacional desde una perspectiva global.

La práctica económica islámica, se rige por los principios islámicos reflejados en la Shariah’a, conocida como la ley islámica. En esta se especifica una variedad de prácticas que las sociedades islámicas tienen prohibido llevar a cabo. Estos principios también regulan las rutinas financieras y económicas. Por ejemplo, la ley se opone al cobro de intereses sobre el capital y prohíbe realizar inversiones en negocios que tienen como actividades cotidianas las apuestas, el alcohol y más.

Para satisfacer las necesidades de la economía islámica, por ejemplo, proveer financiamiento, guardar y custodiar el dinero, invertir, utilizar seguros; tanto el sector privado como el sector público han creado una variedad de instrumentos financieros que cumplen con los dictámenes de la ley islámica y por lo tanto evitan el pago o cobro de intereses sobre el capital.

El Sukuk, o bono islámico, es un instrumento financiero y uno de los mayores componentes de la industria financiera islámica contemporánea. En la última década, estos instrumentos financieros han trascendido las economías islámicas y su comercialización se está desarrollando en los centros financieros más grandes de todo el globo. Países y corporaciones ajenas al Islam con mayor frecuencia hacen uso de estas herramientas en el mercado internacional de capital.

Esta investigación se plantea el objetivo de describir el funcionamiento del Sukuk y su desarrollo en el mercado financiero islámico y el mercado financiero internacional. Para esto, se han diseñado tres capítulos.

El primer capítulo busca describir el origen y estructura de estos instrumentos financieros en el contexto del sistema financiero islámico. Para esto, se analizan aspectos culturales y religiosos del Islam que son la base fundamental de estos títulos.

Luego se describen las economías islámicas, y los actores involucrados en este sistema. Finalmente, se habla del Sukuk, su estructura, características y formas de funcionamiento.

El segundo capítulo cuantifica el desarrollo del Sukuk tanto en las economías islámicas como en el mercado financiero internacional en el periodo 2001-2016. En esta sección se analizan las principales características del mercado de Sukuk y su evolución. Posteriormente se determina en qué países y en qué mercados se usa este instrumento y se identifican los emisores y demás actores relacionados a este instrumento.

Finalmente, en el tercer capítulo se explica el creciente uso de estos instrumentos por parte de instituciones, organismos multilaterales y gobiernos ajenos al Islam. Para esto se cuantifica los Sukuk emitidos por instituciones no islámicas y se exploran las características de estas emisiones. Por último, se analizan ejemplos de casos específicos de emisiones no islámicas.

CAPÍTULO I:

GENERALIDADES DE LAS FINANZAS ISLÁMICAS Y EL SUKUK

1.1. Las Finanzas Islámicas: Introducción

El estudio de las finanzas islámicas ha captado el interés no solo de parte de los profesionales de las finanzas y la banca sino también en el ámbito académico. M. Fahim Khan, líder de la división de investigación y capacitación del Banco islámico de Desarrollo, comenta que las finanzas islámicas se han convertido en una materia que necesariamente debe ser incluida en los currículos de escuelas en los institutos de estudios superiores. El estudio de las finanzas islámicas se ha desarrollado en la última década y es un tema de interés tanto en universidades de países islámicos como en países occidentales (Ayud, 2007). Existen varios factores que han favorecido a dicho desarrollo. Entre los principales se puede mencionar; la globalización de los mercados financieros, los cambios tecnológicos, la creciente innovación en productos e instrumentos financieros, el nacimiento de varios Estados islámicos y la creciente presencia del Islam en los países occidentales (Bellalah, 2013).

Pero, ¿qué son exactamente las finanzas islámicas? Lo que diferencia a las finanzas islámicas de las finanzas convencionales, es que la práctica financiera en general está basada en principios éticos islámicos los cuales difieren de los principios utilizados en las finanzas convencionales (Kettell, 2011). Estos principios islámicos son el sustento o base de toda negociación económica o financiera. Este sistema islámico cumple con lo establecido en la Sharia'a, también conocida como la ley islámica. Es importante destacar dos aspectos fundamentales de la Sharia'a para comprender las diferencias que se han planteado al inicio. En primer lugar, la ley islámica prohíbe la recolección de riba – este término árabe puede entenderse como el interés en las finanzas y la banca convencional. En segundo lugar, la Sharia'a prohíbe destinar recursos económicos hacia prácticas que fomenten el haram – término árabe que se traduce como algo prohibido o pecado – tales como la venta de alcohol, cerdo, negocios de apuestas o elementos directamente contrarios a los principios islámicos.

Es de suma importancia abordar el tema del Islam desde una visión holística, pues la práctica islámica no solo se refiere al cumplimiento de normas religiosas, sino abarca

la totalidad de un sistema social y cultural en donde la mayor parte de la sociedad se desarrolla de acuerdo a una guía espiritual y divina (Bellalah, 2013). Es decir, casi la totalidad del sistema social obedece a esta estructura y por lo tanto la práctica económica forma parte de la misma.

En consecuencia, los productos e instrumentos financieros islámicos son utilizados de tal forma en la que se respeten los principios y normas de esta estructura social. Todo instrumento financiero islámico está elaborado con el propósito de devolver a los inversionistas las ganancias obtenidas de negocios o tratos que hayan sido capaces de generar riqueza en base a activos tangibles, y que necesariamente compartan el riesgo y las ganancias entre las partes involucradas.

La idea de las finanzas islámicas comenzó desde una idea conceptual, con miras a una realidad evolutiva y práctica. Se han diseñado varios contratos que cumplen con la Sharia'a y permiten la creación de una variedad de instrumentos financieros y bancarios, financiar proyectos, desarrollar mercados, instrumentos de seguros y reaseguros y productos de manejo de riesgo.

1.1.1. Origen y sustento cultural-religioso de las finanzas islámicas

Para poder entender la actualidad de la estructura de las finanzas islámicas es necesario explicar sus bases tanto religiosas como culturales, las cuales han regido por siglos las sociedades musulmanas. Islam es el nombre de la religión transmitida al mundo por el Profeta Mohammed, después de que Allah se la reveló. Allah es el punto focal de la fe islámica. Para los creyentes de esta religión, Allah representa el dios supremo y creador de todo lo existente y quien determinará el final de los tiempos. El culto islámico considera que al obedecer los mandamientos de Allah, el ser humano reconoce la existencia de tal para así vivir en armonía con el universo (Kettell, 2011).

Dentro del Islam existen varios libros y fuentes que asientan las directrices de la vida cotidiana de sus creyentes. Primero, es crucial nombrar la Sharia'a, reconocida como el cuerpo de la ley islámica y basada en la guía divina ya que se desprende directamente de fuentes como el Qur'an y el Sunnah, otros textos que serán explicados en el siguiente párrafo. La traducción literal de Sharia'a al español es: el camino que debe ser seguido. La Sharia'a tiene tal importancia para los musulmanes debido a que esta abarca todos los aspectos de la fe islámica, incluyendo las creencias y las prácticas

cotidianas que deben llevar a cabo los seguidores del Islam. Dentro de la Sharia´a se menciona explícitamente que Allah es el único proveedor de leyes y que el Ummah – la nación del Islam – es simplemente su confidente y seguidora. Es por este principio que el Ummah (el pueblo) mantiene un poder derivado para crear leyes, pero no un poder absoluto para crear leyes prerrogativas. En consecuencia, los musulmanes creen que solamente acogiéndose a la guía de este texto sagrado es como se liberarán de la servidumbre y encontrarán el camino hacia Allah. Es por esto que los fieles de esta religión se ven obligados a no seguir ningún otro camino más que el establecido en su texto sagrado (Iqbal & Mirakhor, An Introduction to Islamic Finance, 2011) (Kettell, 2011).

El Qur´an, por su parte, constituye otro libro crucial para las sociedades islámicas. El Qur´an es definido normalmente como la prueba física de la revelación que hizo Allah al profeta Mohammed. Este es considerado como la guía principal de los musulmanes y como la primera fuente de la Sharia´a. La segunda fuente es el Sunnah, el cual se refiere a las prácticas y explicaciones del Profeta Mohammed de las reglas prescritas por Allah en el Qur´an. La tercera fuente es el Ijma, esta se refiere al consenso de opiniones del Ulema – palabra árabe que nombra al grupo de doctrinarios del Islam. Por último, la cuarta fuente es el Qiyas, lo cual en la ley islámica se entiende como a los entendimientos analógicos aplicados a las deducciones de los principios jurídicos del Qur´an y Sunnah. Es decir, Qiyas sirve como una deducción por parte de los doctrinarios islámicos sobre la ley islámica para poderle adaptar a la vida cotidiana de la comunidad. (Iqbal & Mirakhor, An Introduction to Islamic Finance, 2011).

Es importante mencionar nuevamente lo que se explicó en el punto 1.1 sobre los dos aspectos fundamentales que se destacan en la Sharia´a y que transforman las prácticas económicas islámicas diferenciándoles de una manera sustancial de las prácticas económicas convencionales. El primer aspecto es la prohibición de recolección de Riba. Este término árabe literalmente se refiere a exceso, adición o superávit; mientras que como verbo asociado implica a un incremento, una multiplicación, un exceso, exigir más de lo debido o a la práctica de la usura. (Iqbal & Mirakhor, An Introduction to Islamic Finance, 2011).

Se puede encontrar en el Qur'an varios pasajes que hacen referencia a la prohibición de la Riba. Por ejemplo, en la parte del Qur'an – Al Baqarah S. 275 se menciona lo siguiente:

“S. 275: Aquellos quienes se alimenten de riba no estarán presentes (en el Día de Resurrección) excepto como personas apaleadas por Shaitan (Satán) guiándolos hacia el mal. Esto es debido a que dicen: “El comercio es solo como riba”, sin embargo, Allah ha permitido el comercio y prohibida riba. Así que aquel que reciba una advertencia por parte del Señor y detenga su abastecimiento de riba no será castigado por su pasado; cada caso queda para que Allah lo juzgue; pero cualquiera que retorne (a riba), tales como los pobladores del Infierno - permanecerán ahí”

De acuerdo a la Sharia'a, Riba se refiere técnicamente al “Premium” o valor adicional que tiene que ser pagado por el prestatario al prestamista en conjunto con el monto principal como una condición del préstamo o por una extensión para ampliar el plazo de un préstamo. Existen cuatro características que lo definen: es positivo y acordado antes de su uso, va de acuerdo a un plazo y a un monto de un préstamo, su pago está totalmente garantizando sin darle importancia al objetivo por el cual fue prestado y, como último, el aparato estatal sanciona y hace cumplir su recolección (Askari, Iqbal, & Mirakhor, 2015).

En otras palabras, Riba se refiere a lo que en las prácticas económicas convencionales de occidente se conoce como interés.

El segundo aspecto fundamental que se destaca en la Sharia'a es la prohibición de destinar recursos económicos a actividades que se consideren como haram - término árabe que se traduce como algo prohibido o pecado. Estas actividades son la venta de alcohol, cerdo, pornografía o elementos directamente contrarios a los principios islámicos; tales como gharar – término que se refiere a la incertidumbre – y, Maysir – palabra arábica que significa apuestas (Bellalah, 2013).

En consecuencia, dada la existencia de un conjunto de creencias, principios, prohibiciones y guías para los seguidores del Islam, no es de extrañarse que la práctica economía islámica sea coherente con lo que el Islam requiere. En la economía, el

comercio y las finanzas se deben cumplir con todos los mandamientos y las directrices establecidas. De esta manera la sociedad islámica ha tenido que consolidar instituciones, instrumentos, reglas, reguladores, tipos de contratos y una variedad de características y componentes que permitan satisfacer las necesidades de la economía sin arremeter contra los principios establecidos en sus textos sagrados. En una economía islámica, el Estado está obligado a tomar medidas para no permitir que las fuerzas con intereses de por medio distorsionen el funcionamiento del mercado (Qur'an - Al-Baqarah 2:281). Los expertos en economía islámica y control de aplicabilidad de la Sharia'ah coinciden en que el Estado debe hacer énfasis en cuatro campos de acción para asegurar el correcto funcionamiento de una economía islámica (Ayud, 2007). Estos son:

1. Asegurar el cumplimiento del código de conducta (principios, directrices y creencias) islámico por parte de los individuos mediante la educación y, cuando sea necesario mediante la compulsión.
2. El mantenimiento de buenas condiciones en el mercado para asegurar su correcto funcionamiento.
3. Control en la asignación de recursos y distribución del ingreso afectado por el mecanismo del mercado, guiándolo y regulándolo, así como, si es que es necesario, la intervención y participación directa.
4. Tomar medidas positivas en el campo de la producción y de la formación de capital para acelerar el crecimiento.

1.1.2. Tipos de contratos aceptados en las economías islámicas

Los contratos islámicos son la forma mediante la cual todo el componente cultural y religioso se materializa en la economía. Existen formas determinadas de hacer negocios que son compatibles con los principios mencionados en la sección anterior. Así, se han desarrollado ciertos estándares únicos en el Islam que permiten a la sociedad realizar sus actividades comerciales y financieras. Entre los más utilizados se pueden identificar siete tipos de contratos, los cuales básicamente guían todo tipo de transacción. Brian Kettel en su libro "Introduction to Islamic Banking and Finance" describe los siguientes tipos de contratos islámicos y su funcionamiento:

- **Murabaha:** El contrato Murabaha hace referencia a la venta de bienes con la definición de un margen de beneficio sobre el costo previamente acordado entre las partes. En su sentido original no tiene que ver con finanzas; si es que el vendedor acuerda con el comprador proveerle un bien que tenga cierta ganancia marcada sobre el costo, dicha transacción ya es llamada Murabaha. Es decir, este término se refiere simplemente a una venta. La única característica que lo distingue de otros tipos de ventas es que el vendedor del bien le dice expresamente al comprador cual fue el costo que el incurrió y cuanta ganancia está marcada sobre dicho costo.

No obstante, el uso de este contrato dentro del sistema financiero islámico es muy frecuente, especialmente dentro de la banca islámica. Dentro de este campo se hace uso de dos clases de contrato Murabaha. La primera, cuando un banco islámico compra bienes y los hace disponibles para la venta sin ninguna promesa de compra previa por parte de un consumidor. La segunda se da cuando un banco islámico compra bienes que previamente le fueron requeridos por un consumidor y una vez bajo la posesión del banco, este los vende al consumidor que los solicitó, quien conoce previamente tanto el costo original como la ganancia obtenida por el banco.

Este tipo de transacciones no infringen la ley islámica ya que el banco estaría financiando la compra de un activo por medio de la compra de dicho bien en nombre de su cliente y agregando un valor de ganancia sobre el costo antes de vender el activo a su cliente. El cliente conoce el costo y la diferencia sobre el precio de transacción final o beneficio, así se evita la recolección de riba, dado que se financia y se transfiere un bien físico, no se presta ni se recibe dinero en sí.

- **Mudarabah:** Este tipo de contrato se refiere a un tipo de negocio en el que una parte provee el capital, mientras que la otra parte provee esfuerzo personal y tiempo invertido en dicho negocio. Los beneficios o utilidades del negocio son divididas en proporciones previamente acordadas. En caso de no haber generado ninguna utilidad ambas partes afrontan una pérdida, la parte que provee el capital se ve afectada debido a que habría perdido todo o parte del monto aportado, mientras que la pérdida de la otra parte, en este caso, sería que no obtuvo ninguna utilidad o ganancia por su esfuerzo y tiempo invertido en el

desarrollo del negocio. Aquel que financia es llamado Rab ul Mall y la otra parte Mudarib.

Dentro de la banca islámica este tipo de contrato también puede ser utilizado de dos maneras. La primera forma se presenta cuando el banco islámico actúa de financiero y otra parte como socio administrativo. En este caso las ganancias serían compartidas dependiendo del porcentaje acordado, y si es que no se generan utilidades, el que asumiría la pérdida del capital sería el banco. La segunda, cuando el banco islámico actúa como Mudarib ya que acepta manejar los fondos de sus depositantes, los cuales en esta vez serían Rab ul Mall. De la misma manera, las ganancias serían compartidas acordando un margen previo. Y, en caso de existir pérdida, ésta es asumida por parte de los depositantes a menos que en el proceso haya existido mala conducta, negligencia o violación de las condiciones acordadas por el banco islámico.

Se sostiene firmemente que este tipo de contrato cumple con la ley islámica ya que en la biografía del Profeta Mohammed es probado que antes de sus revelaciones, viajó a Siria como un Mudarib haciendo uso del capital de Khadija, quien después fue su esposa. Este argumento estaría fundamentado como Sunnah (prácticas y explicaciones del Profeta Mohammed).

- **Musharaka:** El contrato de clase Musharaka implica un tipo de sociedad en un negocio y puede ser definido como una asociación en la que dos o más personas combinan ya sea su capital o labor (puede ser en cantidades iguales o equivalentes) de forma conjunta, disfrutando de derechos y obligaciones similares. En este tipo de contrato las ganancias se comparten. Por otra parte, cuando existe pérdida, a diferencia del contrato tipo Mudaraba, ésta se reparte en proporción al capital contribuido. No está permitido por la ley islámica estipular algo contrario en cuanto a las pérdidas. Aquí, cada socio es al mismo tiempo agente y garante del otro.

En lo que refiere a la banca islámica, Musharaka es una forma de asociación entre el banco islámico y sus clientes en donde cada parte contribuye con capital, en cantidades iguales o diferentes, para establecer un nuevo proyecto o involucrarse y compartir uno existente. En este caso cada parte se convierte en dueña del capital sobre una base permanente, es decir para siempre o de forma decreciente, donde eventualmente se reduce su posición. Además, los

beneficios se reparten según la proporción establecida, al igual que las pérdidas, como se expuso anteriormente, son compartidas en proporción al capital contribuido.

Para confirmar que este tipo de contrato cumple con la ley islámica se debe recurrir al Ahdith – término que se hace referencia a dichos árabes tradicionales. La legalidad de este tipo de asociación es evidente en los siguientes dichos o proverbios árabes: “El tercio que te queda se debe compartir” (An-Nisaa 12) este dicho tiene que ver con la herencia, que por más pequeña que sea, deberá ser compartida. Otro dice lo siguiente “verdaderamente son muchos los socios (en el negocio) que se hacen daño uno al otro; este no es el caso de aquellos que creen y basan su trabajo en hechos de justicia” (Saad 24), este último enfatiza la importancia de la justicia, lealtad y bien en los negocios.

- **Ijara:** Este es un término del Fiqh islámico – jurisprudencia islámica. Literalmente significa dar algo a cambio de una renta. Se puede hacer uso de este tipo de contrato en dos situaciones. La primera y la más común se relaciona al uso o usufructo de activos y propiedades. En este caso Ijara significa transferir el usufructo de una propiedad en particular a otra persona a cambio de una renta requerida por él. Se puede comparar este tipo de ijara con lo que en las prácticas occidentales se conoce como arrendamiento o leasing. La segunda situación de ijara es cuando se emplea los servicios de una persona a cambio de un sueldo. En otras palabras, se refiere a los servicios ofrecidos por las personas.

Este tipo de contrato cumple con la ley islámica ya que la Sharia´a permite un cargo fijo sobre activos tangibles frente a los activos financieros porque, al convertir el capital financiero en activos tangibles, el financiero ya ha asumido riesgos para los cuales la compensación es permisible. Este es el elemento clave que hace que este tipo de transacción sea aceptable desde el punto de vista islámico.

- **Istisna´a:** Este término se refiere a un tipo de contrato de venta en el cual el comprador pide al vendedor la manufactura de un producto específico. En la mayoría de casos se hace uso de la materia prima del vendedor y se acuerda un

precio de antemano. Sin embargo, previamente se puede acordar si el vendedor proveerá también la materia prima o solamente la mano de obra.

La palabra Istisna'a es un derivado del término árabe Sina'a, que significa manufactura de un material específico. Este tipo de contrato tiene un uso frecuente dentro del Sistema Financiero Islámico. Se usa cuando un cliente requiere un bien, un equipo, una construcción o un proyecto que necesita ser fabricado o ensamblado, entonces deberá acercarse a un banco para solicitar un contrato Istisna'a para el financiamiento. El banco ofrece la construcción, fabricación o ensamblaje del objeto y luego, después de agregar un margen de ganancia, lo vende al cliente.

No se encuentra un soporte directo en las fuentes de la Sharia'a. para este tipo de contrato. Incluso, la mayoría de escuelas doctrinarias islámicas consideran que esta forma de contratación puede llegar a ser inconsistente con la ley islámica. Solamente una escuela doctrinaria acepta la legalidad de este contrato, la Escuela Hanafi, y esto debido a que de alguna manera existe una necesidad dentro de la sociedad y en la práctica convencional (urf) de tener una forma islámicamente aceptable de financiamiento de proyectos.

- **Salam:** Este tipo de contrato se trata de una transacción en donde el vendedor se responsabiliza de proveer la materia prima a un comprador en una fecha predeterminada a cambio de un precio totalmente pagado al momento de la celebración del acuerdo. En este tipo de venta el precio es pagado en forma total pero la entrega de los bienes es diferida.

Este tipo de contrato también es usado por los bancos del Sistema Financiero Islámico. El banco puede poner en práctica este tipo de acuerdo usando dos contratos Salam. Por ejemplo, el banco podría comprar la materia prima y realizar el pago por adelantado al proveedor una vez acordada la fecha de entrega con el cliente que desea comprar dicha materia prima. Se puede ver que el banco usa un doble contrato Salam, uno con el proveedor y otro con el cliente y así intermedia la transferencia del bien entre estos.

- **Takaful:** Este término árabe se refiere a los seguros islámicos. Es la forma cómo se maneja en las economías islámicas lo que equivaldría a los contratos de seguro en las prácticas convencionales de occidente.

Los seguros islámicos han sido la prueba de la habilidad de las finanzas islámicas de evolucionar e innovar. Durante años ha sido un acto de fe creer que los seguros convencionales no son compatibles con el Islam ya que contiene elementos de gharar (incertidumbre), maisir (apuestas) y riba (interés). Por ejemplo, se ha rechazado fuertemente las prácticas prohibidas como; la inequidad en las primas recibidas o no recibidas por parte de la compañía de seguros, las primas por atraso de pagos resultando en intereses y sobretasas. Sin embargo, durante los últimos veinte años la doctrina islámica ha podido adaptar y desarrollar formas alternativas de aseguramiento.

El seguro como concepto no contradice a las prácticas y requerimientos de la Sharia´a debido a que, en esencia, este sistema emplea el principio islámico de la ayuda mutua. Takaful es un término árabe que significa garantía mutua o en conjunto. La característica principal que permite que el takaful sea libre de gharar (incertidumbre) y maisir (apuestas) es el concepto de tabarru, que significa donación, regalo o contribución. En otras palabras, lo que hace que takaful no contradiga a la ley islámica es que cada participante que necesite protección, debe estar motivado con una intención sincera de donar o contribuir a otro participante que pueda enfrentar dificultades.

Los seguros islámicos son un sistema en donde cada participante aporta a un fondo común el cual es usado para apoyar a otros participantes. Cada participante contribuye montos suficientes para cubrir siniestros esperados. Su objetivo es pagar una pérdida definida de un fondo definido, de esta forma el contrato Takaful hace énfasis en la unidad y cooperación entre sus participantes.

La existencia del takaful se fundamenta en el hadith, o los discursos tradicionales del Profeta Mohammed narrados por sus acompañantes, uno de ellos relata lo siguiente: un día el Profeta vio a un Beduino dejar un camello en medio del desierto; entonces le pregunto al Beduino: “¿Por qué no amarras a tu camello?”. El Beduino respondió: “Pongo mi fe en Allah”. Entonces el profeta prosiguió y dijo: “Primero asegura a tu camello, luego pon tu confianza en Allah”. La doctrina sostiene que lo que el profeta hizo en esta situación fue motivar al Beduino a reducir el riesgo de perder su camello. Se ha documentado que en varios relatos que narran historias del profeta se reconoce que este insistía en tomar acciones que permitan reducir los riesgos.

En esta sección se ha desarrollado el concepto de las finanzas islámicas y su sustento religioso en el Islam. Asimismo, se ha explicado los tipos de contratos más comunes en la práctica económica islámica que dan sustento a toda transacción. A continuación, se habla del sistema financiero islámico, su estructura, características, el tamaño y relevancia del sistema y sus principales actores individuales y regionales.

1.1.3. Directorio de Supervisión de la Sharia´a

Para asegurarse que todas las actividades financieras que se llevan a cabo dentro de la sociedad islámica se encuentren en conformidad con la Sharia´a, es necesaria la creación de directorios religiosos de supervisión dentro de cada banco e institución financiera islámica. Estos son normalmente llamados como Directorio o Comité de Supervisión de la Sharia´a. Este se dedica principalmente a examinar que dentro de contratos, negociaciones y transacciones se estén cumpliendo e implementando las creencias y los principios islámicos (Kettell, 2011). Es decir, cada institución perteneciente al Sistema Financiero islámico tiene la obligación de mantener su propio directorio de supervisión. Se manifiesta que dichos directorios tienen que cubrir tres objetivos en específico:

- asegurarse que los servicios y las facilidades bancarias ofertadas estén en armonía con el Islam;
- garantizar que las inversiones y el involucramiento en proyectos por parte de la institución cumplan con la ley islámica;
- asegurar que la gestión de la institución financiera vaya en conjunto con los valores islámicos.

1.2. El Sistema Financiero Islámico (SFI)

1.2.1. Concepto y desarrollo del sistema financiero islámico

El sistema financiero islámico (SFI) forma parte del sistema financiero global y es el conjunto de instituciones, regulaciones, instrumentos y personas que, conforme a los principios de la práctica económica islámica, buscan canalizar el flujo de dinero en la economía entre prestamistas y prestatarios para transformar el ahorro en inversión.

En el SFI, todos los acuerdos financieros se materializan a través de los tipos de contratos mencionados en la sección anterior con la intención de compartir tanto el riesgo como las posibles ganancias; o en caso de que haya pérdidas, cómo estas serán distribuidas. También se usan derivados de dichos contratos con ciertas adaptaciones que permiten realizar acuerdos y transacciones de grandes cantidades de dinero manteniendo la esencia básica de un contrato islámico. Es por eso que, en este sistema, todos los instrumentos financieros son un derecho de retorno sobre un activo contingente y no existen instrumentos de deuda con una tasa de retorno predeterminada o fija.

Se han identificado diferentes formas de delimitar y cuantificar el SFI, por ejemplo: la totalidad de activos financieros islámicos, la cantidad de instituciones financieras relacionadas a las finanzas islámicas, número de países donde se usan activos financieros islámicos, la cantidad de bancos y activos bancarios islámicos, etc.

Tabla 1: Datos generales del SFI – 2016

	Activos financieros islámicos Millones USD	Inst. Financieras Islámicas	Ventanillas y Bancos Islámicos	Activos de Bancos Islámicos Millones USD	Países donde hay instituciones financieras islámicas	Otras Inst. Financieras Islámicas ¹
SFI	2103542	1329	480	1657087	124	527

Fuente: ICD – Thomson Reuters.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez José.

En la actualidad, más de 1400 instituciones financieras en 124 países participan en el SFI. La industria de los servicios financieros islámicos ha crecido sustancialmente en los últimos veinte años hasta sumar un total de activos USD 21 billones¹ (2.1 trillones) y representar el 1% del sistema financiero global (ICD - Thomson Reuters, 2016).

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), el desarrollo del SFI moderno se debe a dos hechos fundamentales, el primero es el superávit en las balanzas de pagos de los países árabes generado a partir del auge de la explotación petrolera en la región desde 1975. El segundo factor se debe a los cambios sociopolíticos y económicos que

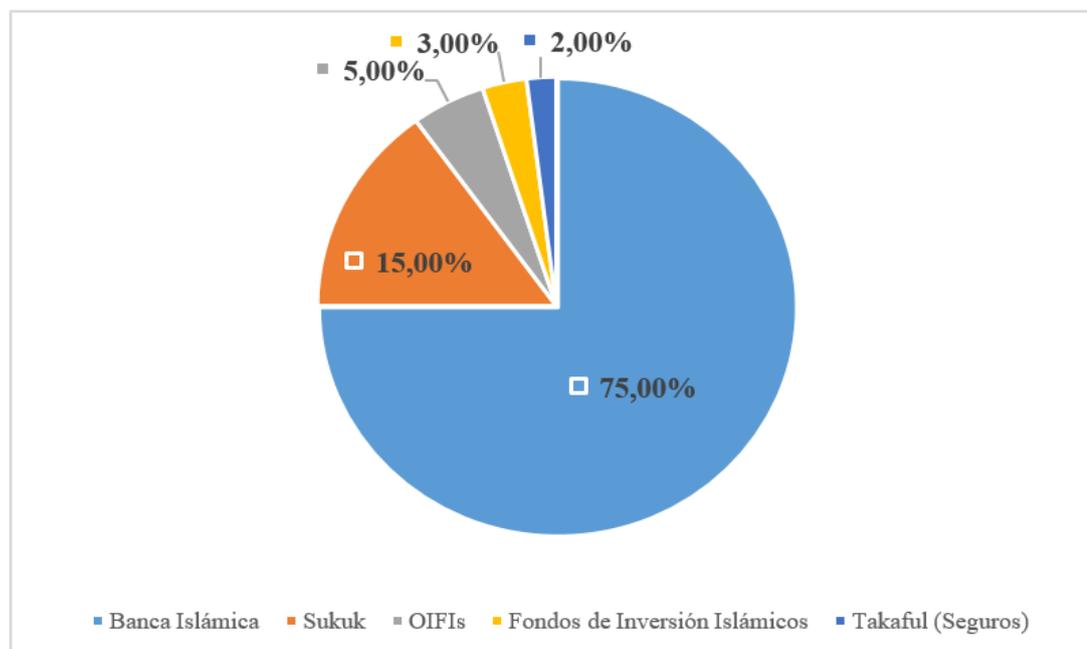
¹ La cifra de billones se entiende como un millón de millones o en su defecto 1657 x mil millones. Se lee uno punto seiscientos cincuenta y siete billones. 1'657.000'000.000 (RAE, 2017).

experimentó la región a causa del nacimiento de una identidad islámica más fuerte desde la creación de la Liga Árabe en 1945, que impulsó el desarrollo de un sistema económico basado en principios morales islámicos. Además, factores externos como la integración de los mercados financieros y la liberalización de movimientos de capital dieron paso a la expansión del sistema financiero islámico (Iqbal, Islamic Financial Systems, 1997).

1.2.2. Estructura y componentes del sistema financiero islámico

El sistema financiero islámico está compuesto por: 1) el sistema bancario islámico, 2) el mercado de Sukuk (a corto y largo plazo), 3) el mercado de seguros islámicos 4) los fondos de inversión islámicos y 5) otras instituciones financieras islámicas especializadas o OIFIs (Banco Central de Malasia, 2013).

Gráfico 1: Composición aproximada del Sistema Financiero Islámico – Total activos 2016



Fuente: ICD – Thomson Reuters.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez José.

La banca islámica es el mayor componente del SFI y maneja aproximadamente el 75% de los activos de todo el sistema, el segundo componente más grande lo conforman en conjunto los activos del mercado de Sukuk que representan el 15% del total de activos y las OIFIs que abarcan el 5% de los activos del SFI. Los fondos de inversión islámicos el 3% y por último los seguros islámicos ocupan el 2% de todo el sistema de acuerdo

a la totalidad de activos. A continuación, se presenta a detalle las características y una breve reseña histórica del desarrollo de cada uno de los componentes del sistema.

1.2.2.1. El sistema bancario islámico

Las instituciones bancarias islámicas son aquellas que basan su funcionamiento, sus prácticas y sus operaciones en principios coránicos. Por lo tanto, los servicios que brindan estas instituciones se diferencian sustancialmente de la banca tradicional, la cual no tiene vínculo alguno con cuestiones religiosas. La banca islámica ofrece servicios que son compatibles con las creencias religiosas del Islam. En concreto, sus servicios no cargan ni ofrecen intereses o riba sobre el capital, al contrario, existe una forma de asociación entre el banco y sus depositantes al igual que entre el banco y otras personas que intervienen en las inversiones realizadas. De esta forma, las ganancias del banco no provienen del diferencial de la tasa activa y pasiva como en la banca tradicional, sino, los beneficios que logra tener el banco provienen del rendimiento que genera el uso que este le da al capital disponible y posteriormente, los depositantes reciben parte de este beneficio en proporción a sus depósitos (Kettell, 2011).

La banca islámica comienza a desarrollarse en Egipto y Malasia en la década de 1960. El primer banco islámico oficial se fundó en Egipto en 1963. Sin embargo, el verdadero despegue de la banca islámica ocurrió a inicios del 2000 y continúa creciendo en la actualidad. La expansión de los servicios bancarios islámicos a comienzos del siglo actual fue impulsada por la constante aparición de nuevos bancos de estas características en toda la región del Medio Oriente y Norte de África (Bellalah, 2013).

Hoy en día, el sistema bancario islámico es el componente más grande del sistema financiero islámico. Los bancos islámicos manejan el 75% de los activos del SFI, aproximadamente USD 1.657 billones a finales de 2016 (Islamic Finance Services Board, 2016).

1.2.2.1.1. Los principios de la banca islámica

De acuerdo con Brian Kettell, los principios que rigen las operaciones de la banca islámica son los siguientes:

- a) **Prohibición de pagos preestablecidos:** prometer o requerir cualquier tipo de tasa, rendimiento o monto fijo sobre sobre el capital inicial de una deuda/préstamo está prohibido.
- b) **Beneficios o pérdidas compartidas:** Los proveedores de fondos (inversionistas) y los que hacen uso de los fondos (emprendedores) comparten el riesgo en proporciones preestablecidas según el tipo de contrato que se esté utilizando. Es decir, el prestamista debe compartir los beneficios o las pérdidas causadas por la empresa, proyecto o beneficiario que hizo uso de los fondos recibidos como préstamo. En términos bancarios, el depositante, el banco y el prestatario comparten el riesgo que supone financiar cierto negocio. Mientras tanto, en la banca tradicional el riesgo no se comparte, el prestatario deberá devolver el capital prestado más el interés establecido sea cual sea el resultado de la actividad para la cual se pidieron los fondos y, del mismo modo, el inversionista deberá recibir su capital más interés acordado sin la necesidad de conocer cuál es el destino de sus fondos.
- c) **Énfasis en la productividad en lugar de la calidad crediticia o solvencia:** El principio de los riesgos compartidos en la banca islámica hacen que el acreedor reciba beneficios solamente en caso de que el uso de los fondos por parte del prestatario haya generado una utilidad. Por esta razón, a los bancos Islámicos no les interesa la solvencia o calidad crediticia del beneficiario que garantice el pago a tiempo del capital más el interés, al contrario, al banco islámico le interesa la productividad del beneficiario y que el uso que éste le dé a los fondos genere beneficios.
- d) **El dinero es únicamente un medio de intercambio:** No se puede crear dinero de la nada, los principios islámicos indican que el dinero sirve para representar el valor de las cosas y facilitar su intercambio, por lo tanto, el dinero no puede generar más dinero por sí solo. Para generar una ganancia se debe asumir un riesgo y éste a la vez deberá ser compartido.
- e) **Prohibición de la incertidumbre:** La especulación se rechaza rotundamente. No se puede fijar un beneficio o preestablecerlo. Por lo tanto, las opciones y los futuros, considerados riesgosos e inciertos, son contratos incompatibles para muchos doctrinarios de la Sharia`a.
- f) **Exclusividad de contratos compatibles con la Sharia`a:** Los bancos islámicos no pueden involucrarse en operaciones contrarias a los principios islámicos que los

rigen. Por lo tanto, solo los contratos compatibles con esta práctica son válidos (Kettell, 2011, p. 35).

1.2.2.2. El mercado de Sukuk

En las finanzas tradicionales, existe el mercado de dinero y el mercado de capital. Los mercados de dinero, son un término utilizado para referirse a mercados donde se negocian instrumentos de corto plazo y de alta liquidez. Por lo general, estos instrumentos son emitidos por bancos, corporaciones y gobiernos para obtener fondos para satisfacer sus necesidades en el corto plazo. Por ejemplo, en los mercados de dinero tradicionales se negocian instrumentos de cupón cero que maduran en menos de un año, como las notas del tesoro de Estados Unidos o certificados de depósito. El segundo componente son los mercados de capital, tradicionalmente se dividen en el mercado de deuda (bonos y obligaciones que maduran en un plazo mayor a un año) y el mercado de acciones.

Sin embargo, dada la prohibición de intereses, el SFI está libre de un mercado que se asemeje puramente al mercado de deuda tal como se lo concibe en los sistemas financieros tradicionales.

Por lo tanto, para describir el SFI de una manera más adecuada, la mayoría de autores coinciden en que es necesario considerar el mercado de Sukuk a corto y largo plazo como un solo componente del SFI, dado que el mercado de Sukuk engloba la totalidad del mercado de dinero y el 98% del mercado de capital del sistema. En cambio, el mercado de acciones islámicas representa el 1.32% de activos de todo el sistema y no se lo incluye en lo que en términos tradicionales sería el mercado de capital (ICD - Thomson Reuters, 2014). Al contrario, una proporción muy significativa de los activos del mercado de acciones islámicas pertenecen a los fondos de inversión islámicos, motivo por el cual se clasifica a las acciones dentro de esta categoría (fondos de inversión islámicos), se elimina la clasificación de mercados de dinero y capital y se hace referencia únicamente al mercado de Sukuk de largo y corto plazo.

1.2.2.2.1. Mercado de Sukuk de corto plazo

Estos mercados se desarrollaron en el SFI gracias a la iniciativa de los gobiernos que comenzaron a emitir certificados a corto plazo negociados a descuento que cumplan

con los principios del Islam y así hacer frente a las necesidades de liquidez del creciente sistema bancario islámico. Los primeros instrumentos de este tipo fueron emitidos en 1983 por el gobierno de Malasia con el nombre de Certificados de Inversión Gubernamentales (Government Investment Certificates). Poco a poco se sumaron a esta práctica más bancos centrales de la región. Posteriormente, se comenzó a trabajar en la estructura legal que luego permitiría la generación de instrumentos de largo plazo, así como también el desarrollo de la renta variable compatible con los principios de la Sharia'a (Sam R, 2005).

En 2016, el total de activos negociados en el mercado de Sukuk de corto plazo, similar a los mercados de dinero tradicionales, alcanzaron 1 billón de dólares estadounidenses y representaron el 1.23% del total de los activos del SFI (Islamic Finance Services Board, 2016).

1.2.2.2. El Mercado de Sukuk a largo plazo

Se considera largo plazo al Sukuk con vencimiento superior a un año. Este es el segundo elemento más grande del SFI y representa aproximadamente el 15% de los activos de todo el sistema y alcanzan los USD 325.000 millones en 2016 (Islamic Finance Services Board, 2016).

El mercado de Sukuk ha experimentado una expansión importante desde el año 2000, impulsado principalmente por la creciente comercialización de estos instrumentos a nivel global. En efecto, el análisis de estos instrumentos y su desarrollo en mercados internacionales es el objetivo principal de éste estudio por lo que sus características y funcionamiento se detallan en la siguiente sección.

1.2.2.3. Los seguros islámicos – Takaful

La aparición de la industria de seguros en el SFI tuvo lugar gracias al desarrollo de la banca islámica y la necesidad de cubrir los riesgos que se generaron en el sistema. Antes del nacimiento de esta clase de seguros, individuos, consumidores y negocios, consideraban que el sistema clásico de seguros atentaba contra los principios del Islam debido al cobro de intereses.

Como se detalló anteriormente el término Takaful constituye uno de los tipos de contrato islámico y significa ayuda mutua o garantía mutua y a diferencia del sistema

común de seguros, donde el riesgo se transfiere del asegurado al asegurador a cambio del pago de una prima, los seguros islámicos son básicamente fondos donde se comparte el riesgo. En el sistema de seguros islámico, cada participante que necesita protección frente algún riesgo, debe estar dispuesto a donar una parte de su dinero que será usado para ayudar a quien lo requiera. Entonces, se contribuye en fondos llamados Takaful los cuales son administrados por los mismos participantes y su objetivo no es el lucro sino la cobertura de los riesgos en los que puedan incurrir los mismos participantes (Kettell, 2011).

A 2016, el total de activos de los fondos Takaful alcanzan los USD 40.000 millones, lo que representa el 2% del total de activos del SFI en 2016 (ICD - Thomson Reuters, 2016). Si bien esta clase de seguros tiene una aplicación limitada y el número de instituciones que ofrecen estos servicios es reducido, es un componente importante para el desarrollo de todo el SFI.

1.2.2.4. Las OIFIs: Otras Instituciones Financieras Islámicas

Las OIFIs o Instituciones Financieras Islámicas no bancarias, son aquellas organizaciones que se encargan ya sea de intermediar, proveer información o regular el flujo de fondos en la economía. Por lo general, son instituciones especializadas, por ejemplo; casas de valores, compañías de venture capital², reguladores de mercado domésticos e internacionales, calificadoras de riesgo, bienes raíces, instituciones encargadas de fomentar el desarrollo de las finanzas islámicas, etc. (Ayud, 2007).

Las OIFIs pueden ser públicas o privadas y a 2016 manejan el 5% de los activos del SFI. Entre las más importantes del sistema se pueden mencionar a las siguientes: Las bolsas de valores más importantes del sistema; Bursa Malasia, Abu Dabi Stock Exchange, NASDAQ Dubái, Bahrein Bourse y Egyptian Exchange. Los reguladores domésticos e internacionales tales como; el IFSB o Directorio Supervisor de las Finanzas Islámicas (Islamic Finance Supervisory Board) o el IIFM Mercado Internacional de Finanzas Islámicas (International Islamic Financial Market), etc. Además, se puede mencionar el rol de organismos multilaterales ligados al Banco de Desarrollo Islámico, que cumplen papeles de generación de información, fomento del

² Son instituciones encargadas de conseguir fondos para proyectos nuevos o Startups, estos fondos se conocen como Venture Capital o Capital de Riesgo, ya que van dirigidos a proyectos de alto riesgo (EIB, 2013).

desarrollo de las finanzas islámicas y en algunos casos regulación (El-Hawary, Grais, & Iqbal, 2004) .

1.2.2.5. Los fondos de inversión islámicos

Los fondos de inversión islámicos funcionan de una forma muy parecida a los fondos de inversión comunes, con la excepción de que sus inversiones están encaminadas únicamente a activos compatibles con la Sharia'ah o en inglés Sharia'ah Compliant Assets. Los fondos son administrados por una entidad especializada que se encarga de invertir el dinero de sus clientes en un portafolio de activos islámicos con objetivos tanto al corto como al largo plazo (Ayud, 2007).

Los fondos de inversión islámicos abarcan el 3% del total de activos del sistema financiero islámico. El 44% de los activos que son administrados por los fondos de inversión islámicos corresponde a las acciones islámicas, el 39% a los mercados de dinero (Sukuk de corto plazo), el 7% en Sukuk de largo plazo, 4% en bienes raíces y 6% en otros activos (ICD - Thomson Reuters, 2014).

1.2.3. Los principales actores del sistema

En la sección anterior se describieron las características, funcionamiento y estructura del sistema financiero islámico en su totalidad, es decir, se ha hecho referencia al SFI como un conjunto global de activos islámicos. Sin embargo, existen sub sistemas financieros islámicos que componen el SFI global. Esto se debe a que ciertos países han desarrollado un sistema financiero interno que es únicamente islámico, mientras que otros países como Malasia, tienen un sistema financiero interno dual; convencional e islámico. Y en otros casos donde el sistema principal es convencional y existe un ligero desarrollo de los activos financieros islámicos. A continuación, se analizan los subsistemas financieros islámicos más importantes y el desarrollo que han alcanzado en cada jurisdicción.

Para medir la evolución y definir los principales actores del SFI se utilizará el Indicador de Desarrollo de Finanzas Islámicas – IFDI (Islamic Finance Development Indicator). La Corporación Islámica para el Desarrollo - ICD en inglés - y la empresa Thomson Reuters han desarrollado de forma conjunta el IFDI. La ICD es parte del

grupo del Banco Islámico de Desarrollo y Thomson Reuters es una de las principales bases de datos y proveedores de información financiera islámica.

El IFDI abarca cinco dimensiones clave para medir el desarrollo del SFI global y cada uno de los países que lo componen, estas son: desarrollo cuantitativo, conocimiento, gobernabilidad, responsabilidad social corporativa y por último la conciencia situacional o awareness³.

En el siguiente gráfico, se observa la estructura del indicador y sus componentes. Existe un valor global y subniveles, siendo estos el nivel país, nivel indicador y nivel de valores métricos. El índice se construye desde abajo hacia arriba, primero se obtienen los valores métricos. Es necesario mencionar que los valores métricos asignados se ponderan en base a un coeficiente de racionalización, este coeficiente ajusta la escala de los valores en base a tres parámetros, el PIB, la población y el total de activos bancarios de cada país.

Por ejemplo, la media de los sub indicadores obtenidos de bancos, fondos de inversión, Sukuk y más constituye el valor indicador “Desarrollo Cuantitativo”. Posteriormente, la media aritmética de las cinco dimensiones o indicadores constituyen el indicador nivel país. Por último, la media aritmética de todos los indicadores nivel país forma el indicador global. (IFG IFDI Team, 2015).

³ El awareness es un término publicitario que denota el conocimiento, percepción o recuerdo de una marca o mensaje, en este caso se refiere a la conciencia en base a las finanzas islámicas (Reinhardt, Mletzko, B. Sloep, & Drachsler, 2015).

Gráfico 2: Metodología de cálculo del indicador IFDI



Fuente: ICD-Thomson Reuters IFDI Rulebook.
 Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

Para esta investigación se ha considerado que el IFDI es la mejor forma de medir el desarrollo del SFI global y al mismo tiempo determinar quienes son los principales actores del sistema. Se ha decidido usar este indicador debido a que mide diferentes categorías y no solo se enfoca en la cantidad o el valor de los activos financieros islámicos de uno u otro país, al contrario, el acercamiento holístico del IFDI permite tener una mejor percepción de los actores del SFI.

En 2016, el IFDI asignó un valor a 124 países, sin embargo, el 80% del valor total del indicador corresponde a tan solo 25 países. Se puede inferir por lo tanto, que aproximadamente el 80% del SFI es manejado por 25 países, tal como se aprecia en la siguiente tabla.

Tabla 2: Actores del Sistema Financiero Islámico registrados en el IFDI

Puesto	País	Indicador País 2016	Representatividad Global	Cuantitativo	Conocimiento	Respons. Social Corporativa	Gobernabilidad	Awarenes	Región
1	Malasia	123.38	11.27%	78	200	43	88	208	Sudeste de Asia
2	Bahrein	86.92	7.94%	26	54	56	103	195	Consejo de Cooperación del Golfo
3	Emiratos Árabes Unidos	66.35	6.06%	21	39	47	63	162	Consejo de Cooperación del Golfo
4	Omán	52.72	4.82%	8	25	54	61	116	Consejo de Cooperación del Golfo
5	Arabia Saudita	46.67	4.26%	36	26	102	34	36	Consejo de Cooperación del Golfo
6	Pakistán	46.16	4.22%	19	41	22	67	82	Sur de Asia
7	Kuwait	44.70	4.08%	34	18	41	65	65	Consejo de Cooperación del Golfo
8	Jordán	42.43	3.88%	13	69	49	36	45	Otros Medio Oriente y Norte África
9	Qatar	38.90	3.55%	21	15	47	47	64	Consejo de Cooperación del Golfo
10	Indonesia	28.39	2.59%	14	29	23	62	13	Sudeste de Asia
11	Sudán	25.96	2.37%	17	11	16	65	20	Otros Medio Oriente y Norte África
12	Maldivas	24.59	2.25%	10	12	24	53	25	Sur de Asia
13	Sri Lanka	23.92	2.18%	7	19	36	24	34	Sur de Asia
14	Brunei Darussalam	22.76	2.08%	6	22	31	44	10	Sudeste de Asia
15	Palestina	22.62	2.07%	16	11	52	16	17	Otros Medio Oriente y Norte África
16	Bangladesh	21.19	1.94%	14	15	27	44	5	Sur de Asia
17	Túnez	19.88	1.82%	6	61	0	8	25	Otros Medio Oriente y Norte África
18	Sudáfrica	19.67	1.80%	6	3	65	19	6	África Subsahariana
19	Irán	19.01	1.74%	44	15	0	28	8	Otros Medio Oriente y Norte África
20	Singapur	18.47	1.69%	3	3	35	39	12	Sudeste de Asia
21	Sirria	18.39	1.68%	18	7	12	45	10	Otros Medio Oriente y Norte África
22	Reino Unido	14.54	1.33%	3	12	18	33	7	Europa
23	Egipto	14.18	1.30%	9	9	10	26	16	Otros Medio Oriente y Norte África
24	Yemen	13.53	1.24%	3	8	27	19	11	Otros Medio Oriente y Norte África
25	Turquía	13.17	1.20%	5	7	18	15	20	Europa
26	Los demás	226.20	20.7%	95	211	26	302	497	

Fuente: ICD-Thomson Reuters IFDI Rulebook.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

Como se puede evidenciar, Malasia es sin duda el sistema financiero islámico doméstico más importante del SFI global, en la última década este país se ha convertido no solo en un actor clave de las finanzas islámicas sino en un centro financiero internacional de renombre. El segundo país en el índice es Bahrein, no tanto por sus indicadores cuantitativos sino por importantes niveles de gobernabilidad en las finanzas islámicas, los directorios de supervisión de la Sharia y los sistemas de control en este país. Éste último considerado como uno de los más desarrollados, estrictos y eficientes. El tercer país es Emiratos Árabes Unidos, un importante centro financiero global caracterizado por el awareness e inclinación hacia las finanzas islámicas. Continúan con la lista Omán, Arabia Saudita, Pakistán, Kuwait, Jordán, Qatar, Indonesia, Sudán, Maldivas, Sri Lanka, Brunei Darussalam, Palestina, Bangladesh, Túnez, Sudáfrica, Irán, Singapur, Siria, Reino Unido, Egipto, Yemen y Turquía.

Se ve que de los 25 actores más importantes del sistema, la gran parte se encuentran en la zona del Golfo Pérsico y Medio Oriente, al igual que en otras regiones donde predomina el Islám como son el sudeste de Asia y el norte de África. La excepción de esta lista es Reino Unido y Sudáfrica, si bien son un tanto lejanos a la práctica económica islámica se han caracterizado por su importancia para la evolución de las finanzas islámicas y el SFI.

Para analizar la relevancia que tiene cada región en el SFI se ha obtenido datos de cada país parte del IFDI desde 2013 hasta 2016. Posteriormente, se ha clasificado a cada país en divisiones regionales. Para obtener el valor de cada región, primero se suman los valores de cada país miembro de la región y se divide el resultado para el número de países que la conforman. Por último, se saca el promedio de los 4 años analizados para asignar un valor regional promedio, con el que se pretende explicar la importancia de cada región en el SFI.

La primera categoría la conforman los países miembros del Consejo de Cooperación para los Estados Árabes del Golfo; Baréin, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudita y los Emiratos Árabes Unidos, quienes como bloque, representan más del 46% del sistema financiero islámico en base a valores del IFDI. La segunda región más importante es el sudeste asiático, conducida principalmente por Malasia. El sudeste asiático concentra en

promedio el 18.48% del sistema. Le sigue el sur de Asia con el 14.89% y luego la región del Medio Oriente y Norte de África (excluyendo los países miembros del CCG⁴) con 12.24% de participación promedio del IFDI. Claramente, el sistema financiero islámico se concentra en las cuatro regiones mencionadas anteriormente, sin embargo, otras regiones como África Subsahariana, demás países de Asia, Europa, América del Norte y América Latina, también son actores de menor relevancia en el SFI. La siguiente tabla ilustra la importancia de cada región como componente del IFDI.

Tabla 3: Distribución geográfica de participantes del IFDI

Región	Participación Promedio 2013-2016	Promedio IFDI 2013-2016	Países	Valor IFDI 2013	Valor IFDI 2014	Valor IFDI 2015	Valor IFDI 2016	Tendencia 2013-2016
Consejo de Cooperación del Golfo	46.05%	49.65	6	33.90	50.98	57.69	56.04	
Sudeste de Asia	18.48%	19.93	9	16.93	18.27	22.02	22.49	
Sur de Asia	14.89%	16.06	7	12.58	13.73	19.13	18.78	
Otros Medio Oriente y Norte África	12.24%	13.20	14	11.70	13.29	12.46	15.33	
África Subsahariana	3.08%	3.32	32	3.47	2.71	3.31	3.80	
Otros Países de Asia	2.52%	2.71	13	3.58	2.46	2.10	2.71	
Europa	1.57%	1.69	32	1.55	1.79	1.85	1.57	
América del Norte	0.70%	0.75	3	0.55	0.86	0.87	0.72	
América Latina y Caribe	0.47%	0.51	8	1.37	0.46	0.10	0.10	
TOTAL			124					

Fuente: ICD-Thomson Reuters IFDI 2013, 2014, 2015 y 2016.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

1.3. El Sukuk: Generalidades y Funcionamiento

Los Sukuk son certificados de deuda islámica emitidos por un prestatario y en propiedad de los prestamistas. La palabra Sukuk es el plural de sakk que significa certificado. Es un certificado de propiedad de un activo que el prestatario otorga al prestamista como prueba de posesión de dicho activo. Los Sukuk son acuerdos de financiamiento o contratos de deuda válidos por un tiempo determinado. Estos acuerdos otorgan al prestamista un derecho de posesión de una fracción de un conjunto de activos que tienen la capacidad de generar ingresos. Sin embargo, el prestamista no goza de ningún tipo de control

⁴ CCG hace referencia al Consejo de Cooperación para los Estados Árabes del Golfo, una organización antiguamente conocida como el Consejo de Cooperación del Golfo Pérsico.

administrativo sobre el proyecto financiado o los activos transferidos (Ariff, Safari, & Mohamad, 2014).

Las emisiones del prestatario son certificados respaldados por activos (Asset-Backed-Securities). Posteriormente, los certificados (Sukuk) son transferidos a una Entidad con Propósito Especial (Special-Purpose-Company, SPC), que puede ser propiedad de los prestamistas, de los prestatarios o de forma conjunta. Finalmente, la devolución del capital prestado proviene del rendimiento de los activos transferidos a la entidad de propósito especial SPC.

Por lo tanto, los Sukuk son instrumentos financieros de deuda que requieren la transferencia de activos a una entidad separada, los inversionistas poseen estos activos de forma proporcional y gozan de los beneficios que estos activos sean capaces de generar en el tiempo de validez del contrato.

1.3.1. Reseña histórica

Varios documentos históricos confirman el uso de sakk durante los primeros califatos islámicos. La sociedad musulmana durante el periodo pre-moderno usaba Sukuk como documentos que representaban obligaciones financieras provenientes de varias actividades comerciales (Adam & Thomas, 2005). Durante las épocas iniciales del desarrollo teórico y legal que dio sustento al SFI, los instrumentos escritos de crédito ya fueron una práctica común. Dichos instrumentos se pueden encontrar en documentos genizah; así se llama a un lugar de almacenamiento dentro de las mezquitas que se usa para colocar documentos que no pueden ser tirados a la basura ya que tiene el nombre de Allah escrito dentro de ellos. Documentos almacenados en el Genizah del Cairo contienen fragmentos que indican la existencia del sakk durante el siglo XII e.c.⁵ y aquel certificado era muy similar a la forma de un cheque moderno. Resaltaba la suma a ser pagada, el nombre del beneficiario, la fecha y el nombre de quien lo emitía (Udovitch, 1979).

⁵ E.C. (Era Común) es una manera alternativa para mencionar lo que comúnmente se conoce como D.C. (Después de Cristo). Muchos autores musulmanes o de otras creencias que no sean católicas hacen uso de este término ya que se argumenta que el otro tiene un matiz religioso (RAE, 2017).

1.3.2. Origen de la estructura del Sukuk

Los autores Mohamed Ariffm, Meysam Safari y Shamsheer Mohamad en su libro “Instrumentos financieros Sukuk: nuevas formas de contratos de deuda” hacen una clara descripción sobre del origen de estos títulos valores. A continuación se detallan los elementos más importantes.

Varias investigaciones realizadas en la región del Mediterráneo, una zona marcada por su afluencia cultural, revelan la existencia de documentos que certifican préstamos realizados con el motivo de financiar un proyecto productivo. Curiosamente, estos préstamos explícitamente indicaban una cláusula de distribución de beneficios y mutua exposición al riesgo entre las partes. Entonces, la regla general giraba en torno a que el préstamo era otorgado solamente si es que el prestatario era poseedor de activos o iba a adquirir algún activo como resultado del financiamiento.

El nacimiento del Sukuk como tal, es un elemento instaurado por los doctrinarios de la ley islámica del Imperio Turco con el fin de recaudar financiamiento público cuando el emperador pidió conseguir grandes sumas de dinero para afrontar los gastos de la reconstrucción del imperio luego de haber sido devastado por las cinco grandes cruzadas que culminaron en el año 1258 e.c. Este hecho constituyó el inicio de una forma de recaudación de fondos que cumplía con la ética islámica. Esta forma de financiamiento difería considerablemente de otras prácticas cristianas del momento, basadas en leyes babilónicas y greco-romanas.

1.3.3. Estructura y funcionamiento de los diferentes tipos de Sukuk

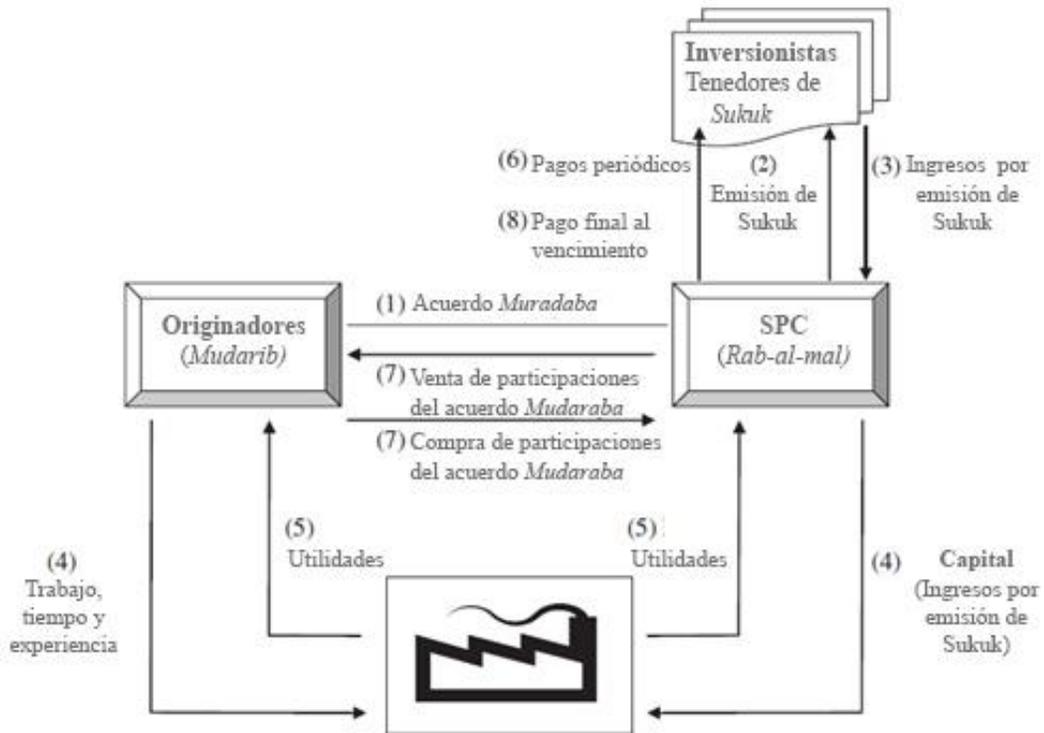
Existen principalmente seis clases de títulos valores Sukuk. Se los diferencia por los tipos de contratación bajo los cuales han sido estructurados. Estos son; mudarabah, musharakah, murabah, ijarah, salam e istista. Todas estas formas de Sukuk se relacionan directamente a las explicaciones realizadas anteriormente de estos contratos que son utilizados en la sociedad islámica, con la única diferencia que, en este caso, su forma de contratación es aplicada a los Sukuk.

1.3.3.1. Sukuk Mudarabah

Esta forma de Sukuk está estructurada en base al tipo de contrato mudarabah, lo cual, como se explicó anteriormente, es una forma de asociación en la que una parte provee el capital (Rab ul Mall) y la otra esfuerzo personal y tiempo (Mudarib). Dentro de esta estructura, todo comienza con el requerimiento de financiamiento por parte del originador y representa el mudarib ya que luego proveerá su esfuerzo y tiempo. El originador crea una Entidad con Propósito Especial (Special-Purpose-Company, SPC) y establece un contrato mudarabah con esta SPC. En este caso, el originador y la SPC son los socios dentro del contrato donde el originador actúa como el socio administrador. Como socio administrador, el mudarib provee su esfuerzo y tiempo personal mientras que la SPC actúa como el socio silencioso que provee la inversión financiera; es decir, sería el Rab ul Mall del contrato.

Posteriormente, la SPC emite certificados (Sukuk) a inversionistas o tenedores de Sukuk y la suma obtenida por esta emisión es utilizada como el aporte de capital que se invierte en activos que proporcionaran cierto rendimiento. El originador provee su tiempo, experticia y labor en dichos activos. Es así que, el rendimiento que otorguen dichos activos será repartido proporcionalmente entre el originador y la SPC. La SPC es la encargada de dirigir dichos ingresos, de forma proporcional, a los tenedores de Sukuk según un margen acordado previamente. De esta manera, la SPC realiza pagos periódicos a los tenedores de Sukuk hasta que el certificado llegué a su madurez y se deba hacer el correspondiente reembolso. Cabe mencionar que antes de hacer dicho reembolso, la SPC vende su parte de los activos al originador al llegar a la madurez del contrato.

Gráfico 3: Diagrama de funcionamiento del Sukuk Mudarabah



Fuente: Ariff, Safari, & Mohamad, 2014.
 Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

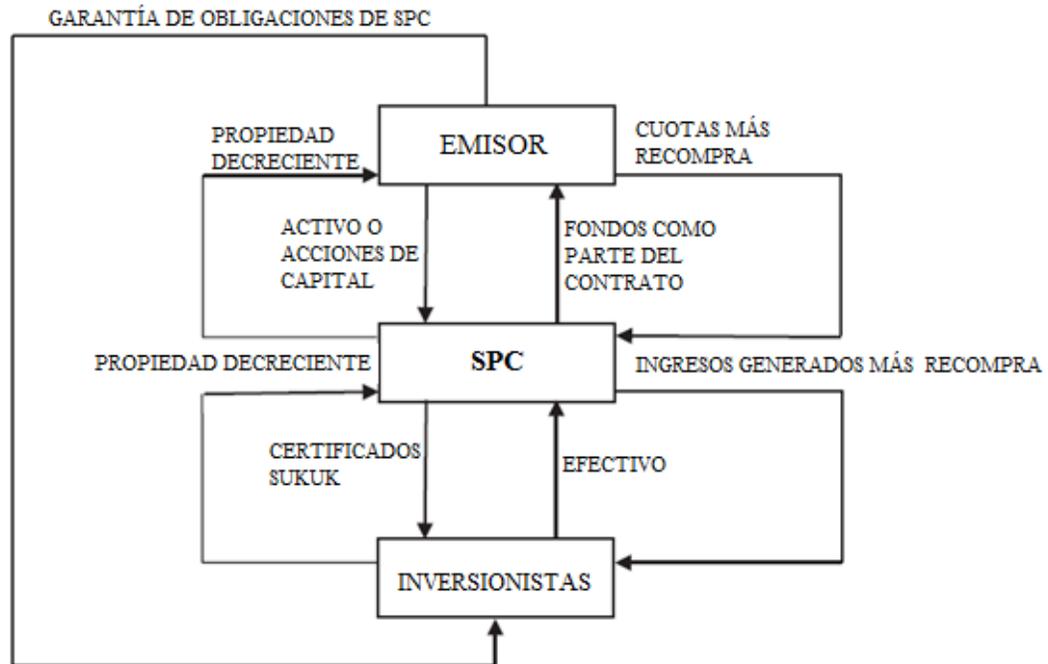
1.3.3.2. Sukuk Musharakah

Lo que diferencia en esencia a este tipo de contrato es que dos o más partes tienen la libertad de aportar ya sea su capital o labor. Este tipo de contrato de financiamiento de capital requiere que los porcentajes de ganancia y el tiempo que va a durar dicha asociación sean acordados previamente. De igual manera, si es que existen pérdidas, estas serán compartidas según la proporción del capital aportado, a menos que se pruebe negligencia por una de las partes.

Existe una variedad de formas de emisión de Sukuk basados en esta clase de contrato, sin embargo, el llamado musharakah decreciente (*diminishing musharakah*) es el que más se ha utilizado los últimos años. En este caso existe una parte llamada el emisor (quien en el anterior caso sería el originador) y otra parte que serían los inversionistas. Ambas partes

establecen un SPC que pueda administrar el Sukuk. Para hacer que esto sea un Sukuk musharakah decreciente, el emisor debe transferir la propiedad de algún activo a la SPC para así poder iniciar el acuerdo de asociación entre las partes. Por otra parte, los inversionistas entran al acuerdo por medio de una provisión de efectivo. De esta manera se forma dicha asociación, convirtiendo a ambas partes como propietarias de la SPC. Sin embargo, el porcentaje de propiedad de los inversionistas va decreciendo periódicamente ya que el emisor paga cuotas cada cierto tiempo a los inversionistas para de esta manera recomprar las acciones respectivas del activo. Dichas cuotas más los ingresos generados por el activo constituyen el flujo de caja de los tenedores de sukuk (Inversionistas).

Gráfico 4: Diagrama de funcionamiento del Sukuk Musharakah



Fuente: Ariff, Safari, & Mohamad, 2014.
 Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

1.3.3.3. Sukuk Murabaha

Como se mencionó anteriormente, los contratos murabaha cubren el proceso de compra, adquisición o importación de un bien por una de las partes (principalmente un banco islámico) para luego revender dicho bien a otra parte. El monto adicional al costo original constituye el margen de ganancia para la primera parte (banco islámico). Este tipo de

contratos son usados principalmente en el comercio internacional y financiamiento para capital de trabajo en circunstancias en las que el banco compra materia prima, bienes o equipamiento para luego venderle a su cliente. Un punto importante es que dentro de este contrato la propiedad del activo la mantiene el banco hasta que se hayan completado los pagos.

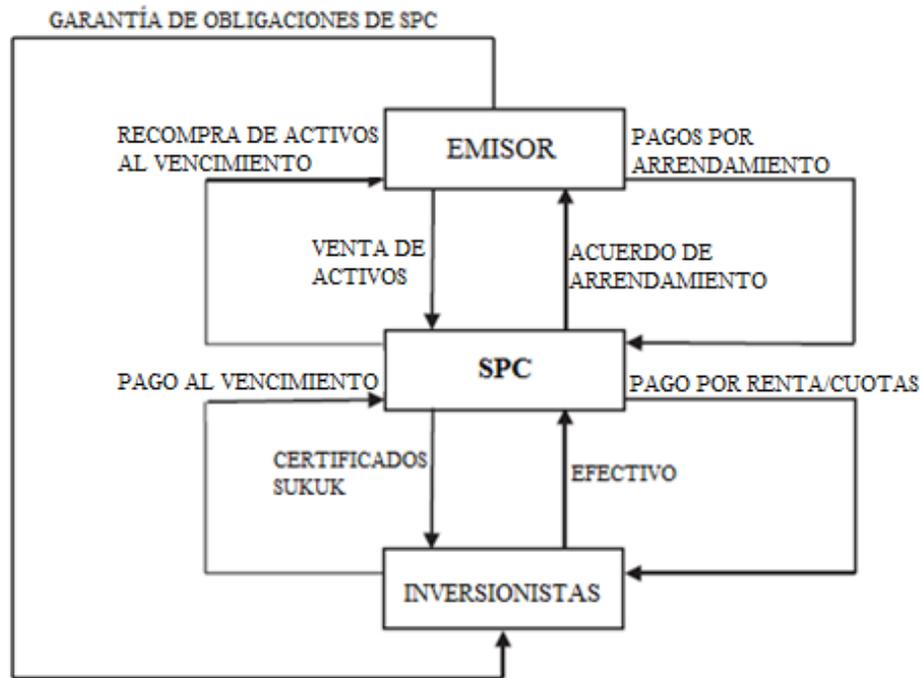
En el caso del Sukuk murabaha, se establece una SPC entre las partes. La SPC puede usar el capital recolectado de los inversionistas, quienes se hacen tenedores de los Sukuk emitidos, para comprar un activo y luego venderlo a la otra parte quien tiene la obligación de comprarlo a un precio que incluye el costo original más una ganancia marcada previamente acordada. El comprador realiza pagos diferidos a los inversionistas. Esta transacción es hecha por medio de la SPC.

1.3.3.4. Sukuk Ijarah

Ijarah es la recompensa o ingresos que proceden de un contrato de renta entre dos partes en el que el arrendador (propietario de un activo) arrienda el activo a un arrendatario (usuario del activo). Para poder emitir Sukuk ijarah, el originador (quien en primera instancia es dueño de los activos) vende los activos a una SPC, la cual típicamente está constituida en un paraíso fiscal offshore. La SPC arrienda de vuelta los activos al emisor a un precio de renta previamente acordado, y luego la SPC securitiza⁶ la propiedad de dichos activos por medio de una emisión de certificados Sukuk para que inversionistas los adquieran. Estos certificados Sukuk representan una parte de la propiedad sobre los activos, lo cual permite que los tenedores de los certificados reciban una parte de los pagos de renta por los activos subyacentes. Debido a que estos certificados representan la propiedad sobre activos reales, estos pueden ser comercializados en el mercado secundario. El rol que cumple la SPC al conducir Sukuk ijarah es prácticamente la gestión del flujo de efectivo, particularmente recibiendo rentas periódicas y cuotas por parte del originador para luego ser distribuidas hacia los tenedores de Sukuk. La SPC termina su rol el momento en el que los certificados llegan a su madurez.

⁶ Securitizar es un término adoptado del inglés “*securitize*” que significa titularizar, es decir, crear un instrumento financiero en base a uno o una serie de activos (Gallant, 2017).

Gráfico 5: Diagrama de funcionamiento del Sukuk Ijarah



Fuente: Ariff, Safari, & Mohamad, 2014.
Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

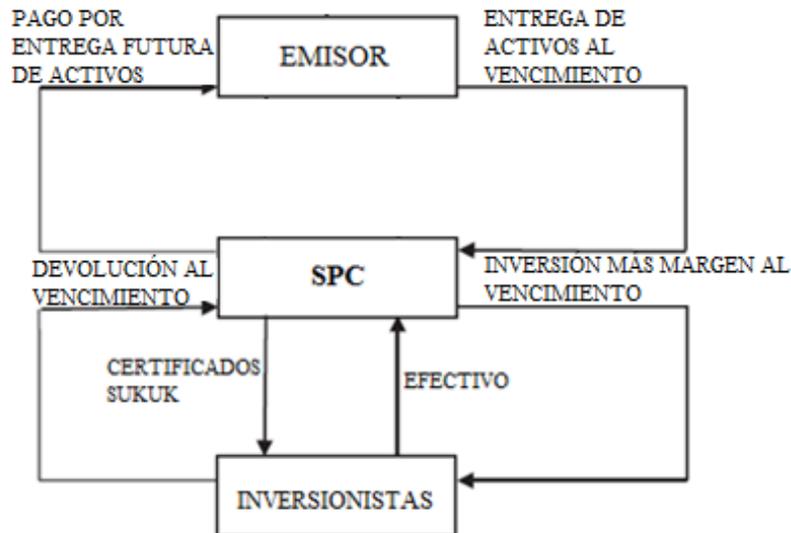
1.3.3.5. Sukuk Salam

Salam se refiere a una transacción en la que el vendedor promete otorgar un activo o materia prima específica al comprador en una fecha futura a cambio de un pago adelantando del precio de dicho activo. El pago debe ser por el monto total.

Para poder emitir Sukuk salam, una SPC sin fines de lucro debe ser constituida como una entidad legal separada por la duración del Sukuk para que esta pueda administrar el flujo de pagos entre el emisor y los inversionistas, al igual, para que esta mantenga el título de propiedad de los activos subyacentes. Para iniciar, el emisor transfiere el título de propiedad de los activos a la SPC, la cual en consecuencia emite certificados de participación para estos sean adquiridos por inversionistas. El Sukuk salam representa un derecho indivisible sobre una parte del activo. Para poder adquirir un certificado, el

inversionista debe realizar un pago previo, lo cual le da el derecho a un reembolso futuro de la inversión más un margen fijo previamente acordado.

Gráfico 6: Diagrama de funcionamiento del Sukuk Salam



Fuente: Ariff, Safari, & Mohamad, 2014.
Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

1.3.3.6. Sukuk Istisna

Istisna al ser un contrato que comisiona la manufactura del producto, es el método apropiado para financiar el capital de trabajo en el sector manufacturero y de construcción (Ariff, Safari, & Mohamad, 2014). Este permite que una parte obtenga bienes industriales ya sea con pago de efectivo avanzado y entrega diferida o pago y entrega diferida.

El Sukuk Istisna también se ha convertido la forma contractual para financiar proyectos de construcción. Para poder emitir este tipo de Sukuk, se debe crear un contrato istisna paralelo entre el financista y la persona que sub-contrata el proyecto. El comisionado del proyecto provee especificaciones técnicas, financieras y administrativas al financiero, quien luego debe encontrar el mejor subcontratista para la ejecución del proyecto. La información requerida en la oferta incluye una propuesta para vender las partes terminadas del proyecto a lo largo del tiempo y el monto de los de los pagos previstos. Este flujo de ingresos, que se basa en los ingresos de las cuotas previstas para un periodo determinado, puede utilizarse para emitir los certificados.

Este término se refiere a un tipo de contrato de venta en el cual el comprador pide a al vendedor la manufactura de un producto en específico. En la mayoría de casos se hace uso de la materia prima del vendedor y se acuerda un precio de antemano. Sin embargo, previamente se puede acordar si el vendedor proveerá también la materia prima o solamente la mano de obra. Sin embargo, como estos certificados no tienen como base un activo tangible existente en el momento que se celebra y solamente están representando una obligación de deuda, no pueden ser comercializados en el mercado secundario a descuento. El Sukuk istisna podrá solamente intercambiarse por su valor nominal o ser utilizado para comprar bienes o servicios cuyo precio sea igual al valor nominal del certificado.

Como se mencionó anteriormente, el dueño del capital paga en anticipo por un proyecto que va ser completado en un futuro. El dueño del capital (tenedores de Sukuk) se beneficia por la diferencia ente el monto pagado por adelantado y el precio de mercado con el que cuenta el proyecto en su vencimiento. El pago prometido al vencimiento no es previamente acordando durante el periodo de emisión.

1.3.3.7. Sukuk Wakalah

El Sukuk Wakalah se basa en el contrato islámico tipo wakalah. Este es un acuerdo de agencia y consiste en que una parte otorga un poder a otra parte para que esta actúe en su representación. El inversionista nombra a un agente (wakeed) para invertir cierta cantidad de dinero en su nombre en un conjunto de activos evidentemente compatibles con la Sharia'a. Este tipo de Sukuk ha tomado fuerza los últimos años principalmente entre instituciones financieras grandes.

El contrato celebrado entre el inversionista y su agente es un Sukuk wakalah. El inversionista paga un monto fijo a su agente por la administración de sus fondos y el agente se encarga de invertir en proyectos y una serie de activos islámicos que posiblemente generen un rendimiento. En ningún caso el agente puede ofrecer ni garantizar un rendimiento fijo al inversionista. En caso de existir beneficios estos se entregan directamente al inversionista ya que el agente ya recibe un pago fijo por sus servicios, conocimiento y tiempo.

1.4. Conclusiones

Luego de analizar esta primera sección, se puede concluir que los instrumentos financieros Sukuk tienen su origen en la costumbre islámica y en la aparición del dinero en la economía. Los certificados Sukuk se originan junto con el nacimiento del dinero como medio de cambio. El surgimiento del dinero impacta en las relaciones comerciales y genera una nueva necesidad en las economías islámicas. Concretamente, se requiere un método que facilite el flujo de dinero entre las personas que demandan financiamiento y aquellos que disponen de ahorros. De esta forma, nacen los certificados Sukuk que a su vez acogen los valores y principios comunes del Islam como la inexistencia de un precio del dinero o cobro de intereses y la aplicación del principio islámico del riesgo compartido. Se observa que el cobro de intereses sobre el capital, por el simple hecho de transferirlo, está totalmente prohibido y constituye la base fundamental de toda práctica económica islámica.

Entonces, se ha visto que el dinero se puede intercambiar por la misma cantidad de dinero, y su valor nominal no puede ser modificado. Por lo tanto, se destaca que el dinero no tiene valor en el tiempo en las economías islámicas. El verdadero valor del dinero en estos casos está en la capacidad de generar valor gracias al tiempo, esfuerzo o conocimiento utilizado al momento de poner a trabajar ese capital. De este modo, es posible generar beneficios para los prestamistas o inversionistas como también para los prestatarios, siempre y cuando se cumplan los procesos islámicos. Se ha demostrado que para transferir fondos es necesario celebrar un contrato que establezca las obligaciones y derechos de cada parte en donde por lo general, una parte provee capital y la otra tiempo, conocimiento o esfuerzo. En todo contrato islámico, ambas partes contribuyen con algo y ambas partes asumen los riesgos implicados en la cooperación. Tanto las ganancias como las pérdidas son repartidas proporcionalmente entre las partes.

Se puede concluir que los instrumentos financieros Sukuk, son la forma más común de asociación en contratos que involucran grandes cantidades de dinero y se los considera un instrumento único del Islam. Sin embargo, se ha visto que el desarrollo del Sukuk no sería posible sin una infraestructura legal y un sistema financiero que facilite su utilización.

En cuanto al marco legal, en este capítulo se ha podido identificar que, en las economías islámicas, existe una estricta regulación que controla y fomenta las transacciones financieras. Principalmente, las leyes comerciales que se derivan de la Sharia`a y otras fuentes de ley islámica como el Qur`an, el Sunnah, el Ijma y el Qiyas.

Se ha demostrado que hay formas determinadas de hacer negocios que son compatibles con los principios del Islam y que existen instituciones denominadas directorios de supervisión de la Sharia`a que comprueban la legalidad de los contratos. Entre los tipos de contratos estándar más utilizados se ha podido identificar el contrato Murabaha, Mudarabah, Musharaka, Ijara, Istisna`a, Salam, Takaful y Wakalah.

Llama la atención ver que existe un tipo de contrato compatible con la ley islámica para casi todo tipo de transacción comercial que se lleva a cabo en las economías no islámicas, esto incluye la versión islámica de compra-venta de bienes, formas de asociación comercial, seguros, fondos de inversión, usufructos, arrendamiento, pagos diferidos, administración de activos, futuros, entre otros. A su vez, los certificados Sukuk adoptan los principios de las clases de contratos aceptados. Se advierte que incluso para los instrumentos Sukuk, se aplican las diferentes estructuras de contratos islámicos. Por ejemplo, un Sukuk de tipo Murabaha y un Sukuk de tipo Wakalah presentan diferencias sustanciales. Mientras que en el primero, una parte proporciona el capital y la otra, una parte de lo que produzcan sus activos, en el segundo, se entregan fondos a cambio de la administración de los mismos. En conclusión, cada Sukuk tiene su propia estructura y se establece claramente las obligaciones de cada parte y los riesgos que estas comparten.

En lo referente al sistema financiero islámico, se puede concluir que éste se ha desarrollado principalmente en Malasia, Bahréin, Emiratos Árabes Unidos, Omán, Arabia Saudita, Pakistán, Kuwait, Jordán, Qatar e Indonesia. El SFI se ha fortalecido con la aparición de más instituciones financieras islámicas, directorios de supervisión de la Sharia`a, con más información disponible y mayor regulación. Así, la formalización del SFI en estas zonas ha sido fundamental para el desarrollo de un mercado de Sukuk. Por último, se resalta la importancia del mercado de Sukuk a corto y largo plazo para el sistema financiero islámico, ya que este representa aproximadamente el 15% de los activos de todo el sistema.

El crecimiento del mercado de Sukuk y la formalización del sistema financiero, en conjunto con la globalización financiera, han impulsado la comercialización de estos instrumentos significativamente en el mercado financiero islámico y en los mercados financieros internacionales desde 2001.

El siguiente capítulo describe con mayor detalle el desarrollo del Sukuk, su clasificación y los principales actores de este mercado.

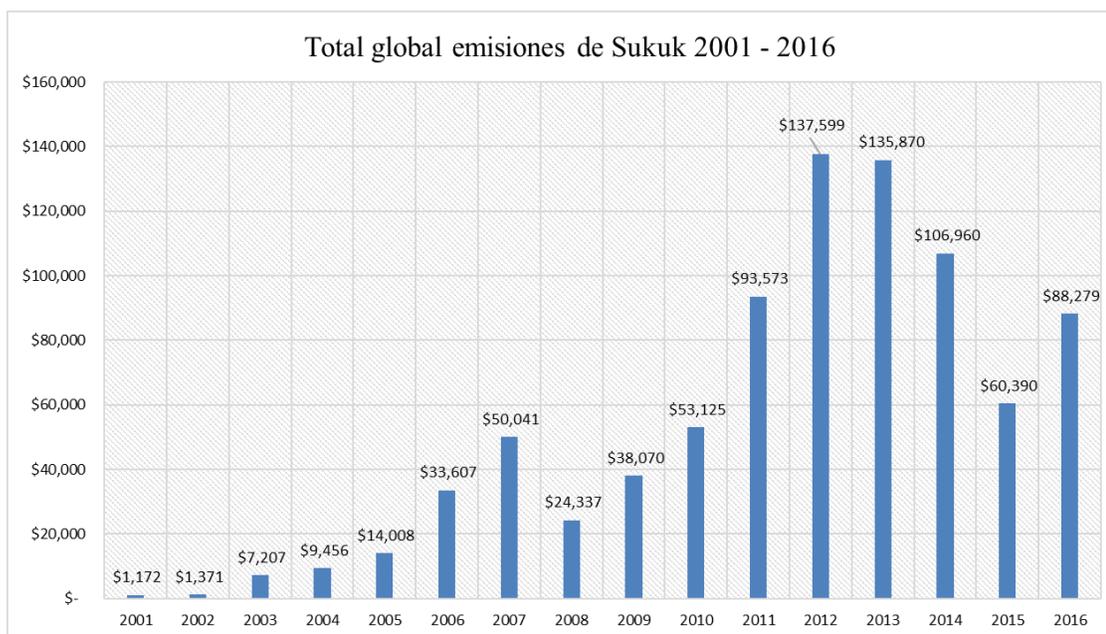
CAPÍTULO II:

DESARROLLO DEL MERCADO DE SUKUK Y SUS CARACTERÍSTICAS

2.1. Desarrollo global del Sukuk: Introducción

En el 2001 el mercado de Sukuk comenzó a formalizarse, desde entonces la emisión de estos instrumentos ha aumentado de forma significativa. Las emisiones de Sukuk alcanzaron su máximo histórico en 2012 y 2013 (IIFM, 2016). Desde el año 2014 hasta la fecha, el mercado de Sukuk entró en una etapa a la que los especialistas la llaman fase de consolidación, en la cual coyunturas externas como la caída de los precios del petróleo, incertidumbre en el mercado financiero internacional y decisiones políticas de los principales emisores de estos instrumentos han frenado de cierta manera el crecimiento del volumen de emisiones de esta clase de títulos. Sin embargo, los eventos mencionados se consideran normales y existe la confianza de que el mercado global de Sukuk es prometedor debido a que cada vez existen nuevos emisores y el interés en este mercado continúa creciendo.

Gráfico 7: Total global de emisiones de Sukuk 2001-2016, USD millones



Fuente: IIFM Sukuk Report 2016 5ta edición.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

Como se observa en el gráfico anterior, en 2001 el total de las emisiones de Sukuk alcanzaban los USD 1.172 millones. El volumen en dólares de emisiones se incrementó hasta alcanzar un máximo histórico en 2012 con un valor de USD 137.599 millones. En 2014 se experimentó una caída del 21.27% en los valores emitidos con respecto a 2013 y posteriormente, las emisiones de 2015 cayeron un 43.54% adicional, lo que hace de 2015, el peor año desde 2011. Sin embargo, si se compara 2015 con los años anteriores a 2010, este presenta un volumen de emisión superior. En 2016 el total emitido incrementa un 46.18%, supera al año anterior y alcanza los USD 88.279 millones. La tasa de crecimiento geométrica⁷ anual de las emisiones de Sukuk es de 33.4% desde 2001 a 2016. En el periodo 2010-2016, el crecimiento geométrico promedio anual es de 12.77%. En conclusión, se ve que los valores emitidos de estos instrumentos financieros han incrementado desde que se tiene los primeros registros en 2001.

Este capítulo habla del Sukuk en la práctica y pretende describir como se ha desarrollado este instrumento en los últimos años en las economías islámicas y en los mercados financieros internacionales en general.

2.2. Clasificación de emisiones

En esta sección se analiza cómo se clasifican las emisiones de Sukuk en base a tres categorías: por lugar de emisión siendo estas domésticas o internacionales, por denominación de la emisión es decir la moneda en la cual fueron estructuradas y por último por la naturaleza del emisor, que puede ser corporativo, soberano, o cuasi-soberano.

2.2.1. Volumen de las emisiones domesticas vs internacionales

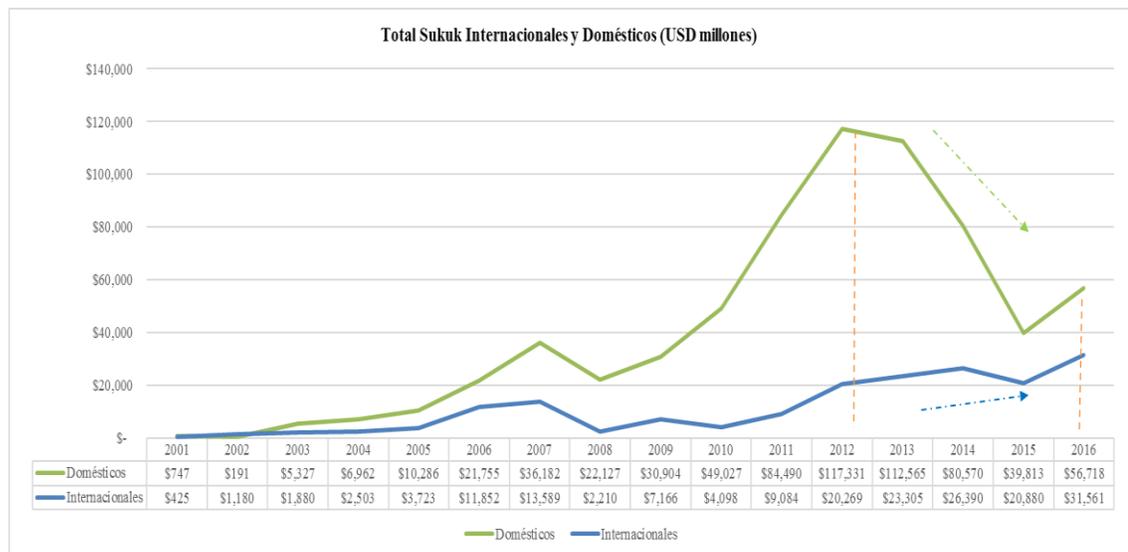
La categoría internacional hace referencia a las emisiones de Sukuk realizadas en una jurisdicción diferente al domicilio de la entidad que lo emite. Por ejemplo, una compañía de Qatar constituida en este mismo país registra una emisión de Sukuk en cualquier otro país que no sea Qatar. Por otra parte, una emisión doméstica se da cuando los instrumentos

⁷ Este valor representa la media geométrica de los incrementos porcentuales anuales. Se han calculado promedios geométricos ya que es el método sugerido para analizar crecimientos porcentuales, razones financieras, contables o números índices (Ángel, 2010).

se emiten en el mismo país de la entidad que lo registra. Por ejemplo, el gobierno de Emiratos Árabes registra una emisión en la bolsa de valores de Dubái.

En el siguiente gráfico se muestra el volumen de emisión anual de Sukuk, domésticos e internacionales, en millones de dólares. Se nota que, en general, predominan las emisiones domésticas. Sin embargo, es interesante observar que las emisiones internacionales llegan a su mínimo en 2008, para luego mantenerse cerca de los 20.000 millones de dólares a partir de 2012 independientemente de la disminución de las emisiones domésticas en esos años.

Gráfico 8: Sukuk Internacionales y Domésticos – USD millones



Fuente: IIFM Sukuk Report 2016 5ta edición.

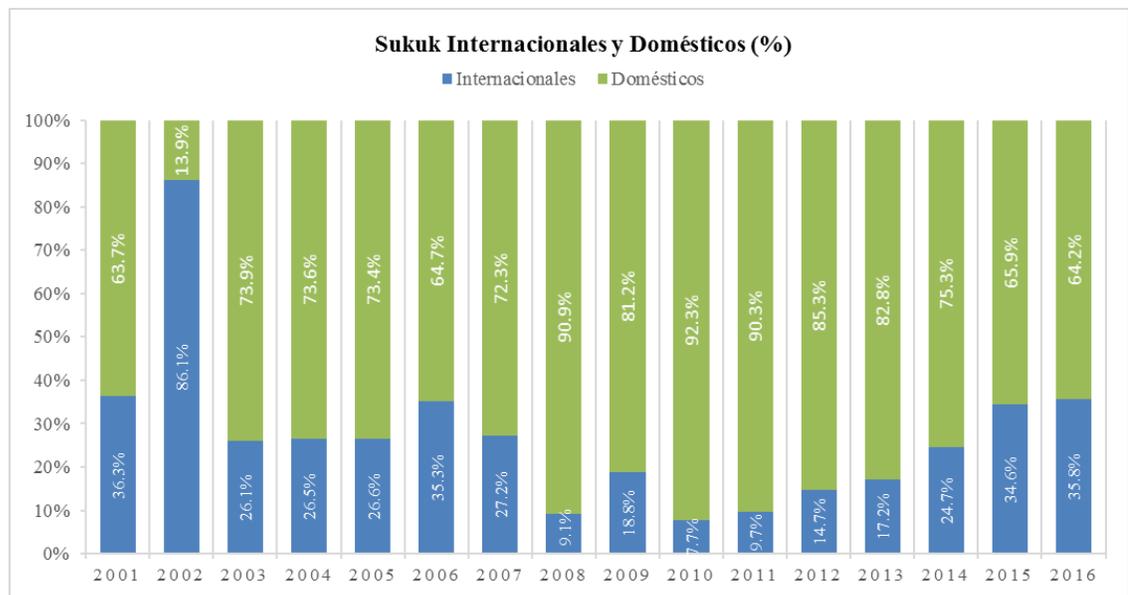
Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

El IIFM (en español, Mercado Financiero Islámico Internacional), es un organismo encargado de establecer estándares internacionales para la industria financiera islámica. Según el IIFM la disminución de emisiones domésticas a partir de 2012 se debe a la decisión política del Banco Central de Malasia de cesar sus emisiones de Sukuk con vencimiento menor a un año. Dada la importancia de Malasia en este sistema financiero, se puede ver que una decisión de dicho país impacta significativamente el mercado doméstico de Sukuk. Sin embargo, analistas argumentan que, si se excluye a Malasia del total de emisiones domésticas, estas de hecho muestran un aumento (IIFM, 2016).

Mientras tanto, se observa que las emisiones internacionales representan una menor porción que las domésticas, no obstante, se puede ver que las emisiones internacionales son menos volátiles y el giro experimentado en 2012 en la parte doméstica no afectó al componente internacional. Este último, al contrario, ha aumentado desde 2012 a un promedio de 36% anual.

El gráfico siguiente muestra el porcentaje de emisiones internacionales (Euromercado⁸) y domésticas desde 2001. En promedio, las emisiones internacionales constituyen el 27% del total, mientras que las domésticas completan el 73% restante. Es interesante observar que en términos relativos en 2008 y 2011, las emisiones internacionales llegan a sus mínimos. Según Thompson Reuters esto se explica por la inestabilidad e incertidumbre de los mercados financieros internacionales en los años mencionados.

Gráfico 9: Sukuk Internacionales y Domésticos – valores relativos (%)



Fuente: IIFM Sukuk Report 2016 5ta edición.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

De todos modos, tanto los valores relativos como el volumen total de emisiones internacionales experimentan incrementos, el valor emitido en jurisdicciones diferentes a

⁸ Euromercado es un término utilizado para referirse a un mercado de renta fija en el que se emiten títulos o se conceden préstamos en divisas distintas de las del país emisor (Saunier & Iriye, 2017).

las del emisor alcanza su máximo histórico en 2016 lo que indica que existe mayor confianza en mercados internacionales comparado con años anteriores.

2.2.2. Denominación de las emisiones

El Ringgit de Malasia, el Dólar estadounidense, el Riyal de Arabia Saudí y la Rupia de Indonesia son las cuatro divisas más importantes del mercado de Sukuk. Desde 2001 hasta 2016, el 62% de las emisiones han sido estructuradas en la moneda de Malasia (MYR) mientras que el dólar (USD) abarca el 20%, siendo estas dos divisas las dominantes. Se pueden identificar 20 monedas adicionales de menor volumen a las que se les ha agrupado dentro de categorías en base a un criterio geográfico para facilitar su comparación como se observa en la siguiente tabla.

Tabla 4: Principales denominaciones de las emisiones de Sukuk 2001-2016

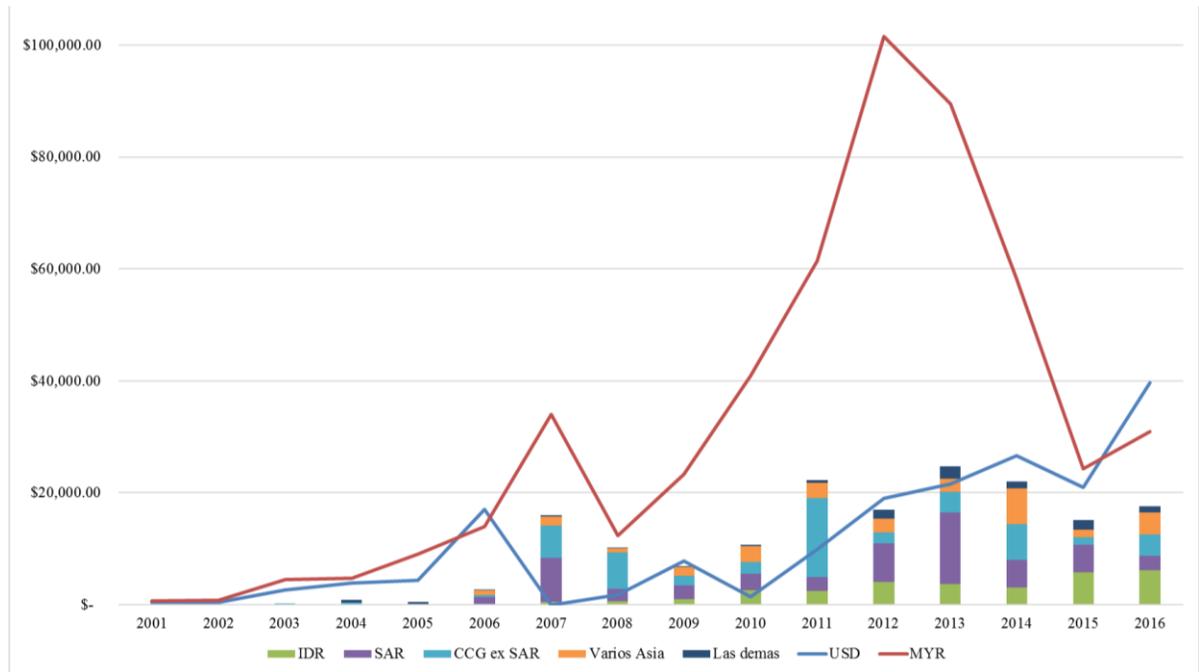
Etiqueta	Divisa	País	Volumen en USD Millones 2001-2016	%
Independientes			\$ 767,389.84	89.75%
MYR	Ringgit	Malasia	\$ 527,305.62	61.67%
USD	Dólar Estadounidense	Estados Unidos	\$ 175,356.95	20.51%
SAR	Riyal Saudí	Arabia Saudita	\$ 38,926.33	4.55%
IDR	Rupia Indonesia	Indonesia	\$ 25,800.95	3.02%
C.C. Golfo (Excluye SAR)			\$ 39,642.13	4.64%
QAR	Riyal Qatarí	Qatar	\$ 15,170.97	1.77%
BHD	Dinar Bahrení	Bahrein	\$ 14,079.64	1.65%
AED	Dirham	Emiratos Arabes Unidos	\$ 9,160.31	1.07%
OMR	Riyal Omaní	Omán	\$ 862.63	0.10%
KWD	Dinar Kuwaití	Kuwait	\$ 368.59	0.04%
Varios Asia (Excluye MYR e IDR)			\$ 22,349.39	2.61%
PKR	Rupia Pakistaní	Pakistan	\$ 9,474.39	1.11%
BND	Dólar de Brunéi	Brunéi	\$ 9,462.51	1.11%
SGD	Dólar Singapurense	Singapur	\$ 3,128.42	0.37%
CNY	Yuan Chino	China	\$ 280.51	0.03%
MVR	Rufiyaa Maldivés	Maldivias	\$ 3.57	0.0004%
Las demás			\$ 25,683.63	3.00%
SDG	Libra Sudanesa	Sudan	\$ 17,162.73	2.01%
			\$ -	
TRY	Lira Turca	Turquía	\$ 5,785.26	0.68%
EUR	Euro	Union Europea	\$ 837.98	0.10%
GBP	Libra Esterlina	Reino Unido	\$ 737.21	0.09%
CFA Francs	Franco Africano	Comunidad Africana	\$ 441.27	0.05%
YER	Riyal Yemení	Yemen	\$ 268.37	0.03%
GMD	Dalasi Gambiano	Gambia	\$ 144.26	0.02%
NGN	Naira Nigeriana	Nigeria	\$ 141.08	0.02%
JOD	Dinar de Jordania	Jordania	\$ 126.23	0.01%
BDT	Taka Bengalí	Bangladesh	\$ 39.25	0.005%
TOTAL			\$ 855,065.00	

Fuente: IIFM Sukuk Report 2016 5ta edición, 2014 4ta edición, 2013 3ra edición, 2011 2da edición y Thompson Reuters: Sukuk Preceptions 2016.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

Luego de observar los valores totales, ahora se muestran los volúmenes emitidos año por año en el equivalente en dólares americanos de cada divisa.

Gráfico 10: Emisiones por divisa – expresado en su valor equivalente en USD millones



Fuente: IIFM Sukuk Report 2016 5ta edición, 2014 4ta edición, 2013 3ra edición, 2011 2da edición y Thompson Reuters: Sukuk Preceptions 2016.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

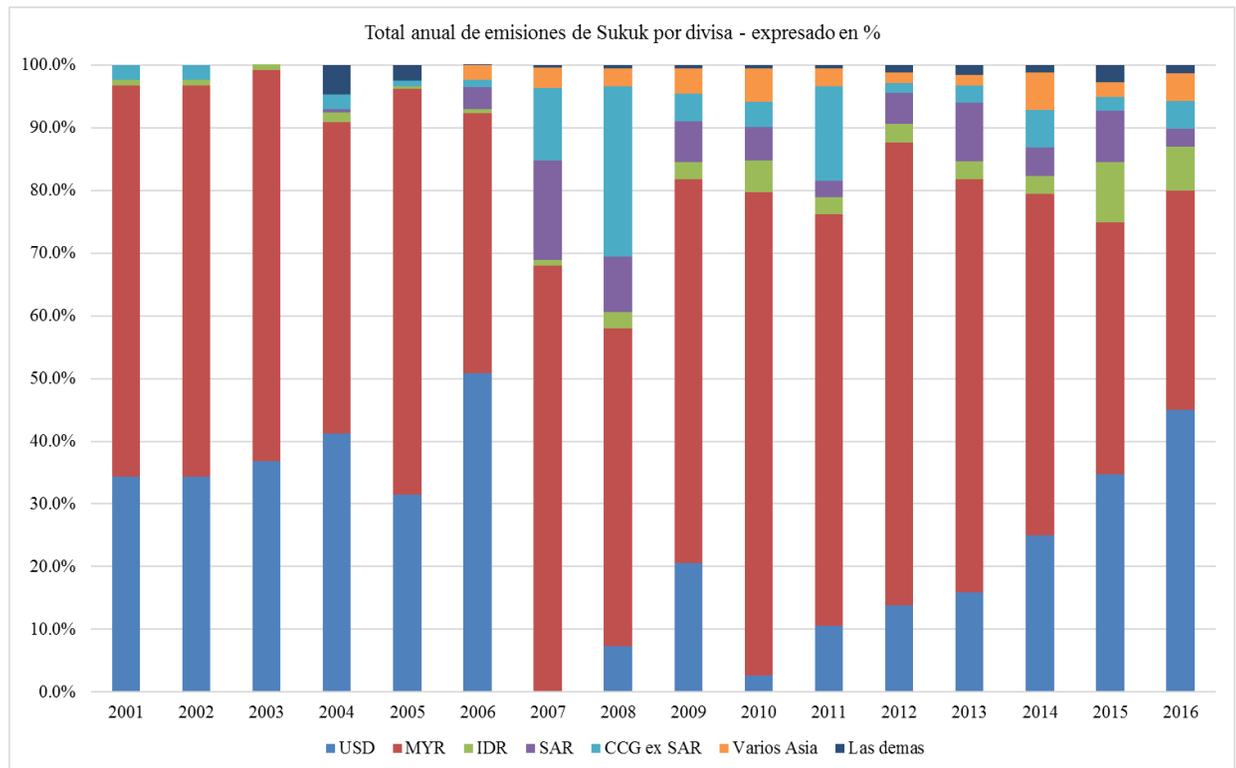
En el gráfico 10 las dos divisas dominantes MYR y USD están representadas con líneas, mientras que el conjunto de divisas menos representativas se encuentra apilado en columnas. Se puede observar que las emisiones estructuradas en MYR alcanzan su máximo en 2012 y a partir de 2013, producto de la decisión del Banco Central de Malasia de dejar de emitir Sukuk de corto plazo, las denominaciones en MYR se reducen considerablemente. Se ve que el volumen de títulos denominados en USD se incrementa desde 2010, mientras que el resto de denominaciones son más volátiles. Por ejemplo, en 2008, el volumen de emisiones en monedas de países del grupo del golfo representa el 28% de lo emitido y es la mayor parte del conjunto de divisas menos representativas, sin embargo, en 2015, su participación se reduce a 2.5%.

En los dos gráficos siguientes se muestra el incremento de las emisiones en USD en contraste con el resto de divisas analizadas en términos relativos anuales. Se ve como a

partir de 2008, los Sukuk estructurados en USD han ido ganando terreno mientras que las estructuraciones en MYR han disminuido.

Mientras que, en 2012, el MYR representaba más del 73% de las emisiones y el USD el 13.8%, para 2016 solo el 35% de las emisiones se denominaron en MYR y el 45% de los títulos emitidos se denominaron en USD.

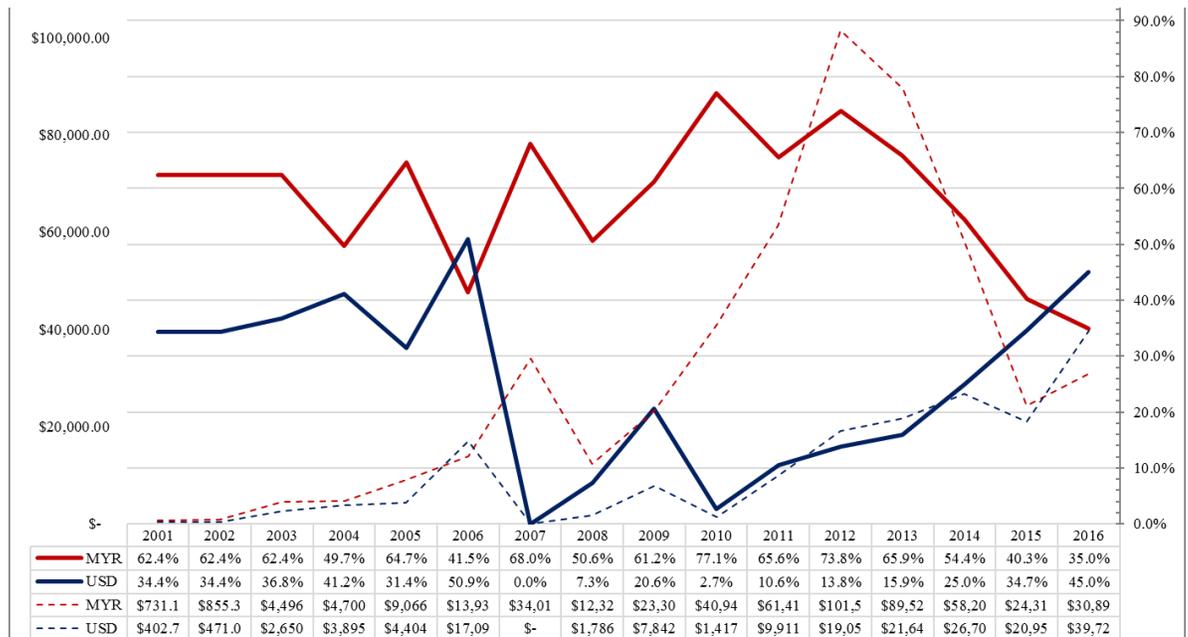
Gráfico 11: Total anual de emisiones de Sukuk por divisa – valores relativos anuales (%)



Fuente: IIFM Sukuk Reports 2016, 2014, 2013, 2011 y Thompson Reuters: Sukuk Preceptions 2016.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

Gráfico 12: Comparación de las emisiones estructuradas en USD y MYR 2001 - 2016



Fuente: IIFM Sukuk Reports 2016, 2014, 2013, 2011 y Thompson Reuters: Sukuk Preceptions 2016.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

Una vez más se puede verificar el incremento de las emisiones en USD y la disminución del MYR. Se ve que, en 2016, es la primera vez en 10 años que las emisiones en USD superan a las emisiones en MYR.

2.2.3. Naturaleza del emisor: Emisión Corporativa/Soberana/Cuasi Soberana

Usualmente se clasifica a los mercados de renta fija por el tipo de emisor, donde se pueden identificar tres sectores básicos. El sector de gobierno (emisiones soberanas), el sector relacionado con el gobierno (emisiones cuasi-soberanas) y el sector privado (emisiones corporativas).

Sukuk Soberano: Son títulos Sukuk emitidos por un gobierno nacional, por lo general en su moneda local y constituyen un acuerdo o vínculo directo con dicho gobierno.

Sukuk Cuasi-Soberano: Corresponden a la categoría de cuasi-soberano los títulos Sukuk de sectores relacionados con uno o más gobiernos nacionales que no constituyen un

acuerdo o vínculo directo con un gobierno en particular. Por ejemplo, los Sukuk emitidos por un organismo supranacional o internacional como el Banco Mundial o el Banco Islámico de Desarrollo. Ambos emisores de Sukuk se relacionan con gobiernos nacionales sin constituir obligación directa con un gobierno.

Sukuk Corporativo: Son títulos Sukuk emitidos por entidades totalmente ajenas al gobierno y pertenecen puramente al sector privado (CFA Institute, 2017).

Se puede ver en el gráfico 13, que hasta el año 2008 las emisiones corporativas superaron a las otras dos categorías. A partir de 2009 las emisiones soberanas han sido superiores, impulsadas por los programas de emisión de Malasia, Emiratos Árabes, Arabia Saudí e Indonesia (IIFM, 2016) . Las emisiones soberanas llegaron a su máximo de USD 90.000 millones en 2013 y posteriormente han disminuido debido a que los programas de emisión soberana de Sukuk de Malasia y algunos países del golfo se descontinuaron. Por otra parte, las emisiones corporativas son el segundo componente más grande y alcanzaron sus máximos de USD 40.000 millones en 2007 y 2013. Finalmente, las emisiones cuasi-soberanas comenzaron a desarrollarse con mayor fuerza a partir de 2008 y en 2014 superaron a las emisiones corporativas. Esto se debe principalmente a la decisión del Banco Mundial de emitir una serie de Sukuk en el mercado internacional para conseguir financiamiento.

Gráfico 13: Volumen de emisiones de Sukuk por tipo de emisor 2001 - 2016

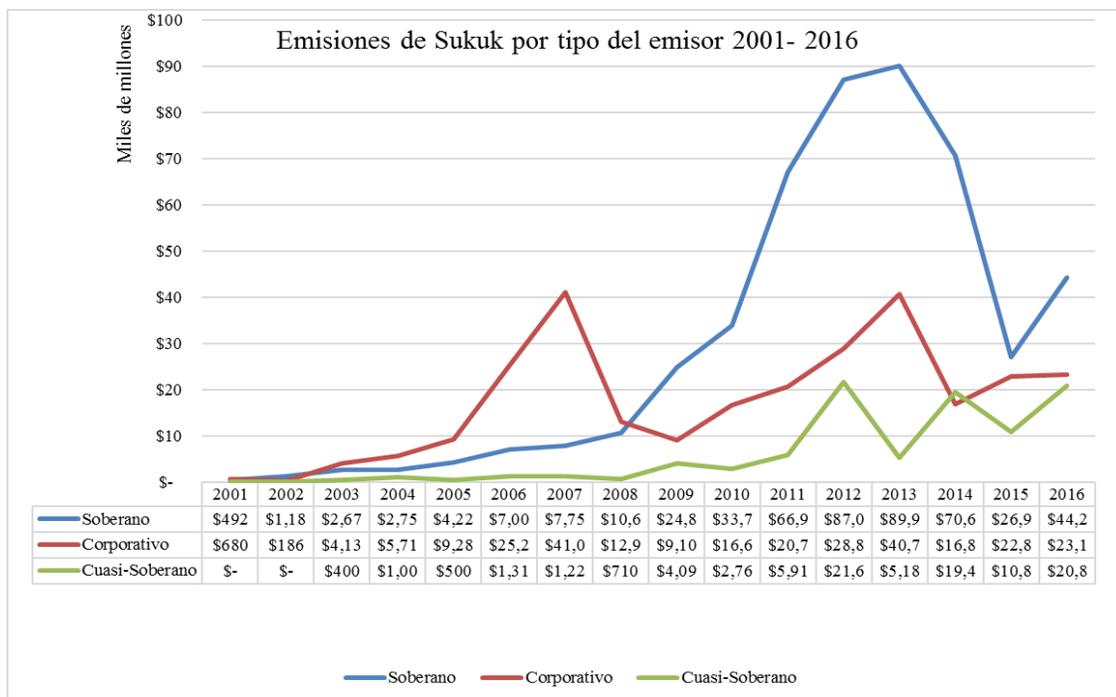
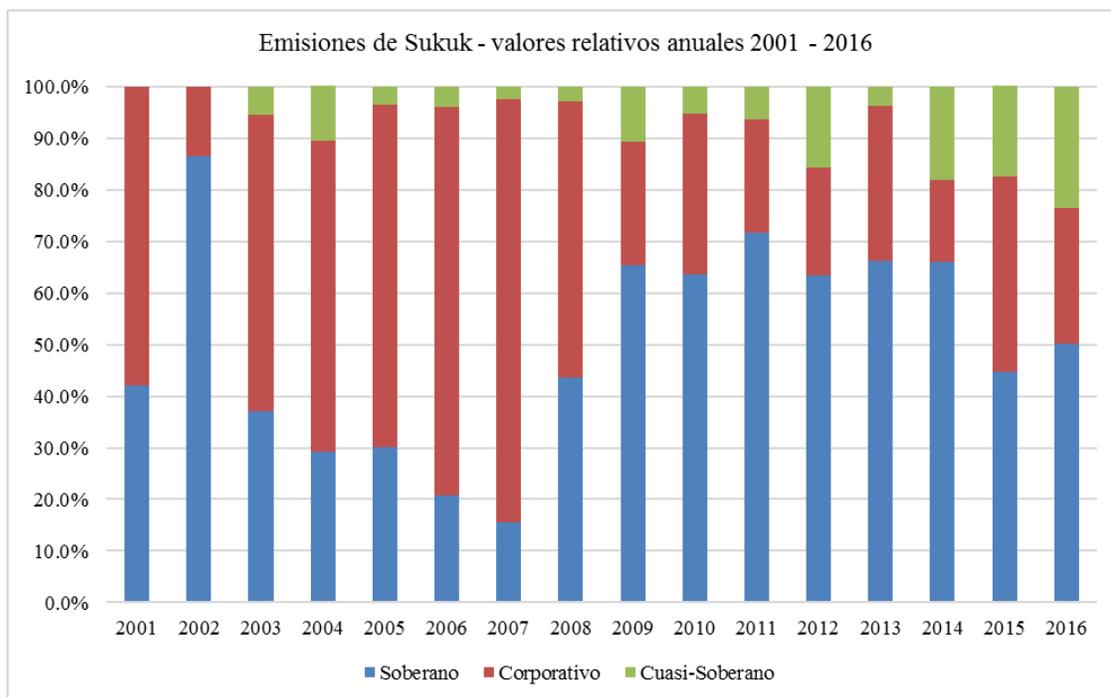


Gráfico 14: Emisiones de Sukuk por tipo de emisor - valores relativos anuales 2001 - 2016



Fuente: IIFM Sukuk Report 1ra – 5ta edición y Thompson Reuters: Sukuk Preceptions. Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José,

En la ilustración anterior se muestran los valores relativos de cada clase de emisión año por año. Se observa que desde 2008 las emisiones soberanas han superado el 40% de todo

lo emitido en su año respectivo. En promedio, las emisiones corporativas representan el 30% de lo emitido y se puede ver que los títulos que provienen del sector cuasi – soberano han incrementado desde 2008. Las emisiones cuasi – soberanas representaban tan solo el 4% de lo emitido en 2008 y han llegado a su máximo de 24% en 2016.

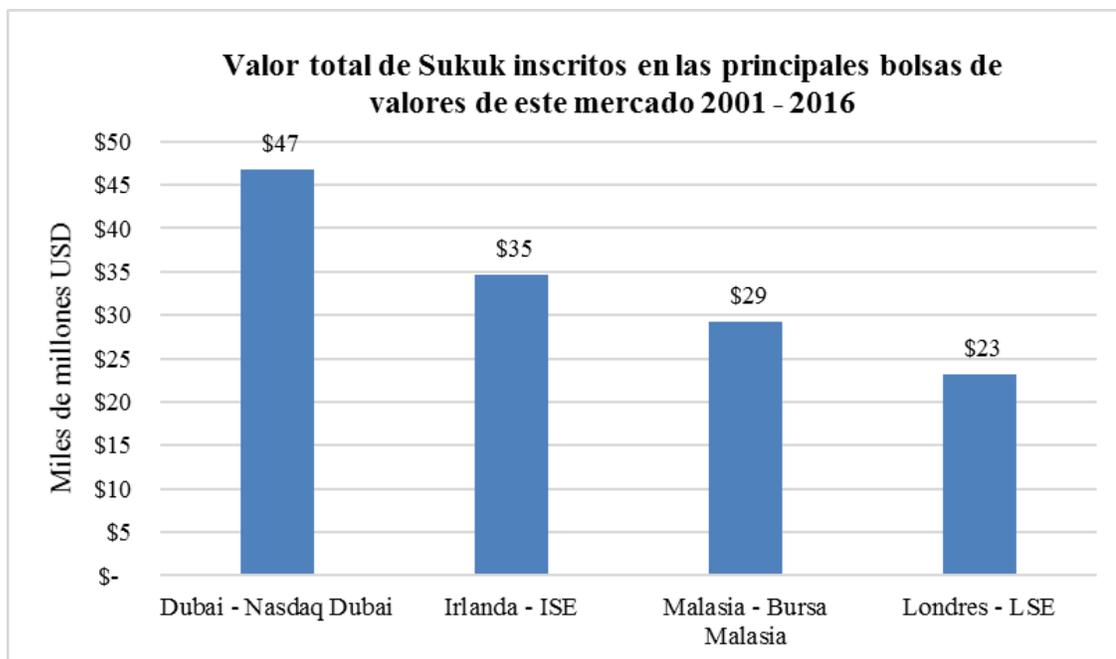
2.3. Principales centros de comercialización de Sukuk

Únicamente el 30% de títulos Sukuk son enlistados en una bolsa de valores para ser comercializados. En la mayoría de casos, el valor nominal de estos instrumentos no es lo suficientemente grande como para afrontar los costos que implica inscribir una emisión en un mercado de valores. Otro factor a considerar es el plazo de los instrumentos, mientras más corto menor es el incentivo de enlistarlo en bolsa. Una última razón para no hacerlo es que hasta hace poco tiempo, el mercado al que estos títulos han sido dirigidos ha sido prioritariamente doméstico y han sido comercializados entre inversionistas institucionales fuera de bolsa (IIFM, 2016).

Sin embargo, a medida que el mercado de Sukuk crece y los participantes aumentan a nivel global, se puede notar la voluntad de los actores de emitir paquetes de mayor valor nominal, a mayor plazo y mediante oferta en mercados de valores.

Existen cuatro centros de comercialización de importancia global para el mercado de Sukuk. Estos son las siguientes bolsas de valores: Nasdaq Dubái de Dubái, el Irish Stock Exchange de Dublín, el London Stock Exchange de Londres y Bursa Malasia de Kuala Lumpur. Desde que iniciaron las emisiones en bolsa de Sukuk en 2001, el valor total inscrito en cada bolsa hasta 2016 se ve en el siguiente gráfico.

Gráfico 15: Volumen total de Sukuk inscritos en las principales bolsas de valores 2001 - 2016



Fuente: IIFM Sukuk Report 2017 6ta edición.
 Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

El mercado de Malasia es el mayor centro de comercialización de Sukuk. A pesar de la disminución que se ha mencionado anteriormente por las medidas adoptadas por Malasia; la organización World's Islamic Finance Marketplace publicó un artículo el 3 de enero de 2017, que menciona un sólido crecimiento de la comercialización de Sukuk en 2016 y señala una importante recuperación del mercado de Malasia, siendo este el líder y principal centro de comercialización de bonos islámicos. Malasia cuenta con un 46,6% del total del mercado primario (donde se comercializan Sukuk recién emitidos), seguido de Indonesia con un 9,9% y Emiratos Árabes Unidos con un 9%. En lo que se refiere al mercado secundario (mercado en el que se compran o venden Sukuk que han sido comercializados más de una vez) Malasia cuenta con un 52,6% de la cuota de mercado, seguido de Arabia Saudita con 16,3% y Emiratos Árabes Unidos con un 8,9%. Los datos mencionados hacen referencia al año 2016 (Banco Central de Malasia, 2017).

De la misma manera cabe mencionar, que en economías no islámicas la comercialización y emisiones de Sukuk van teniendo mayor acogida. El Reino Unido, Sudáfrica y Luxemburgo pueden ser nombrados como aquellos mercados que están empezando a tener

cierta relevancia en la comercialización de instrumentos financiero islámicos (di Mauro, et al., 2013).

2.4. Principales índices domésticos e internacionales

Para determinar que un índice financiero tenga la categoría de islámico debe cumplir con ciertos requisitos. Entre estos se pueden nombrar que las empresas que conforman el índice deben cumplir los principios establecidos por la Sharia'a y la comunidad islámica, ya sea ofreciendo productos que son aceptables dentro de esta metodología, sus actividades de negocio, niveles de deuda, de qué manera obtiene ingresos y cuáles son sus gastos. Para que exista una supervisión sobre el cumplimiento de estos requisitos, las organizaciones propietarias de los índices desarrollados establecen o se someten a un Comité de Supervisión de la Sharia'a independiente. Los índices que serán descritos dentro de esta sección son los más representativos para el mercado de Sukuk tomando en cuenta niveles de emisión, comercialización y rendimiento. Estos son:

Nasdaq Dubái Sukuk Index es uno de los índices más importantes que miden el comportamiento en general que ha tenido el Sukuk. Este índice es desarrollado por Nasdaq Dubái, un centro de intercambio financiero internacional que sirve a la región de entre Europa Occidental y Asia Oriental. Es uno de los centros de intercambio más grandes del mundo para los listados de Sukuk. Sus listados también incluyen acciones, derivados, bonos convencionales entre otros productos financieros. Este índice tiene un enfoque con mayor concentración en lo doméstico.

Por otra parte, Nasdaq Dubái e Ideal Ratings⁹ desarrollaron conjuntamente un índice el cual algunos lo consideran el más representativo en cuanto a la comercialización y desempeño del Sukuk a nivel global denominado Nasdaq Dubái Ideal Ratings Global Sukuk Index. Este índice mide el rendimiento de la totalidad de Sukuk en el ámbito global de instrumentos emitidos en múltiples divisas. El índice proporciona puntos de referencia

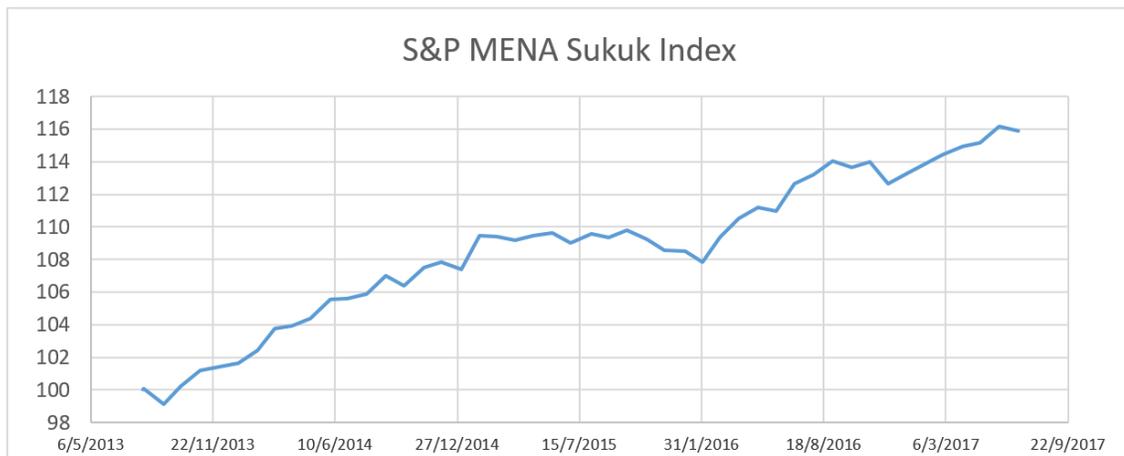
⁹ Ideal Ratings es un proveedor global de soluciones para bases de datos e información sobre inversiones. La empresa calcula índices y proporciona soluciones personalizadas para las empresas de los mercados de capital (Ideal Ratings, 2017).

de precios frente a los cuales los inversionistas regionales e internacionales pueden evaluar el desempeño de su cartera (Nasdaq Dubai - Ideal Ratings, 2015).

De la misma manera existe la organización S&P Dow Jones Índices que se dedica a desarrollar y ofrecer soluciones a la comunidad de inversionistas del mundo. Es conocida como la mayor fuente de recursos de innovación, información e investigación en lo que refiere a índices. Su división Dow Jones Islamic Market incluye una amplia lista de índices de broad-market, blue-chip, renta fija (Sukuk), y otros índices de estrategia y temáticos que han pasado por filtros basado en reglas que permitan el cumplimiento de la Sharia'a y los principios islámicos. El Dow Jones Islámico Market Index fue lanzado en el año 1999 y fue el primer índice financiero islámico internacional (S&P Global, 2017). Dentro de la misma organización existen subdivisiones que tienen un enfoque directo sobre la evaluación y registro del comportamiento y rendimiento que ha tenido el Sukuk. Estos sub-índices son: S&P MENA Sukuk index, S&P MENA bond and Sukuk index, Dow Jones Sukuk total return investment grade index, Dow Jones Sukuk higher quality investment grade total return index y Dow Jones Sukuk BBB rated total return index (S&P Dow Jones Indices, 2017).

Los siguientes gráficos representan el desempeño que han demostrado algunos de los sub-índices mencionados en el párrafo anterior:

Gráfico 16: S&P MENA Sukuk Index

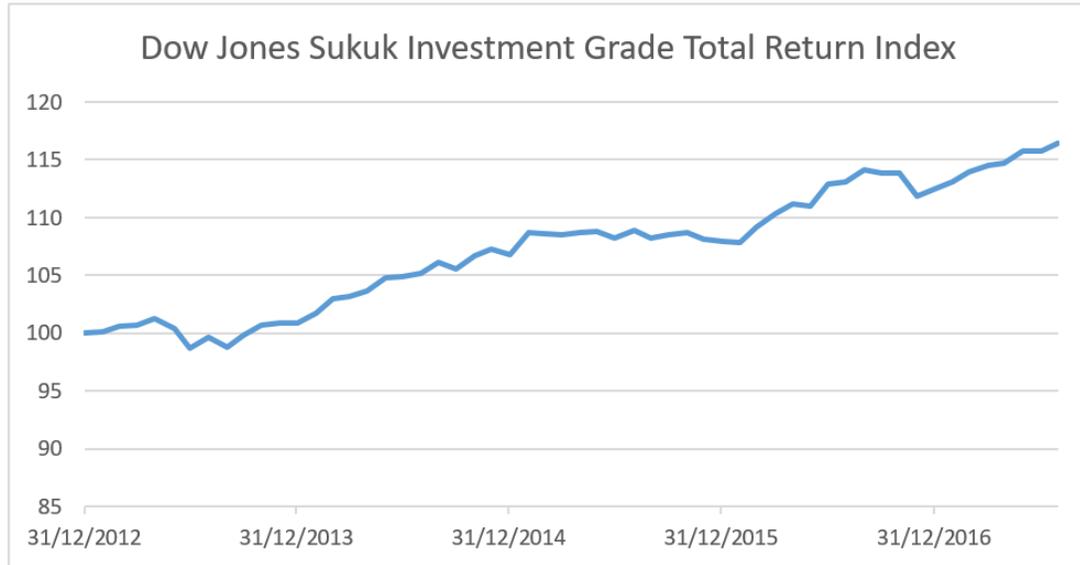


Fuente: S&P Dow Jones Índices.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

El índice S&P MENA Sukuk provee una exposición global de Sukuk. Este incluye el grado de inversión que ha tenido dicho instrumento en dólares estadounidenses emitidos en los mercados africanos y medio orientales.

Gráfico 17: Dow Jones Sukuk Investment Grade Total Return Index – DJIGTR



Fuente: S&P Dow Jones Índices.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

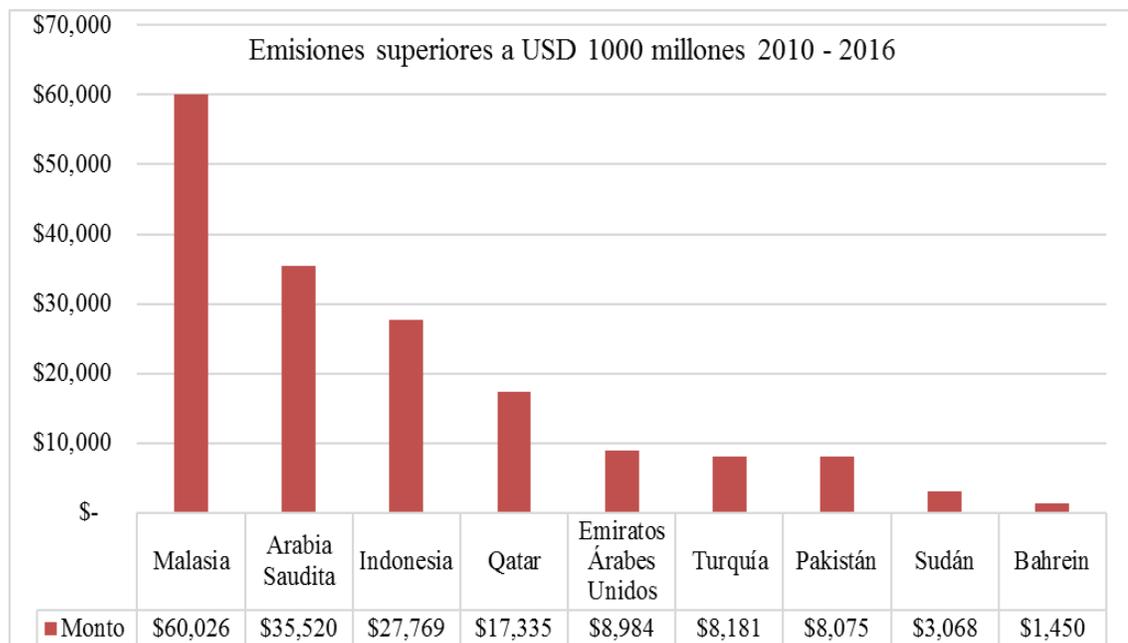
Este índice denominado Dow Jones Sukuk Investment Grade Total Return Index está diseñado para realizar un seguimiento del desempeño que han tenido los retornos globales por parte de los Sukuk. Al igual que el índice anterior este incluye Sukuk denominados en dólares estadounidenses que cumplen correctamente con los principios de la Sharia'a.

Como se ha podido observar en los tres gráficos indicados anteriormente la tendencia de los tres índices es al alza. Esto permite inferir que el desempeño en general que han estado teniendo los bonos islámicos ha sido positivo con un crecimiento continuo. Si bien el mercado de Sukuk ha experimentado caídas puntuales, muchas de estas ligadas a coyunturas económicas externas como el precio del petróleo; los retornos de este mercado son positivos.

2.5. Principales actores del mercado

Para determinar los principales actores del mercado de Sukuk se ha seleccionado todas las emisiones que superan los USD 1.000 millones entre 2010 y 2016 donde se obtuvo 73 emisiones. Al clasificar dichas emisiones por su jurisdicción de origen, se constata que los principales actores de este mercado provienen de Malasia, Arabia Saudita, Indonesia, Qatar, Emiratos Árabes Unidos, Turquía, Pakistán y Bahrein.

Gráfico 18: Suma de las emisiones superiores a USD 1.000 millones 2010 – 2016 por país de origen



Fuente: IIFM Sukuk Report 2016 5ta edición, 2014 4ta edición, 2013 3ra edición, 2011 2da edición y Thompson Reuters: Sukuk Preceptions 2016.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

Tabla 5: Listado de emisiones superiores a los USD 1.000 millones entre 2010 - 2016¹⁰

AÑO	EMISOR	EMISIONES	PAIS	DIVISA	TIPO	ESTRUCTURA	MONTO USD MILLONES	Plazo	NATURALEZA EMISOR
2016	Gobierno de Indonesia	4	Indonesia	IDR	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 11,385.00	6	Soberano
2012	PLUS Berhad	23	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Musharakah	\$ 9,728.00	16	Cuasi - Soberano
2016	Gobierno de Malasia	14	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 9,551.00	11	Soberano
2013	Gobierno de Malasia	10	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 9,335.00	8.65	Soberano
2011	Gobierno de Qatar	1	Qatar	QAR	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 9,067.00	3	Soberano
2013	General Authority of Civil Aviation	1	Arabia Saudita	SAR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 4,056.00	10	Soberano
2012	Gobierno de Qatar	2	Qatar	QAR	Internacional	Sukuk Al Ijarah	\$ 4,000.00	16	Soberano
2012	General Authority Of Civil Aviation	1	Arabia Saudita	USD	Internacional	Sukuk Al Murabahah	\$ 4,000.00	1	Cuasi - Soberano
2012	Gobierno de Indonesia	13	Indonesia	IDR	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 3,620.00	9	Soberano
2013	Gobierno de Malasia	3	Malasia	MYR	Doméstico	Bai' Bithaman Ajil	\$ 3,587.00	7.16	Soberano
2012	Gobierno de Pakistan	6	Pakistan	PKR	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 3,135.00	3	Soberano
2016	Gobierno de Sudan	1	Sudan	SDG	Doméstico	Sukuk Al Musharakah	\$ 3,068.00	1	Soberano
2014	Qatar Central Bank	2	Qatar	QAR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 3,018.00	4	Soberano
2014	Islamic Development Bank	2	Arabia Saudita	USD	Internacional	Sukuk Al Wakalah	\$ 3,000.00	5	Cuasi - Soberano
2016	Islamic Development Bank	2	Arabia Saudita	USD	Internacional	Sukuk Al Wakalah	\$ 2,700.00	5	Cuasi - Soberano
2013	Islamic Development Bank	3	Arabia Saudita	USD	Internacional	Sukuk Al Wakalah	\$ 2,700.00	5	Cuasi - Soberano
2011	Pengurusan Aset Air Berhad	9	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 2,576.00	7	Cuasi - Soberano
2012	Gobierno de Malasia	7	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 2,527.00	12	Soberano
2016	Gobierno de Indonesia	2	Indonesia	USD	Internacional	Sukuk Al Wakalah	\$ 2,500.00	7	Soberano
2014	Saudi Electricity Company	2	Arabia Saudita	USD	Internacional	Sukuk Al Ijarah	\$ 2,500.00	20	Cuasi - Soberano
2016	Gobierno de Turquía	4	Turquía	TRY	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 2,059.00	3	Soberano
2014	Gobierno de Malasia	2	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 2,038.00	5.25	Soberano
2011	Gobierno de Indonesia	5	Indonesia	IDR	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 2,033.00	10	Soberano
2015	Jimah Energy Ventures	1	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 2,006.00	5	Corporativo
2015	Gobierno de Indonesia	1	Indonesia	IDR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 2,000.00	10	Soberano
2013	Saudi Electricity Company	2	Arabia Saudita	USD	Internacional	Sukuk Al Ijarah	\$ 2,000.00	20	Soberano
2013	Sadara Chemical Company	1	Arabia Saudita	SAR	Doméstico	Sukuk Al Musharakah	\$ 2,000.00	5	Corporativo
2011	Gobierno de Malasia	2	Malasia	USD	Internacional	Sukuk Al Wakalah	\$ 2,000.00	8	Soberano
2016	Gobierno de Pakistan	2	Pakistan	PKR	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,876.00	3	Soberano
2010	Saudi Electricity Company	2	Arabia Saudita	SAR	Doméstico	Sukuk Al Istithmar	\$ 1,867.00	7	Corporativo
2012	Saudi Electricity Company	2	Arabia Saudita	SAR	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,750.00	8	Cuasi - Soberano
2013	BGSM Management Sdn. Bhd.	6	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Musharakah	\$ 1,743.00	4.1	Corporativo
2014	Gobierno de Indonesia	1	Indonesia	IDR	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,664.00	3	Soberano
2013	Malakoff Power Sdn. Bhd.	7	Malasia	MYR	Doméstico	Hybrid Sukuk	\$ 1,623.00	5	Corporativo
2013	Gobierno de Indonesia	1	Indonesia	IDR	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,567.00	3	Soberano
2016	Gobierno de Malasia	2	Malasia	USD	Internacional	Sukuk Al Wakalah	\$ 1,500.00	20	Soberano
2016	Khazanah Nasional	2	Malasia	USD	Internacional	Sukuk Al Wakalah	\$ 1,500.00	5	Cuasi - Soberano
2012	Gobierno de Turquía	1	Turquía	USD	Internacional	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,500.00	6	Soberano
2016	Eihad Airways	1	Emiratos Árabes U	USD	Internacional	Sukuk Al Wakalah	\$ 1,500.00	5	Corporativo
2015	Gobierno de Malasia	2	Malasia	USD	Internacional	Hybrid Sukuk	\$ 1,500.00	20	Soberano
2014	Gobierno de Indonesia	1	Indonesia	USD	Internacional	Sukuk Al Wakalah	\$ 1,500.00	10	Soberano
2013	Gobierno de Indonesia	1	Indonesia	USD	Internacional	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,500.00	5.5	Soberano
2012	Khazanah Nasional Bhd	4	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Musharakah	\$ 1,450.00	15	Cuasi - Soberano
2016	Gobierno de Bahrain	2	Bahrain	USD	Internacional	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,450.00	5	Soberano
2012	Celcom Transmission	5	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 1,442.00	8	Corporativo
2014	Gobierno de Turquía	1	Turquía	TRY	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,333.00	2	Soberano
2014	National Commercial Bank	1	Arabia Saudita	SAR	Doméstico	Hybrid Sukuk	\$ 1,300.00	5	Corporativo
2012	Islamic Development Bank	2	Arabia Saudita	USD	Internacional	Sukuk Al Wakalah	\$ 1,300.00	5	Cuasi - Soberano
2013	Gobierno de Turquía	1	Turquía	USD	Internacional	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,250.00	5	Soberano
2015	Petroliam Nasional	1	Malasia	USD	Internacional	Sukuk Al Wakalah	\$ 1,250.00	5	Corporativo
2013	Ooredoo Qatar (telecom)	1	Qatar	USD	Internacional	Sukuk Al Murabahah	\$ 1,250.00	5	Corporativo
2012	Gobierno de Dubai	2	Emiratos Árabes U	USD	Internacional	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,250.00	8	Soberano
2011	Manjung Island Energy Berhad	7	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,242.00	9	Corporativo
2014	Bank Negara Malasia	1	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 1,209.00	10	Soberano
2016	DP World	1	Emiratos Árabes U	USD	Internacional	Sukuk Al Mudharabah	\$ 1,200.00	7	Cuasi - Soberano
2014	Saudi Electricity Company	1	Arabia Saudita	SAR	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,200.00	10	Soberano
2012	National Higher Education Fund	2	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 1,118.00	10	Cuasi - Soberano
2012	Tanjung Bin Power	9	Malasia	MYR	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,101.00	12	Corporativo
2015	Riyad Bank	1	Arabia Saudita	SAR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 1,070.00	Perpetuo	Corporativo
2013	Riyad Bank	1	Arabia Saudita	USD	Doméstico	Hybrid Sukuk	\$ 1,070.00	5	Corporativo
2016	Neelum Jhelum	1	Pakistan	PKR	Doméstico	Sukuk Al Mudharabah	\$ 1,064.00	5	Corporativo
2013	Gobierno de Turquía	1	Turquía	TRY	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,039.00	2	Soberano
2011	Nakheel Group	1	Emiratos Árabes U	USD	Doméstico	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,034.00	5	Corporativo
2015	National Commercial Bank	2	Arabia Saudita	SAR	Doméstico	Sukuk Al Murabahah	\$ 1,007.00	Perpetuo	Corporativo
2016	Gobierno de Pakistan	1	Pakistan	USD	Internacional	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,000.00	5	Soberano
2016	Gobierno de Turquía	1	Turquía	USD	Internacional	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,000.00	5	Soberano
2015	Gobierno de Ras Al Khaimah	1	Emiratos Árabes U	USD	Internacional	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,000.00	10	Soberano
2015	Dubai Islamic bank	1	Emiratos Árabes U	USD	Internacional	Sukuk Al Murabahah	\$ 1,000.00	Perpetuo	Corporativo
2015	Islamic Development Bank	1	Arabia Saudita	USD	Internacional	Sukuk Al Wakalah	\$ 1,000.00	5	Cuasi - Soberano
2014	Gobierno de Pakistan	1	Pakistan	USD	Internacional	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,000.00	5	Soberano
2014	Islamic Development Bank	1	Arabia Saudita	USD	Internacional	Sukuk Al Wakalah	\$ 1,000.00	5	Cuasi - Soberano
2013	Dubai Electricity and Water Authority	1	Emiratos Árabes U	USD	Internacional	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,000.00	5	Soberano
2013	Dubai Islamic Bank	1	Emiratos Árabes U	USD	Internacional	Sukuk Al Mudharabah	\$ 1,000.00	4.1	Corporativo

¹⁰ Los datos de esta tabla se obtuvieron de los reportes anuales del IIFM en sus ediciones 1, 2, 3, 4, 5 y 6.

En la tabla anterior se muestra en detalle todas las emisiones que superan los USD 1.000 millones en el periodo 2010 – 2016. Se ve que el mayor volumen de emisiones proviene del sector de gobierno o soberano en el cual son actores clave los gobiernos de Malasia, Indonesia, Pakistán y Qatar. Las emisiones cuasi-soberanas provienen en su mayoría del Banco Islámico de Desarrollo. Por último, entre las corporaciones más importantes que participan en este mercado están Jimah Energy Ventures, de Malasia, Sadara Chemical Company y Saudi Electricity Company de Arabia Saudita, BGSM Management Sdn. Bhd. de Malasia, Etihad Airways de Emiratos Árabes, entre otros. En su mayoría los actores corporativos están vinculados al sector energético como el caso de refinerías e hidroeléctricas, así como también grupos financieros y aerolíneas.

2.6. Conclusiones

En conclusión, en este capítulo se ha demostrado que el mercado de bonos islámicos Sukuk se ha expandido considerablemente en los últimos quince años. En 2016 se emitió un valor total de USD 88.279 millones. Esto es 75 veces más que lo emitido en 2001. Se debe destacar la importancia de Malasia para el mercado de Sukuk en general, ya que se ha visto que este país es uno de los principales actores, el mayor emisor de estos títulos y también la zona de mayor comercialización de estos certificados.

Se analizaron las características de este mercado y se obtuvieron las siguientes conclusiones:

Primero, el mercado de Sukuk es principalmente doméstico. Los países y corporaciones prefieren emitir en su moneda local y dentro de las fronteras de su Estado. Sin embargo, a partir de 2010 las emisiones internacionales han experimentado un crecimiento que vale la pena destacar. En 2016, las emisiones internacionales incrementaron un 670% comparado con 2010. Por lo tanto, se puede llegar a la conclusión que existen cada vez más actores en este mercado que emiten fuera de sus fronteras y en denominaciones distintas a su moneda local.

Además, se encontró que las divisas de preferencia para las emisiones de Sukuk son las de los países que más desarrollado tienen su sistema financiero islámico, con excepción

del dólar americano. Actores más pequeños como Nigeria, Jordania, Bangladesh o Brunei, con frecuencia prefieren emitir deuda en las divisas de Malasia, Arabia Saudita, Indonesia, Qatar y Emiratos Árabes Unidos, países que, como se pudo ver en el primer capítulo, cuentan con los sistemas financieros más desarrollados del mundo islámico. Otro de los aspectos que se pueden destacar es que, junto con el incremento de emisiones internacionales, se ha podido ver un aumento de las emisiones denominadas en dólares americanos.

En segundo lugar, este es un mercado en el cual los países son los principales actores. Las emisiones soberanas han superado el 40% de lo emitido cada año desde 2008, mientras que, en promedio, las emisiones corporativas representan el 30% y se puede ver que las emisiones cuasi – soberanas representaban tan solo el 4% de lo emitido en 2008 y han llegado a su máximo de 33% en 2016. Entre los emisores soberanos más importantes se encuentran: Malasia, Arabia Saudita, Indonesia, Qatar, Emiratos Árabes Unidos, Turquía, Pakistán y Bahreín. En la parte cuasi-soberana dominan organismos multilaterales como el Banco Islámico de Desarrollo y la Saudi Electricity Company. Finalmente, en el sector privado se destacan fundamentalmente empresas del sector energético, conglomerados financieros y aerolíneas.

En tercer lugar, se halló que cada vez existe mayor información disponible para los actores del sistema financiero internacional. Por ejemplo, el lanzamiento de varios índices que miden aspectos del Sukuk como su rendimiento, comportamiento, niveles de emisión y más. Esto demuestra la formalización de este mercado. Las mejoras en cuanto a transparencia de la información, regulación, control, aumento del volumen de las emisiones y madurez del mercado en general, han hecho que se desarrolle cierta inclinación hacia la comercialización en bolsa en los últimos años. A pesar de que tan solo el 30% de estos títulos se comercializan en bolsa, esta cifra aumenta año a año. Finalmente, se constata que las principales bolsas son Nasdaq Dubái, Irish Stock Exchange, Bursa Malasia y London Stock Exchange.

CAPÍTULO III: DESARROLLO Y CARACTERÍSTICAS DE SUKUK DE EMISORES NO ISLÁMICOS

3.1. El Sukuk en el mundo no Islámico: Introducción

Con frecuencia se señala que las finanzas islámicas no son estrictamente dirigidas hacia la población musulmana. Esto tiene dos significados: primero, las instituciones financieras islámicas no rechazarán clientes no musulmanes y, segundo, personas o instituciones no islámicas pueden proveer servicios financieros islámicos (Nienhaus, 2013). En la práctica se puede encontrar ejemplos de las dos instancias señaladas anteriormente.

Para el primer caso normalmente es citado el creciente número de participantes no musulmanes en contratos Takaful en una variedad de países en los que no es común la práctica islámica, y para el segundo el gran número de instituciones que ofrecen la gestión de activos para fondos que operen conforme a la Sharia'a. Sin embargo, el mensaje que ofrece la apertura de las finanzas islámicas es más ambicioso, ya que permite deducir que el mercado potencial de este tipo de finanzas es mucho más grande que solo la población de países musulmanes y minorías musulmanas en países no islámicos (Alam, 2015).

Si es que el campo de las finanzas islámicas es para todos, el mercado potencial de este sería todo el mundo, y su crecimiento podría ser virtualmente ilimitado. Esto, no obstante, implica que las finanzas islámicas deben ofrecer al mundo algo superior o por lo menos algo que no sea inferior a lo que actualmente existe.

Para algunos; el cumplimiento de los principios de la Sharia'a como elemento constitutivo de las finanzas islámicas es en sí mismo algo irrelevante para los no musulmanes. Podrían ser características macro-sistemáticas o micro-comerciales. O incluso implicaciones éticas de la observancia de la ley islámica lo que lo haría atractivo para a una población no musulmana. Por características macro-sistemáticas, se refiere a aspectos de las políticas con las que cuentan las finanzas islámicas a nivel macro, pudiendo éstas llegar a ser más beneficiosas a las políticas existentes en las finanzas convencionales. Así mismo, se refiere a características micro-comerciales a aspectos en el ámbito micro de las finanzas y

la banca como el rendimiento que pueden tener las diferentes inversiones y demás aspectos positivos que conlleva el financiamiento por parte de instituciones islámicas en comparación a instituciones inmersas en las finanzas convencionales (Alam, 2015) (Nienhaus, 2013).

3.2. Reseña histórica de la internacionalización del Sukuk hacia economías no islámicas

El primer instrumento de este tipo emitido por una economía no islámica se emitió en Alemania en 2004. Esta primera emisión en occidente la realizó el Estado federal de Saxony-Anhalt por USD 100 millones. Entre los factores que motivaron esta emisión se pueden mencionar los siguientes. En primer lugar, Saxony-Anhalt es uno de los Estados con mayor especialización y conocimiento en mercados de capital ya que consigue la mayor parte de su financiamiento a través de este método. Adicionalmente, la visión de la autoridad financiera de Saxony-Anhalt se había planteado como objetivo expandir su portafolio de inversionistas hacia Medio Oriente y Asia. Finalmente, y uno de los puntos más críticos, el Estado de Saxony-Anhalt estaba sumamente endeudado por medio de su programa de emisión de notas y bonos en mercados convencionales. El endeudamiento per cápita del Estado era superior al de cualquier otro Estado federal de Alemania, lo que le obligaba a financiarse a tasas más altas de las deseadas. Posteriormente, el Estado constató que el costo de financiamiento en los mercados islámicos era mucho menor, por lo que decidió enlistar un título Sukuk en la bolsa de valores de Luxemburgo, siendo este el primero del mundo occidental y mostrando al mundo la confianza en este tipo de instrumentos (IE - Business School, 2011).

En 2007 se emitió el primer Sukuk corporativo por una entidad no islámica y a la vez el primero en Estados Unidos. La compañía emisora fue East Cameron Energy con un monto de USD 165 millones. Se constituyeron dos SPCs, una en Estados Unidos y otra en las Islas Caimán para estructurar un título tipo Musharaka. Los ingresos generados por la emisión se destinaron a pagar deudas previamente adquiridas por la compañía. Los problemas de liquidez de esta firma y los bajos ingresos generados por la extracción de gas natural causaron que se interrumpa el pago de obligaciones, la compañía se declare en banca rota y se evidencie el primer “default” de un Sukuk no Islámico (Zeineldin, 2014).

Sin embargo, el mundo no Islámico aprendió más sobre las implicaciones de este tipo de instrumentos y en 2009 se emitió en Reino Unido el primer Sukuk corporativo de USD 143 millones por parte de la compañía Sanctuary Building.

Posteriormente en 2010 se constituye un año clave para la internacionalización de estos títulos hacia economías no islámicas. En primer lugar, el Grupo Banco Mundial mediante la Corporación Financiera Internacional emite USD 100 millones en forma de Sukuk en el mercado internacional y se pronuncia favorablemente sobre los beneficios de este tipo de instrumentos y apoya públicamente el desarrollo de los mercados financieros islámicos. La confianza en estos títulos se siente con mayor fuerza luego de la emisión de USD 500 millones por parte de la compañía estadounidense General Electric en el mismo año. Se suma al grupo de emisores la compañía Toyota Financial Services, una subsidiaria de Toyota con base en Malasia y The International Innovative Technologies Ltd de Reino Unido, ambas emiten USD 50 millones. Sin duda, la intervención de nombres como General Electric, Toyota y el Banco Mundial generan mayor confianza en este mercado y en este tipo de instrumentos (Verma, 2011).

Entre 2011 y 2013 se suman a este mercado bancos de importancia global, como es el caso de los bancos ingleses HSBC mediante su subsidiaria HSBC Bank Middle East Limited y por otra parte Gatehouse Bank. Además, se incluye el banco francés Société Générale. La participación de instituciones financieras del tamaño de las que se mencionan anteriormente impulsa el desarrollo de este mercado en economías no islámicas.

Sin lugar a duda, el año 2014 es el más importante para el mercado de Sukuk no Islámico. A este mercado se suman emisiones de gran valor por parte de gobiernos no islámicos. El Gobierno de Hong Kong emite USD 1.000 millones, el Gobierno de Sudáfrica USD 500 millones, el Gobierno de Reino Unido USD 740 millones, el Gobierno de Luxemburgo USD 220 millones. La intervención de gobiernos no islámicos con emisiones que superan los USD 500 millones alimenta el interés por este mercado y hacen que el Sukuk no islámico se expanda a niveles nunca antes observados. En este año se añade la participación de la International Finance Facility for Immunization, una entidad cuasi-soberana, que emite USD 500 millones adicionales. Finalmente, el 2014 concluye con una

importante emisión por parte de uno de los bancos de inversión más grandes del mundo, Goldman Sachs con USD 500 millones. Se puede llamar al 2014 como el año de oro para el mercado de Sukuk no Islámicos.

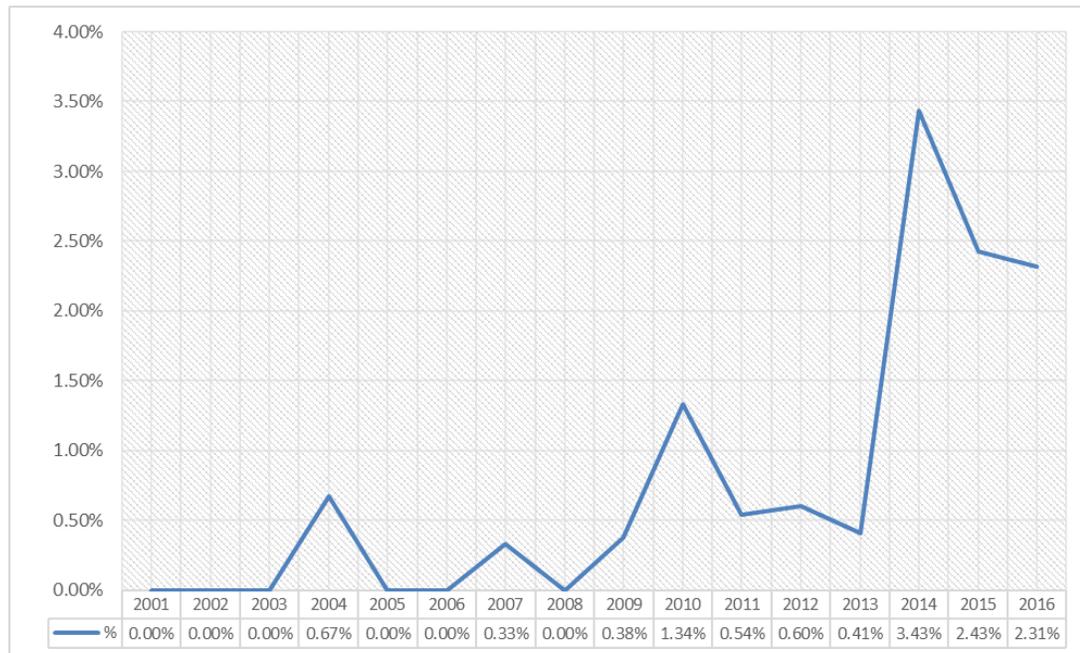
Gráfico 19: Volumen anual de Sukuk de emisores no islámicos



Fuente: IIFM Sukuk Report 2016 - 2010 desde la 1ra a la 6ta edición.
Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

Finalmente, los años 2015 y 2016 registran un volumen de USD 1.431 y 1.996 millones respectivamente. Se puede mencionar que en estos años han estado conducidos por la intervención de gobiernos, principalmente emisiones de Hong Kong y Singapur y corporaciones como el Saudi British Bank HSBC.

Gráfico 20: Proporción de emisiones no islámicas sobre emisiones islámicas 2001 - 2016



Fuente: IIFM Sukuk Report 2016 - 2010 desde la 1ra a la 6ta edición.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

En el gráfico 20 se puede ver que cada vez las emisiones de participantes no Islámicos se han incrementado desde 2001. Esto indica que el mercado de Sukuk es cada vez más atractivo para emisores no islámicos.

3.3. Atractivo e interés internacional actual

El desarrollo y formalización del mercado de Sukuk ha incrementado la participación de emisores que buscan inversionistas internacionales. Debido a que los valores nominales de las emisiones son cada vez mayores, la cantidad de emisiones que se enlistan en bolsas de valores internacionales sigue aumentando año a año.

La transparencia y regulación que genera una emisión enlistada en una bolsa de valores reduce la incertidumbre de los inversionistas. Los inversionistas provenientes de regiones como Estados Unidos o Europa son sensibles al nivel de transparencia de emisiones y mercados. Los inversionistas internacionales se vuelven aún más exigentes cuando se trata de activos poco comunes como el caso del Sukuk. Tanto el incremento de las emisiones

en bolsa como la mayor disponibilidad de información referente a esta industria, avivaron el atractivo internacional a este mercado.

El atractivo internacional en estos títulos sin duda ha aumentado. Por ejemplo, en 2015 el 30% de una importante emisión corporativa de Emirates Airlines enlistada en Nasdaq Dubai fue adquirida por inversionistas estadounidenses. Otra emisión soberana del Gobierno de Emiratos Árabes Unidos en 2016 fue adquirida en un 45% por inversionistas de Europa y Asia (Nasdaq Dubai - Ideal Ratings, 2015).

Uno de los factores que más ha contribuido a fomentar el interés en este mercado son las emisiones del sector soberano. Se registra que cada vez son más los gobiernos no islámicos que no solamente apoyan la emisión de este tipo de títulos, sino que a la vez han sido emisores de Sukuk de alto valor. Se dice que un sector soberano sólido y que alienta este tipo de emisiones hace que el sector privado tenga más confianza en este mercado.

3.4. Análisis de emisiones por entidades no islámicas

En esta sección se analiza a mayor profundidad las emisiones de Sukuk realizadas por entidades públicas y privadas no islámicas en los últimos años. En la sección anterior se revisó cronológicamente el desarrollo de las emisiones no islámicas, ahora se analizará aspectos como el lugar de procedencia, la naturaleza del emisor, los volúmenes emitidos, las divisas de preferencia de las emisiones no islámicas y finalmente se mencionarán con mayor detalle algunos casos más relevantes de emisiones no islámicas.

La siguiente tabla muestra todas las emisiones no islámicas de Sukuk desde 2001 hasta 2016 ordenadas desde la mayor hasta la menor, además se muestra el país de procedencia, la estructura del Sukuk emitido, su valor nominal, plazo y naturaleza del emisor. Esta tabla resume el análisis de cada categoría que se realiza a continuación.

Tabla 6: Lista de emisiones no islámicas desde 2007 hasta 2016

AÑO	EMISOR	EMISIONES	PAIS	DIVISA	TIPO	ESTRUCTURA	MONTO USD MILLONES	Plazo	NATURALEZA EMISOR
2014	Gobierno de Hong Kong	1	Hong Kong	USD	International	Sukuk Al Ijarah	\$ 1,000.00	5	Soberano
2016	Gobierno de Hong Kong	1	Hong Kong	USD	International	Hybrid Sukuk	\$ 1,000.00	5	Soberano
2015	Saudi British Bank HSBC	1	Reino Unido	SAR	International	Sukuk Al Wakalah	\$ 750.00	5	Corporativo
2016	Saudi British Bank HSBC	1	Reino Unido	USD	International	Sukuk Al Wakalah	\$ 750.00	5	Corporativo
2010	General Electric USA	5	Estados Unidos	USD	international	Sukuk Al Ijarah	\$ 500.00	60	Corporativo
2011	HSBC Bank Middle East Limited	1	Reino Unido	USD	International	Hybrid Sukuk	\$ 500.00	5	Corporativo
2012	Gatehouse Bank	1	Reino Unido	USD	International	Sukuk Al Wakalah	\$ 500.00	5	Corporativo
2014	Goldman Sachs	1	Estados Unidos	USD	International	Sukuk Al Wakalah	\$ 500.00	5	Corporativo
2014	The International Finance Facility for Immunization	1	Reino Unido	USD	International	Sukuk Al Murabahah	\$ 500.00	3	Cuasi - Soberano
2014	Gobierno de Sud África	1	Sud África	USD	International	Sukuk Al Ijarah	\$ 500.00	5.75	Soberano
2014	Gobierno de Reino Unido	1	Reino Unido	GBP	International	Sukuk Al Ijarah	\$ 400.00	5	Soberano
2014	Gobierno de Reino Unido	1	Reino Unido	USD	International	Sukuk Al Ijarah	\$ 340.00	5.08	Soberano
2012	First Resources Ltd	2	Singapur	MYR	International	Sukuk Al Musharaka	\$ 319.00	8	Corporativo
2013	Société Générale Bank Trust	1	Francia	MYR	International	Sukuk Al Murabahah	\$ 300.00	5	Corporativo
2013	First Resources Ltd	1	Singapur	MYR	International	Sukuk Al Musharaka	\$ 238.00	10	Corporativo
2014	Gobierno de Luxemburgo	1	Luxemburgo	EUR	International	Sukuk Al Ijarah	\$ 220.00	5	Soberano
2015	Global Vaccine Alliance GAVI	1	Estados Unidos	USD	International	Sukuk Al Murabahah	\$ 200.00		Cuasi - Soberano
2007	East Cameron Energy	1	Estados Unidos	USD	International	Sukuk Al Musharaka	\$ 165.00	5	Corporativo
2015	The Solar Guys International	1	Australia	MYR	International	Sukuk Al Murabahah	\$ 150.00	5	Corporativo
2009	Sanctuary Building Sukuk	1	Reino Unido	USD	International	Sukuk Al Musharaka	\$ 143.00	10	Corporativo
2010	Corporación Financiera Internacional IFC	1	Banco Mundial	USD	International	Sukuk Al Ijarah	\$ 100.00	6	Cuasi - Soberano
2015	Monetary Authority of Singapore	1	Singapur	SDG	International	Sukuk Al Musharaka	\$ 100.00	8	Soberano
2016	Developer Country Garden	1	Hong Kong	MYR	International	Sukuk Al Murabahah	\$ 98.00	5	Corporativo
2016	Hong Kong Sukuk Limited	1	Hong Kong	USD	International	Sukuk Al Wakalah	\$ 98.00	10	Soberano
2015	BEGW Sdn Bhd	1	China	MYR	International	Sukuk Al Wakalah	\$ 97.00	5	Corporativo
2014	The Bank of Tokio - Mitsubishi UFJ Malasia	1	Japón	MYR	International	Sukuk Al Ijarah	\$ 90.00	5	Corporativo
2004	Saxony - Anhalt	1	Germany	BHD	International	Sukuk Al Ijarah	\$ 63.00	10	Soberano
2015	City Developments Limited	1	Singapur	USD	International	Sukuk Al Ijarah	\$ 54.00	5	Corporativo
2010	Toyota Financial Services Malaysia Subsidiary	1	Japón	MYR	International	Sukuk Al Ijarah	\$ 50.00	5	Corporativo
2010	The International Innovative Technologies Ltd	1	Reino Unido	GBP	International	Sukuk Al Wakalah	\$ 50.00	5	Corporativo
2016	Japan International Cooperation Agency	1	Japón	USD	International	Sukuk Al Ijarah	\$ 50.00	5	Cuasi - Soberano
2015	Franklin Global Sukuk Fund	1	Luxemburgo	USD	International	Sukuk Al Wakalah	\$ 40.00	5	Corporativo
2015	Franklin Global Sukuk Fund	1	Luxemburgo	USD	International	Sukuk Al Wakalah	\$ 40.00	5	Corporativo
2013	FWU Group	1	Germany	USD	International	Sukuk Al Wakalah	\$ 20.00	5	Corporativo

Fuente: IIFM Sukuk Report 2016 - 2010 desde la 1ra a la 6ta edición, Tesoro de Reino Unido.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

Tabla 7: Análisis del volumen de las emisiones por jurisdicción no islámica

País No Islámico	Número de emisiones	Valor total - millones USD
Reino Unido	9	\$ 3,933.00
Hong Kong	4	\$ 2,196.00
Estados Unidos	5	\$ 1,365.00
Singapur	4	\$ 711.00
Sud África	1	\$ 500.00
Francia	1	\$ 300.00
Luxemburgo	3	\$ 300.00
Japón	3	\$ 190.00
Australia	1	\$ 150.00
Banco Mundial	1	\$ 100.00
China	1	\$ 97.00
Alemania	2	\$ 83.00

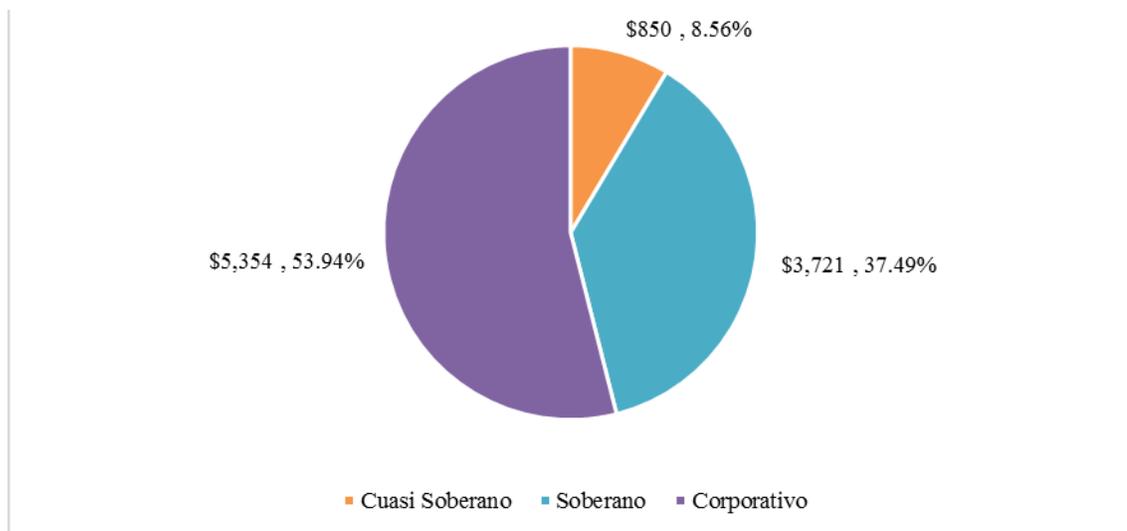
Fuente: IIFM Sukuk Report 2016 - 2010 1ra a la 6ta edición, Tesoro de Reino Unido.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

Entre 2001 y 2016, se han registrado emisiones de Sukuk de 11 nacionalidades no islámicas y una por parte de una institución multilateral, el Banco Mundial. Los actores más importantes en el mercado de emisiones no islámicas provienen de Reino Unido, Hong Kong y Estados Unidos. En el periodo mencionado, los Sukuk no islámicos registran un valor de USD 3.933 millones en Reino Unido, USD 2.196 en Hong Kong y USD 1.365 en Estados Unidos.

3.4.1. Naturaleza del emisor: Emisión Privada/Soberana/Cuasi Soberana

Gráfico 21: Clasificación de emisiones no islámicas por tipo de emisor 2001 – 2016
USD millones



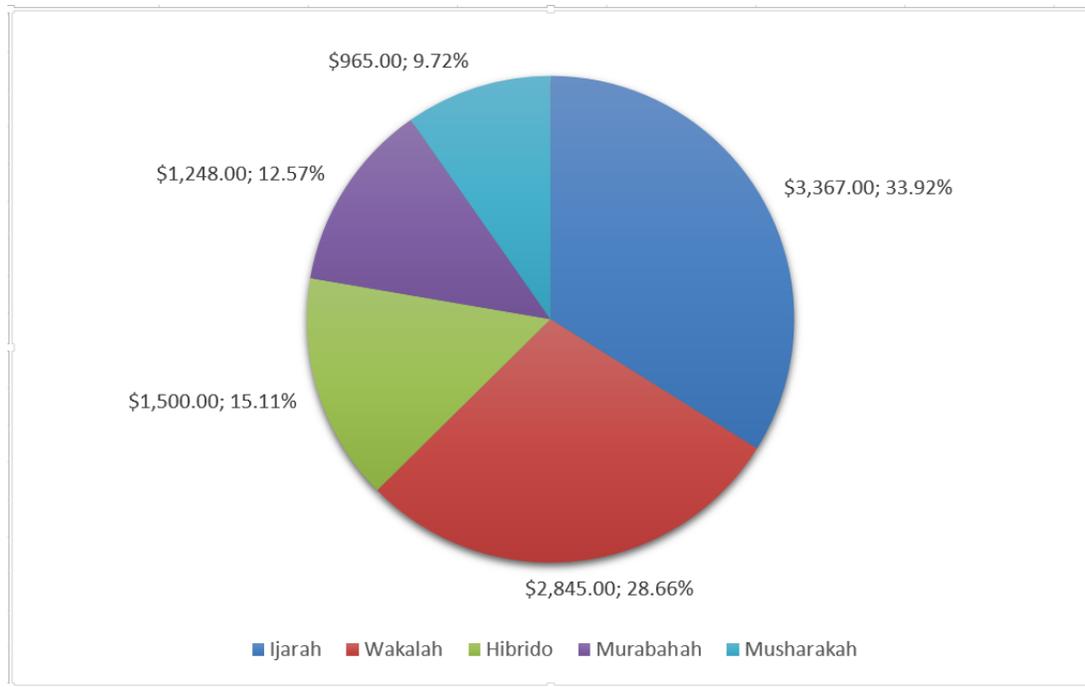
Fuente: IIFM Sukuk Report 2016 - 2010 desde la 1ra a la 6ta edición, Tesoro de Reino Unido.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

En base a los valores nominales emitidos hasta 2016, el conjunto de emisores no islámicos es mayoritariamente corporativo. El sector corporativo representa el 53,94% de las emisiones, seguido del sector soberano que alcanza el 37,49% de lo emitido y las entidades cuasi soberanas representan el 8,56% restante. Al contrario del mercado global de Sukuk que está principalmente representado por entidades soberanas, los emisores no islámicos son mayoritariamente corporaciones pertenecientes al sector privado.

3.4.2. Estructura de Sukuk de emisiones no islámicas

Gráfico 22: Clasificación de emisiones no islámicas por clase de Sukuk, 2001 – 2016
USD millones



Fuente: IIFM Sukuk Report 2016 - 2010 desde la 1ra a la 6ta edición, Tesoro de Reino Unido

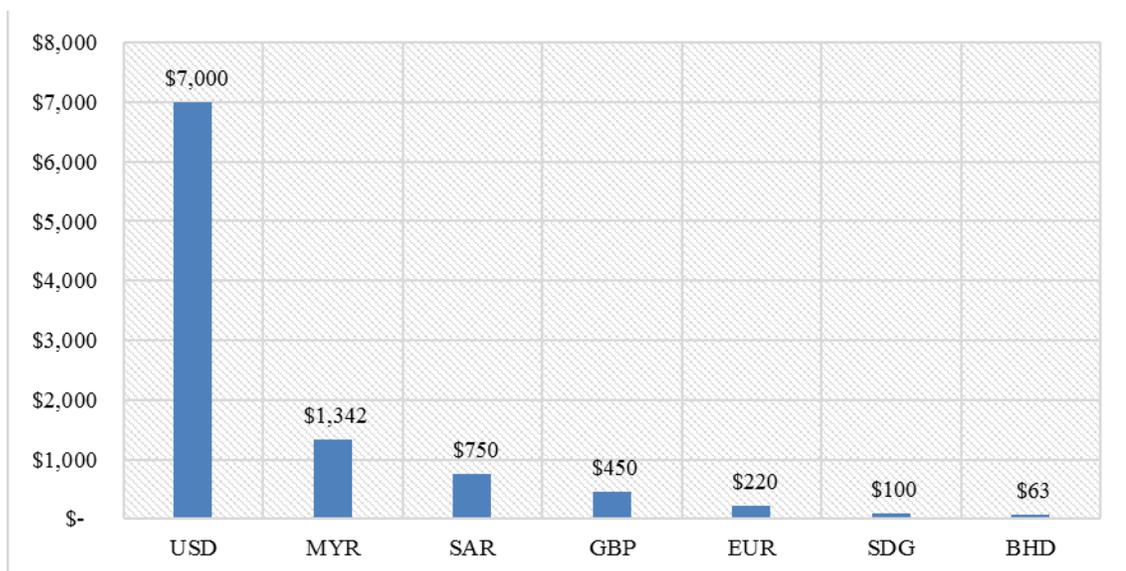
Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José

La estructura del Sukuk de los emisores no islámicos depende mayoritariamente del tipo de emisor. Si bien la forma preferida es el Sukuk de estructura Ijarah, este lo constituye únicamente emisiones soberanas. Mientras tanto, el sector privado prefiere emitir Sukuk de tipo Wakalah – 29%, mismo que constituye una de las estructuras de menor costo. Además, el 15% de este tipo de emisiones son de tipo híbrido, títulos que combinan más de un tipo de estructura, mientras que las estructuras clásicas Murabaha y Musharaka representan el 12% y 10% respectivamente. El tipo de estructura que elige el emisor depende de las necesidades que éste enfrente, los costos que esté dispuesto a afrontar, y el tipo de activos en los que se basa el contrato.

3.4.3. Denominación de emisiones no islámicas

En el siguiente gráfico se puede ver que la divisa preferida por los emisores no islámicos es el USD por un margen bastante amplio. Las emisiones en USD son impulsadas principalmente por los gobiernos no islámicos y por las instituciones financieras basadas en Estados Unidos y Europa. Aquellos emisores provenientes de Asia prefieren emitir en MYR – Ringgit de Malasia, SAR – Rial Saudí, SDG – Dólar de Singapur y BHD – Dinar Bahreiní. Por otra parte, las emisiones en moneda propia ocurren por parte del Gobierno de Reino Unido en GBP- Libras Esterlinas y el Gobierno de Luxemburgo en EUR -Euros.

Gráfico 23: Denominación de Sukuk de emisores no islámicos 2001 – 2016 USD millones



Fuente: IIFM Sukuk Report 2016 - 2010 desde la 1ra a la 6ta edición y Tesoro de Reino Unido.

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

3.5. Descripción de casos más relevantes

En esta sección se describen cuatro casos de emisiones realizadas por entidades no islámicas. Se toma el ejemplo de un caso corporativo, Goldman Sachs, dos emisiones soberanas, Reino Unido y Sudáfrica y por último una entidad multinacional, la

Corporación Financiera Internacional parte del Grupo Banco Mundial. Esta última sería clasificada como una emisión cuasi-soberana.

3.5.1. Grupo Goldman Sachs – USD 500 millones

El Grupo Goldman Sachs (GS) es una de las principales instituciones globales en banca de inversión, valores y administración de activos. Ofrece una amplia gama de servicios financieros a una base diversificada de clientes que incluye corporaciones, instituciones financieras, gobiernos y personas con un patrimonio neto alto. Fue fundado en 1869, su sede se encuentra en la ciudad de Nueva York y mantiene oficinas en todos los mayores centros financieros del mundo (Goldman Sachs Group, 2017).

J. Aron & Company (JANY), es una entidad que ha sido parte integral del Grupo Goldman Sachs por más de treinta años, dedicada especialmente a las operaciones de commodities¹¹. JANY es una subsidiaria indirecta del Grupo GS de propiedad total del mismo (IIFM, 2015). En la siguiente tabla se presenta un resumen de los detalles de esta emisión.

¹¹ El término commodity se refiere a los productos básicos o materias primas que normalmente son comercializados en el mercado financiero internacional (Merriam-Webster, 2017).

Tabla 8: Resumen de la emisión de Sukuk de Goldman Sachs - 2014

Emisor	JANY Sukuk Company Limited
Deudor	J. Aron & Company
País de transacción	Estados Unidos de América
Tipo de emisión	Sukuk Al Wakalah
Clasificación de emisión	A- (S&P) / A (Fitch)
Fecha de fijación de precios	16 de septiembre de 2014
Fecha de emisión	23 de septiembre de 2014
Periodo	5 años
Madurez	23 de septiembre de 2019
Porcentaje de ganancias	2.844%
Listado	Bolsa de valores de Luxemburgo
Ley que rige	Ley inglesa
Asociación de administradores	Goldman Sachs International, Abu Dhabi Islamic Bank, Emirates NBD Capital, National Bank of Abu Dhabi, NCB Capital Company, QInvest

Fuente: IIFM Sukuk Report (5ta edición) 2016

Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José

El emisor (“JANY Sukuk Company Limited” un SPV incorporado en las Islas Caimán) emitió los certificados y aplicó los procesos de la emisión alineados a los principios del contrato Wakalah. J. Aron & Company (JANY), como se mencionó, es la subsidiaria del Grupo GS encargada de las operaciones de commodities.

JANY, con la garantía de GS, utilizó el capital recolectado mediante la emisión del contrato Wakalah para invertir, primero, en un portafolio de commodities compatible con los principios de la Sharia’a (Wakalah commodities) y segundo, un portafolio de commodities asignados a un segundo contrato de tipo Muradahah.

El contrato Wakalah constituye el 51% de lo procedente de la emisión. En este, JANY acuerda, primero, transmitir al emisor el beneficio generado por medio de una cartera de commodities que cumplen con la Sharia’a y, segundo, tratar de generar una rentabilidad en base a transacciones, ventas y adquisiciones de comodities de una forma aceptada por la Sharia’a.

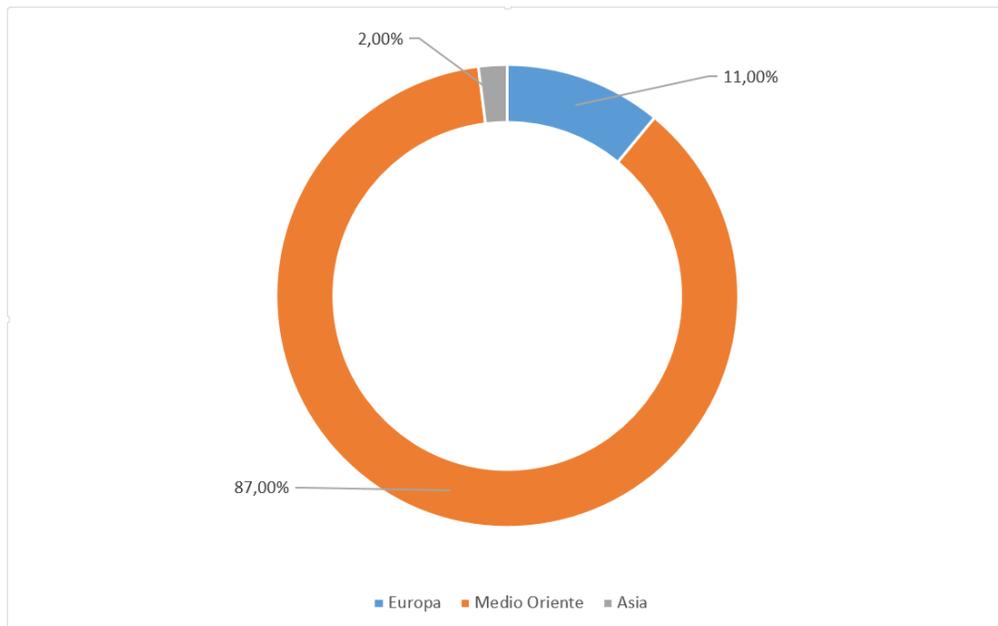
Por otra parte, el 49% restante de lo procedente de la emisión de certificados, corresponde al acuerdo Murabahah. Los activos adquiridos (comodities) bajo el segundo contrato,

serán vendidos a futuro y se entregarán pagos diferidos a los tenedores de estos títulos. Se estableció en el acuerdo Murabahah que el Grupo GS se encarga de garantizar dichos pagos.

Los precios iniciales de este paquete de emisión de Sukuk de valor nominal USD 500 millones, fueron publicados a las 6 am hora de Londres el 16 de septiembre del 2014. El listado de órdenes creció rápidamente sobre 1.400 millones de dólares americanos entre las cuatro primeras horas después de la apertura. Las ofertas y órdenes crecieron hasta cerrar los libros por USD 1500 millones. Esto permitió que los certificados lleguen al mercado por primera vez siendo adquiridos a un precio que superó su valor nominal y por lo tanto los intermediarios de esta colocación se hicieron con un porcentaje de ganancias de 2.844%.

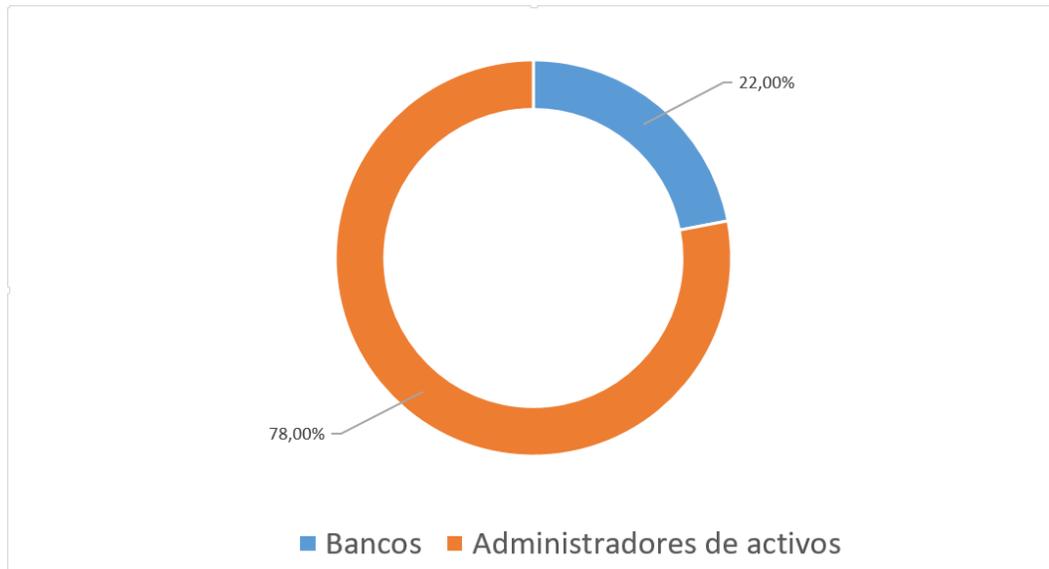
Los siguientes gráficos detallan la distribución geográfica y el tipo de inversionistas que adquirieron esta emisión.

Gráfico 24: Distribución geográfica de las primeras adquisiciones de la emisión de Sukuk de Goldman Sachs



Fuente: IIFM Sukuk Report (5ta edición) 2016.
Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

Gráfico 25: Entidades que adquirieron por primera vez la emisión de Sukuk de Goldman Sachs



Fuente: IIFM Sukuk Report (5ta edición) 2016.
Elaborado por: Marmolejo, Mateo y Suárez, José.

Como se puede ver en los dos gráficos precedentes, la mayor parte de inversionistas involucrados en la primera compra de esta emisión provinieron de Medio Oriente y ordenaron el 87% de la emisión. Lo restante fue obtenido por inversionistas europeos y asiáticos. Los bancos (Islámicos y convencionales) constituyeron el tipo de inversor más grande, 78%. Los administradores de activos obtuvieron el 22% restante del listado de certificados.

3.5.2. Gobierno de Reino Unido 2014 - USD 400 millones

Como se mencionó anteriormente la emisión de Sukuk del gobierno del Reino Unido fue la primera realizada por un gobierno ajeno al Islam y a la vez, la primera emisión de un gobierno de occidente. Esta es una emisión soberana de tipo Al Ijarah realizada en el año 2014. Tiene un plazo de 5 años y su valor nominal fue de GBP 340 millones. Su colocación en el mercado primario generó un porcentaje de retorno de 1.75% para los intermediarios ya que se vendió sobre el par. Realizar un pago sobre el par significa pagar más por un activo financiero de lo que vale contablemente. Esta transacción atrajo una carta de pedidos de GBP 2.300 millones. La carta de pedidos hace referencia a una lista de órdenes

de compra para dicho activo financiero en específico. Una vez más, la mayoría de compradores en una primera instancia se localizaron en Medio Oriente y Asia, los primeros representaron el 37% y los segundos el 24% del total de compradores, no obstante, cerca del 25% de los títulos fueron adquiridos por inversionistas dentro del mismo Reino Unido (IIFM, 2015). Entre los compradores se encuentran varias instituciones de manejo de activos, bancos centrales y privados, e instituciones financieras internacionales.

Sobre el principal propósito por el cual se realizó la emisión, el Ministro de Hacienda del Reino Unido George Osborne comentó:

“La emisión del primer Sukuk Soberano de Gran Bretaña cumple con el compromiso del gobierno de convertirse en el centro occidental de las finanzas islámicas y forma parte de nuestro plan económico a largo plazo para hacer de Gran Bretaña el centro indiscutible del sistema financiero global.”

De la misma manera aseguró que se ha visto una fuerte demanda, resultando en un precio que ofrece una relación calidad-precio interesante para los Manifestó que espera que el éxito de esta emisión gubernamental aliente otras emisiones de Sukuk por parte del sector privado en el Reino Unido (UK Government, 2014).

Por último, cabe destacar que a diferencia del resto de casos en esta sección, esta emisión fue listada en la bolsa de valores de Londres, cumpliendo con el objetivo planteado por el Ministro de Hacienda del Gobierno.

3.5.3. Gobierno de Sudáfrica 2014 - USD 500 millones

La emisión hecha por Sudáfrica fue la segunda realizada por un país que no tenga relación directa con el Islam luego de la emisión del Gobierno de Reino Unido. El gobierno sudafricano emitió un Sukuk Al Ijarah de USD 500 millones el mes de septiembre del año 2014, con un periodo de madurez de 5,75 años. Este Sukuk recibió órdenes que superaron su valor nominal (USD 500 millones) por más de cuatro alcanzando una cartera de pedidos de USD 2.200 millones. Nuevamente, como en el caso anterior la mayoría de compradores

de esta emisión provienen de Medio Oriente; combinados con los inversionistas asiáticos conforman el 59% del total de compradores (IIFM, 2015).

Esta emisión es reconocida como los bonos denominados en dólares que han sido vendidos en el menor costo de endeudamiento desde 1994. El gobierno sudafricano mantiene que esta emisión fue diseñada para expandir su base de inversionistas hacia los mercados árabes y asiáticos; especialmente aquellos pertenecientes a los estados del golfo (Adrienne Klasa, 2014).

Según Megan McDonald, director del departamento de deuda de mercados de capital del Standard Bank de Sudáfrica “Un objetivo clave del Tesoro Nacional de Sudáfrica fue alcanzar una nueva base de inversores, esto para lograr diversificar la base de inversionistas convencional compuesta mayoritariamente por compradores europeos.” El Standard Bank en conjunto con BNP Paribas Sudáfrica y KFH Investment fueron los encargados de preparar la venta.

Este gobierno demostró su interés de emitir instrumentos financieros islámicos en el año 2011. Desde entonces, implementar toda la estructura y regulación apropiada para este tipo de emisiones al igual que decidir cuáles serían los activos apropiados para el tipo de emisión llegó a tomar un periodo de tres años, y es así que realizan la emisión el año 2014 (Adrienne Klasa, 2014). Al ser esta una emisión de tipo Al Ijarah, los poseedores de Sukuk deben ser garantizados con la propiedad parcial de un activo.

Por último, el listado se lo hizo en la bolsa de valores de Luxemburgo, de la misma manera que en el caso de Goldman Sachs. Se puede ver que Luxemburgo es uno de los destinos principales para los listados provenientes de emisores no islámicos. Esta fue la primera bolsa de valores europea en listar Sukuk, empezando en el año 2002.

3.5.4. Corporación Financiera Internacional – USD 100 millones

Otra emisión importante es la de la Corporación Financiera Internacional (IFC), una institución miembro de Grupo del Banco Mundial. Esta anunció en el año 2009 su interés en emitir certificados Sukuk por USD 100 millones. Se optó por una estructuración de

tipo Al Ijarah constituyendo la primera de tipo cuasi-soberana por un organismo multilateral que no sea únicamente de tipo islámico.

La IFC realizó su emisión de Sukuk en el año 2010 y manifestó el objetivo de acelerar el crecimiento de economías emergentes (IFC, 2015). Estos certificados cuentan con un periodo de 5 años de vigencia y estuvieron dirigidos a apoyar las diferentes actividades financieras de la IFC en Medio Oriente y el Norte de África, al igual que otras partes del mundo. Esta fue inicialmente enlistada en Nasdaq Dubai, el mayor centro de intercambio del Medio Oriente. Parte de la emisión también fue enlistada en la bolsa de valores de Londres.

Se estructuró la emisión con el carácter de contrato Wakalah y las instituciones que estuvieron a cargo de dicha transacción fueron el Dubai Islamic Bank, HSBC, Banco Nacional de Abu Dhabi y Standard Chartered Bank. Los inversionistas fueron: 75% bancos, 20% instituciones oficiales y 5% administradores de fondos (IIFM, 2015). Como se mencionó anteriormente esta emisión por parte de un organismo perteneciente al Grupo Banco Mundial fue el que selló la confianza para que entidades gubernamentales y privadas den paso a desarrollar este tipo de emisiones.

3.6. Conclusiones

Este capítulo ha demostrado que las finanzas islámicas no están dirigidas exclusivamente hacia sujetos relacionados con el Islam, sino mantienen una apertura hacia cualquier institución o persona, siempre y cuando se respete la ley islámica. Se ha probado que instituciones ajenas al Islam hacen uso de los bonos islámicos con mayor frecuencia, tanto del lado de la oferta (emisores) como del lado de la demanda (inversionistas). Por una parte, las emisiones no islámicas han incrementado anualmente a una tasa promedio de 117.49% entre 2001 – 2016. Por otra parte, se ha demostrado que cada vez son más los inversionistas institucionales estadounidenses y europeos que adquieren estos títulos vía bolsa de valores. En este aspecto, Reino Unido, Hong Kong y Estados Unidos son los actores más relevantes del sector no islámico.

El análisis de las características del conjunto de emisiones no islámicas permitió llegar a las siguientes conclusiones:

Primero, las emisiones de Sukuk no islámicas son principalmente internacionales, es decir, se emite en moneda y territorio distintos al de la nacionalidad del emisor, esto excluye el USD. Los emisores de occidente prefieren emitir en EUR, GBP o USD y en la bolsa de valores de Londres o Luxemburgo, mientras que los emisores asiáticos optan por estructurar sus emisiones en MYR, Riales Saudís, Dólares de Singapur y Dinares Bahreinís.

En segundo lugar, este es un sector en el cual las empresas privadas son los principales actores. A diferencia del mercado islámico que está principalmente conducido por emisores soberanos (40%), las emisiones no islámicas son mayoritariamente corporativas (54%).

Finalmente, luego de analizar casos específicos, se encontró que los emisores no islámicos han decidido ingresar a este mercado por las siguientes razones:

Primero, mejoras en las condiciones de mercado. Varios consideran que es un mercado que se ha formalizado gracias a situaciones como el aumento de volumen de emisiones a través de bolsas de valores, transparencia en la información y regulación.

Segundo, motivaciones políticas y promoción del mercado interno. En la mayoría de casos corporativos, estos buscan expandir y diversificar la base de inversionistas. Por otra parte, los emisores soberanos buscan atraer inversionistas al mercado interno, promover su mercado financiero local con nuevos productos e impulsar el sector privado relacionado a este tipo de finanzas.

Tercero, se ha visto que situaciones financieras también motivan a ingresar al mercado de Sukuk. La relación costo beneficio o la imposibilidad de conseguir financiamiento en el mercado común de capital obliga a los emisores a buscar alternativas en otros mercados.

En otro tema, llama la atención en los cuatro casos analizados, que la primera oferta de las emisiones llegó al mercado primario a un valor superior al par. Esto refleja, primero,

la confianza de los inversionistas en los emisores y, segundo, la confianza en estos instrumentos, ya que los compradores estuvieron dispuestos a pagar más que el valor nominal de los títulos para adquirirlos por primera vez. Además, es interesante observar que los bancos de inversión pueden beneficiarse en dos instancias al emitir estos títulos si se presentan las condiciones de mercado adecuadas. Por una parte, sus subsidiarias consiguen financiamiento por medio de SPCs y por otra, el banco matriz (parent company), hace las veces de colocador de estos títulos en el mercado primario. En caso de existir una relación de underwriting¹² y vender los títulos sobre el par, las ganancias son para el colocador. Este fue el caso de la emisión de Goldman Sachs en la cual Goldman Sachs Internacional participó como colocador por lo tanto obtuvo parte de las ganancias generadas por el diferencial entre el valor nominal y el precio de emisión.

¹² Underwriting es un término utilizado para referirse a un contrato celebrado entre una entidad financiera y otra parte en la cual la primera se compromete a adquirir todo el paquete de emisión antes de colocarlo en el mercado primario (Merriam-Webster, 2017).

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES FINALES

Conclusiones:

Luego de analizar estos tres capítulos que describen el funcionamiento del Sukuk y su desarrollo en mercados islámicos e internacionales hemos llegado a las siguientes conclusiones:

1. Las finanzas islámicas no son simplemente una adaptación de las finanzas convencionales, sino una práctica que cuenta con toda una estructura legal, moral, cultural, social y técnica abierta a todo tipo de inversionistas.
2. Los bonos Sukuk se originan en las economías islámicas y son instrumentos financieros en los que el capital no se compra ni se vende, por lo tanto, no tiene una tasa de interés.
3. Se puede obtener beneficios tanto para quienes emiten estos títulos como para los que los adquieren debido a que son una forma de asociación en la cual el riesgo se comparte entre las partes involucradas.
4. Las entidades públicas y privadas hacen uso de este instrumento luego de constituir una compañía con propósito especial o SPC la cual facilita las transacciones. Este proceso garantiza que se respete los principios de la ley islámica.
5. El mercado de Sukuk abarca aproximadamente la séptima parte del total de los activos del sistema financiero islámico en 2016 y es el componente del sistema que más ha crecido en los últimos 15 años, superando a la expansión de la banca y los seguros islámicos.
6. Gran parte del mercado de Sukuk se encuentra centralizado en Malasia y está expuesto de forma directa a alteraciones provenientes de cambios políticos y económicos de este país.

7. El mercado de estos títulos se ha experimentado un proceso de expansión desde 2001 que se constata con los siguientes parámetros:
 - a. el aumento global de los valores emitidos,
 - b. el incremento del tamaño promedio de los paquetes de emisión, principalmente soberanos,
 - c. el inicio de su comercialización en centros financieros de importancia global,
 - d. la inclusión de nuevos participantes no islámicos en este mercado que abarca importantes actores del mercado internacional de capital como gobiernos, multinacionales, corporaciones y organismos multilaterales,
 - e. la evolución en cuestiones de difusión de información, transparencia, organismos de control, regulación y estandarización.

8. Los principales actores involucrados en el mercado de Sukuk son los gobiernos de Malasia, Arabia Saudita, Indonesia, Qatar, Emiratos Árabes Unidos, Turquía, Pakistán y Bahrein mientras que los principales actores no islámicos son Reino Unido, Hong Kong y corporaciones de Estados Unidos.

9. El creciente uso de Sukuk por parte de entidades no islámicas se debe principalmente a:
 - a. la intención de diversificar la base de inversionistas,
 - b. obtener mejores condiciones de financiamiento,
 - c. promover políticamente las finanzas islámicas, como apoyo a la expansión de las bolsas de valores locales hacia este mercado,
 - d. obtener rendimientos.

Recomendaciones:

1. Se debe evaluar la viabilidad de otras formas de financiamiento, como el Sukuk, por parte de corporaciones y gobiernos como una alternativa a la emisión de deuda convencional en mercados de capital.
2. Ecuador debería analizar la posibilidad de financiarse mediante bonos islámicos y evaluar si este mecanismo representa menores costos de financiamiento que los métodos convencionales utilizados.
3. Consideramos que se debe fomentar la difusión de estudios sobre el mercado de Sukuk y las finanzas islámicas en general, dado que son escasos los documentos académicos disponibles en español sobre estos temas.
4. En las instituciones académicas que ofrecen cursos y profesiones relacionadas a las finanzas y negocios internacionales, se debería incluir el tema de las finanzas islámicas; no solamente debido a su creciente importancia global sino por la alternabilidad de opciones y beneficios que otorga.

BIBLIOGRAFÍA

- Adam, N. J., & Thomas, A. (2005). *Islamic Bonds: Your Guide to Structuring, Issuing and Investing in Sukuk*. Londres: Euromoney Books.
- Adilla, F. (27 de Julio de 2017). *New Straits Times*. Obtenido de BEWG issues sukuk wakalah; first-ever by Chinese-owned company: <https://www.nst.com.my/business/2017/07/261297/bewg-issues-sukuk-wakalah-first-ever-chinese-owned-company>
- Adrienne Klasa. (1 de Octubre de 2014). *This is Africa: A Global Perspective*. Obtenido de South Africa issues Africa's first dollar-denominated sukuk: <http://www.thisisafricaonline.com/News/South-Africa-issues-Africa-s-first-dollar-denominated-sukuk?ct=true>
- Alam, S. (3 de Mayo de 2015). *Korea University Faculty of International Studies*. Obtenido de Islamic Finance: An Alternative to the Conventional: <http://gsis.korea.ac.kr/wp-content/uploads/2015/04/12-1-03-Md.-Shafi-Alam.pdf>
- Ariff, M., Safari, M., & Mohamad, S. (2014). *Sukuk Securities: New Ways of Debt Contracting*. Singapur: John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd.
- Askari, H., Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2015). *Introduction to Islamic Economics: Theory and Application*. Singapur: John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd.
- Ayud, M. (2007). *Understanding Islamic Finance*. Chichester, England: John Wiley & Sons Ltd.
- Banco Central de Malasia. (2013). *The Islamic Financial System*. Kuala Lumpur.
- Banco Central de Malasia. (2017). *Islamic Finance Marketplace*. Kuala Lumpur.
- Bellalah, M. (2013). *Islamic Banking and Finance*. Newcastle, UK: Cambridge Scholars Publishing. Recuperado el 5 de 12 de 2016
- CFA Institute. (2017). *CFA Level 1 Equity and Fixed Income*. New York: Wiley.
- Chiang, L. (26 de Octubre de 2015). *South China Morning Post*. Obtenido de Country Garden sukuk issuance a blow to Hong Kong's Islamic finance hopes: <http://www.scmp.com/business/companies/article/1871890/country-garden-sukuk-issuance-blow-hong-kongs-islamic-finance>
- di Mauro, F., Caristi, P., Couderc, S., Di Maria, A., Ho, L., Kaur Grewal, B., . . . Zaher, S. (Junio de 2013). *Islamic Finance in Europe*. Obtenido de European Central Bank: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp146.pdf>
- EIB. (3 de Agosto de 2013). *Financing Innovative Firms Through Venture Capital*. Obtenido de <http://www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf>

- El-Hawary, D., Grais, W., & Iqbal, Z. (2004). *Regulating Islamic Financial Institutions: The Nature of the Regulated*. Washington, DC: World Bank Policy Research Working Paper 3227.
- Gallant, C. (1 de Noviembre de 2017). *What is securitization*?. Obtenido de <https://www.investopedia.com/ask/answers/07/securitization.asp>
- Goldman Sachs Group. (2017). *Goldman Sachs*. Obtenido de Who we are? Our business at a glance: <http://www.goldmansachs.com/who-we-are/at-a-glance/index.html>
- Gutierrez, J. C. (2010). *La Correcta Utilización de los Promedios*. Obtenido de https://www.google.com.ec/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjoo_WB4LbWAhULMSYKHxKTDO8QFggIMAA&url=http%3A%2F%2Fpublicaciones.eafit.edu.co%2Findex.php%2Frevista-universidad-eafit%2Farticle%2Fdownload%2F1249%2F1134&usg=AFQjC
- ICD - Thomson Reuters. (2014). *Islamic Finance Development Report - Harmony on the Orizon*. Islamic Development Bank Group - Thomson Reuters.
- ICD - Thomson Reuters. (2016). Islamic Finance Development Report. *Global Islamic Finance Development Indicator*, 160.
- IE - Business School. (2011). *Islamic Finance made in Germany: The 2004 Sukuk Issue by the State of Saxony-Anhalt*. Research Paper. Obtenido de <http://www.grin.com/en/e-book/176319/islamic-finance-made-in-germany-the-2004-sukuk-issue-by-the-state-of-saxony-anhalt>
- IFC. (10 de Septiembre de 2015). *International Finance Corporation - World Bank Group*. Obtenido de IFC Launches \$100 million Sukuk to Support Private Sector Development: <https://ifcextapps.ifc.org/ifcext%5Cpressroom%5Cifcpressroom.nsf%5C0%5CEA000D9BB3A2FB9585257EBC003F308B>
- IFG IFDI Team. (2015). *Islamic Finance Development Indicator Rulebook*. Emmy Abdul Alim.
- IIFM. (2015). *Sukuk Report (5th Edition) A Comprehensive study of the Global Sukuk Market*. Manama: IIFM Market Research. Obtenido de http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20%284th%20Edition%29%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market_0.pdf
- IIFM. (2016). *SUKUK REPORT: A comprehensive study of the global Sukuk market* (Vol. 5ta edición). Manama, Bahrein: International Islamic Financial Market. Obtenido de http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20%285th%20Edition%29%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market_0.pdf

- Iqbal, Z. (1997). *Islamic Financial Systems. IMF - Finance & Development*.
- Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2011). *An Introduction to Islamic Finance*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.
- Islamic Finance Services Board. (2016). *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2016*. Kuala Lumpur: IFIS - Bank Negara Malaysia.
- Kettell, B. (2011). *Introduction to Islamic Banking and Finance*. Chichester: Wiley Financial Series. Recuperado el 15 de 02 de 2017
- Khan, M., & Porzio, M. (2010). *Islamic Banking and Finance in the European Union: A Challenge*. Londres: Edward Elgar Publishing.
- Merriam-Webster. (2017). *Definition of commodity*. Obtenido de <https://www.merriam-webster.com/dictionary/commodity>
- Merriam-Webster. (2017). *Definition of Underwriting*. Obtenido de <https://www.merriam-webster.com/dictionary/underwriting>
- MIFC. (15 de Abril de 2015). *Malaysia World's Islamic Finance Marketplace*. Obtenido de US: Potential market for Islamic Finance: http://www.islamicfinance.com/wp-content/uploads/2015/04/MIFC-Insight-Report_US-Potential-Market-for-IF.pdf
- MIFC. (11 de Marzo de 2015). *Malaysia World's Islamic Finance Marketplace*. Obtenido de Europe: A rising opportunity for Islamic Finance: <http://www.mifc.com/index.php?ch=28&pg=72&ac=117&bb=uploadpdf>
- Nasdaq Dubai - Ideal Ratings. (2015). *Nasdaq Dubai*. Obtenido de Nasdaq Dubai IdealRatings Sukuk Indices: Methodology: <http://www.nasdaqdubai.com/sukukindex/docs/ideal%20Ratings%20Sukuk%20Index%20Methodology.pdf>
- Nienhaus, V. (12 de Mayo de 2013). *ZAWYA Thompson Reuters*. Obtenido de Islamic Finance: Attractive for non-muslims?: http://www.zawya.com/story/Islamic_finance_attractive_for_nonMuslims-ZAWYA20130512065501/
- Reinhardt, W., Mletzko, C., B. Sloep, P., & Drachsler, H. (2 de Junio de 2015). *Understanding the meaning of awareness in Research Networks*. Obtenido de <http://ceur-ws.org/Vol-931/paper1.pdf>
- S&P Dow Jones Indices. (2017). *Indices by asset class*. Obtenido de Sukuk indices: <https://us.spindices.com/indices/fixed-income/dow-jones-sukuk-bbb-rated-total-return-index>
- S&P Global. (2017). *S&P Dow Jones Indices*. Obtenido de Dow Jones Islamic Market: <https://us.spindices.com/index-family/shariah/sp-shariah>

- Sam R, H. (2005). Islamic money market instruments. En *Handbook of Islamic banking*. Kuala Lumpur.
- Saunier, P., & Iriye, A. (2017). *Euromarkets*. Obtenido de Paris School of Economics: <http://www.parisschoolofeconomics.com/hautcoeur-pierre-cyrille/euromarkets.html>
- Standard Bank of Southafrica. (22 de Septiembre de 2014). *Standard Bank leads on largest Sub-Saharan Africa Sukuk*. Obtenido de Corporate and Investment Banking: <https://corporateandinvestment.standardbank.com/portal/site/CIB/menuitem.72e0f05fb4da2d7ca61ead10d3ac09a0/?vgnextoid=b43dc5f7aaca8410VgnVCM1000009a90900aRCRD&vgnextfmt=default>
- Thmpson Reuters. (7 de Octubre de 2013). *Reuters*. Obtenido de Germany's FWU issues rare asset-backed sukuk: <http://www.reuters.com/article/islamic-insurance-fwu/germanys-fwu-issues-rare-asset-backed-sukuk-idUSL6N0HX07S20131007>
- Thompson Reuters. (16 de Abril de 2016). *Reuters*. Obtenido de Michigan community bank plans U.S.-domiciled Islamic bonds: <http://www.reuters.com/article/us-islamic-finance-usa/michigan-community-bank-plans-u-s-domiciled-islamic-bonds-idUSKCN0XG0F3>
- Udovitch, A. (1979). *Bankers without Banks: Commerce, Banking, and Society in the Islamic World of the Middle Ages*. New Heaven: Yale University Press.
- UK Government. (14 de Agosto de 2014). *United Kingdom Government*. Obtenido de Government Issues First Islamic Bond: <https://www.gov.uk/government/news/government-issues-first-islamic-bond>
- Verma, S. (2011). *GE opens Islamic finance markets for US corporates*. Global Capital. Obtenido de <http://www.globalcapital.com/article/yvy6llkf68xs/ge-opens-islamic-finance-market-for-us-corporates>
- Vizcaino, B. (21 de Septiembre de 2015). *Thompson Reuters*. Obtenido de China turns to Islamic finance to expand economic clout: <http://www.reuters.com/article/us-islam-financing-china/china-turns-to-islamic-finance-to-expand-economic-clout-idUSKCN0RM08020150922>
- Zeineldin, H. (2014). *East Cameron Gas Sukuk – a case study on sukuk*. Obtenido de <https://www.sukuk.com/wp-content/uploads/2014/04/East-Camerron-Case-Study.pdf>

