

“Project finance” y finanzas islámicas: un binomio con futuro prometedor

A excepción de algunos bufetes de abogados, contados académicos y una decena de grandes empresas, el *know-how* con el que contamos en España en relación al mundo de las finanzas islámicas es considerablemente escueto. Por esta razón, así como por la relevancia de esta área de conocimiento y por ser fuente potencial de financiación de inversiones, aplaudimos la reciente publicación de “[El nuevo capital árabe: principales actores y oportunidades para empresas españolas](#)”, editado por Casa Árabe, que nos ha recordado nuestro compromiso de avanzar en el conocimiento de esta realidad.

Verónica López Sabater

La financiación de proyectos (*project finance*) suele ser considerada como uno de los mecanismos que mejor se adecuan al esquema de financiación islámica, por su carácter participativo y porque el *cash flow* generado por el proyecto es previsiblemente suficiente para retribuir a los inversores. El *project finance* se define como una estructura de financiación que depende de los flujos de caja procedentes de una explotación específica como fuente principal de amortización del préstamo y que legalmente cuenta con los activos de dicha explotación como garantía. Los sectores predominantes en *project finance* son aquellos relacionados con el desarrollo de infraestructuras, tanto de ámbito público como privado.

De hecho, muchos proyectos de infraestructura se han realizado con instrumentos de financiación islámica, principalmente *sukuk* (bonos), ya sea con estructura subyacente de *ijara*, de *istisna'a* (ver recuadro para consultar estos conceptos) o como resultado de una combinación de ambas.



De la práctica internacional algunos investigadores afirman que el modelo más habitual de financiación de proyectos en los que concurren inversores islámicos es aquel que podríamos denominar “combinado” o mixto: los esquemas de cofinanciación en los que opera un tramo islámico (como contraposición a esquemas de financiación íntegramente islámica) resultan más aptos para re-

TESORERÍA EMPRESAS



**SI SU EMPRESA
FUNCIONA
COMO UN RELOJ,
OBTIENE MÁS
RENDIMIENTO**

RENTABILIDAD PARA
SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON
DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pague ni un segundo cuando se trata
de su caja de gestión a sus necesidades.
Disponga de fondos de inversión a corto
plazo de liquidez y aproveche cada minuto
de rentabilidad con total seguridad y
disponibilidad.

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata



PRODUCTOS FINANCIEROS ISLÁMICOS

Instrumento de deuda

- *Istisna*: el financiador islámico, a través de una SPV (*Special Purpose Vehicle*, por sus siglas en inglés), efectúa pagos contra hitos establecidos previamente a la sociedad del proyecto para que ésta pueda efectivamente construir. Al finalizar la obra, la sociedad transfiere la propiedad a la SPV.

Instrumento de cuasi deuda

Ijara es un contrato de arrendamiento entre el financiador islámico (en calidad de arrendador) y la sociedad del proyecto (como arrendataria), que contempla el pago de una renta durante la explotación del activo (con la posibilidad de que sea antes de la entrega de la obra, en cuyo caso se tratará de *forward lease*). La SPV se compromete a transferir la propiedad del activo al finalizar el arrendamiento (*put option*), y a su vez, el cliente a adquirirlo en la misma fecha (*call option*).

conciliar los diferentes enfoques financieros, estos, islámico y occidental.

Existen enormes diferencias entre las finanzas islámicas y las finanzas convencionales u occidentales, tanto desde el punto de vista legal, como fiscal, de estructura y riesgos. Sin embargo, en lo que a *project finance* se refiere, existen muchos puntos relativamente compatibles, que vale la pena conocer.

Por un lado, la financiación de proyectos es conceptualmente una modalidad de financiación muy afín a la filosofía que sustenta los principios de las finanzas islámicas. Se configura como una solución ideal y capaz de reconciliar las necesidades económicas y financieras a corto plazo de los proyectos satisfechas por grandes inversiones de capital con los retornos económicos que se producen sólo en el medio y largo plazo. Por su naturaleza, la remuneración al prestamista islámico no se justifica por el tiempo transcurrido sino por los ingresos (flujo de caja) generados por el proyecto. De este modo, el prestamista / inversor, que asume riesgo comercial, actúa como un socio activo en el proyecto y no como un acreedor convencional, lo cual hace recordar a la filosofía de la financiación islámica de proyectos.

Otra similitud radica en los activos subyacentes. La financiación de proyectos implica un activo real,

útil y beneficioso, lo cual resulta perfectamente compatible con uno de los preceptos fundamentales de las finanzas islámicas: los activos reales subyacentes a cualquier operación. De hecho, las estructuras islámicas de financiación de proyectos son generalmente utilizadas para financiar el sector industrial (manufacturas, generación de energía, etc.), extractivo (hidrocarburos, minería, etc.), proyectos de construcción y de infraestructura (puertos, autopistas, telecomunicaciones, fundamentalmente) e inmobiliario.

¿ENCAJAN LAS FINANZAS ISLÁMICAS EN NUESTRO ORDENAMIENTO JURÍDICO?

Nuestro entorno jurídico y financiero no se caracteriza por ser suficientemente adecuado hoy en día para atraer inversiones que hayan de cumplir con los principios fundamentales de las finanzas islámicas (que tuvimos ocasión de detallar en un anterior número de esta revista).

En “Apuntes sobre los contratos islámicos de financiación desde la perspectiva del Derecho español” de Uría Menéndez, los autores afirman no obstante que la sujeción de una determinada operación financiera a los preceptos de la *Shari’a* no implica que el Derecho que le resulta aplicable sea el Coránico, sino más bien que la operación deberá conformarse a una serie de principios islámicos. De este modo, concluyen que nada en nuestro ordenamiento impide que las partes puedan someter unos contratos a Derecho español respetando al mismo tiempo unos preceptos o valores religiosos que emanan de la *Shari’a*, como ocurre en Reino Unido y los Estados Unidos. Dicho esto, y volviendo a nuestra primera idea planteada en este apartado, las figuras contractuales en este ámbito (Derecho islámico) presentan obviamente importantes retos técnicos y jurídicos: divergencias conceptuales sobre elementos financieros básicos, idioma, fiscalidad y fetuas⁴, entre otros.

TESORERÍA EMPRESAS



**SI SU EMPRESA
FUNCIONA
COMO UN RELOJ,
OBTIENE MÁS
RENDIMIENTO**

RENTABILIDAD PARA
SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON
DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pierda ni un segundo cuando se trata
de caja de gestión a sus condiciones.
Disponga de fondos de inversión a corto
plazo de liquidez y aproveche cada minuto
de rentabilidad con total seguridad y
disponibilidad.

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata



Es por ello necesario asumir un análisis profundo de las estructuras de financiación islámica y su encaje en nuestro ordenamiento jurídico, para analizar la eventual necesidad de reformas que amplíen las posibilidades de obtención de recursos financieros de las empresas españolas.

Desde una perspectiva histórica hubiera sido de esperar que España se hubiera posicionado como líder europeo en el desarrollo de las finanzas islámicas. Sin embargo, han sido Reino Unido y posteriormente Francia los países que han asumido ese rol. Y ni siquiera parece que hemos sido capaces de posicionarnos como seguidores. Tanto es así que ni siquiera conocemos de forma exhaustiva cuáles son los cuellos de botella –fundamentalmente jurídicos, más allá de los culturales– que dificultan la atracción de esta modalidad de capital a nuestro país. Son muchos los que afirman que las finanzas islámicas han conseguido integrarse de forma exitosa en los sistemas legales de Derecho Común (vs. Derecho Civil, como el nuestro) porque han permitido su adaptación y compatibilidad. Otros, por el contrario, afirman que el aparataje jurídico que sustenta las finanzas islámicas tiene su inspiración en el Derecho Común, de ahí su mejor desarrollo en dicho entorno. En cualquier caso, países como Francia, con el que compartimos un sistema jurídico basado en el Derecho Romano, han realizado esfuerzos considerables para procurar, en la medida de lo posible, que su entorno legal, fiscal y regulatorio se adapte a los requisitos y reglas de la ley islámica (en lo que a finanzas se refiere), garantizando siempre el cumplimiento de las normas prudenciales nacionales. Así, han sido capaces de articular jurídicamente operaciones técnicamente complejas, combinando productos financieros convencionales con el respeto a la Shari'a, como fue el caso del primer *sukuk* europeo en 2004 emitido por el Estado Federal Alemán de Sajonia Anhalt, por importe de 100 millones de euros.

Tampoco parece que hayamos tenido especial interés, al menos hasta hoy, de acudir a esta fuente alternativa de financiación. Además, los inversores de origen islámico que operan en nuestro país utilizan mecanismos financieros convencionales para invertir en oportunidades de negocio o financiación de proyectos desarrollados dentro de nuestras fronteras. Por otro lado, la demanda de productos financieros *retail* calificados como “halal” es prácticamente inexistente, a pesar de la importancia y dimensión de las comunidades islámicas residentes aquí.

Un panorama distinto es el que están dibujando multinacionales españolas de los sectores energético, transporte, agua, inmobiliario y turístico, fundamentalmente, en sus operaciones en el exterior. Existen ya un número de proyectos relevantes entre empresas españolas (Abengoa Water, Iberdrola, Sol Meliá, Torresol Energy, PAL Robotics) y fondos islámicos en países de Oriente Medio y Norte de África (recogidos en el libro “El nuevo capital árabe: principales actores y oportunidades para empresas españolas”) que permiten vislumbrar que, al menos en el segmento de grandes corporaciones y en el ámbito internacional, éstas alianzas son una fuente sólida de crecimiento, especialmente en un contexto de escasez de financiación convencional.

DEBATES HOY

Siendo las expectativas de crecimiento de las finanzas islámicas muy optimistas, como ha demostrado su evolución en los últimos años, y más allá de los debates que ya hemos tratado en años pasados cuando nos hemos referido a este fascinante tema de las finanzas islámicas (como la “escasez” de los *Sharia scholars* que deben validar con carácter previo a la comercialización cualquier innovación de producto y/o servicio financiero para garantizar su cabal cumplimiento de los principios islámicos, o la adecuación de los principios de

TESORERÍA EMPRESAS



SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTIENE MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pierda ni un segundo cuando se trata de su dinero. Partida a sus condiciones. Dependiendo de los plazos de inversión o como plazo de liquidez y aprobación para nuevos depósitos, con total seguridad y disponibilidad.

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata



supervisión prudencial internacionalmente aceptados para los operadores convencionales), hoy ha alcanzado mayor notoriedad, fundamentalmente en los centros financieros “halal” más importantes, una tendencia que en algunos países, como Qatar, se viene imponiendo desde el supervisor financiero, y es la exigencia de cumplir con una estricta separación entre las operaciones convencionales /occidentales y las operaciones *halal* hasta el punto que una misma entidad no pueda operar en los dos escenarios. Grandes bancos internacionales han abandonado de *motu proprio* recientemente sus operaciones “islámicas” en un gran número de mercados (HSBC), mientras que otros han sido obligados a abandonarlas por el regulador (Banco Central), como ha ocurrido en Qatar.

Otro tema de debate de amplio alcance y relevancia es la necesidad –considerada por no pocos operadores, académicos y *scholars*– de conseguir avanzar en una sensible simplificación de los requisitos jurídicos exigidos para dar

cumplimiento a los preceptos islámicos. Éstos defienden la adopción de un enfoque que equipare las finanzas islámicas con la “banca ética”, imponiendo menos énfasis en los temas contractuales y jurídicos que protegen la adhesión a los principios que lo fundamentan –de enorme complejidad– para así centrarse en el verdadero espíritu que procura cumplir esta particular concepción de financiación, por muchos considerada una categoría de finanzas responsables o finanzas éticas, adaptadas a los patrones legales y regulatorios occidentales sin mayores complicaciones.

Para muchos académicos y operadores, ésta sería la clave para un desarrollo masivo de las finanzas islámicas en un futuro próximo, en un momento en el que algunos de los abusos provocados por la financiación convencional pueden ser señalados de forma inequívoca como provocadores de la profunda crisis que hoy vivimos en gran parte del mundo occidental ::

¹ Decisiones de los muftíes o especialistas en la ley islámica que pueden tener fuerza legal.

TESORERÍA EMPRESAS



SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pague ni un segundo cuando se trata de su caja de gestión o sus necesidades. Decida las fórmulas de inversión a corto plazo de Unicaja y aproveche todo el mundo de rentabilidad, con total seguridad y disponibilidad.

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

