



Facultad de Ciencias Empresariales

La Globalización de las Finanzas Islámicas. Los Sukuk en el Africa Sub-Sahariana

Autor: Jorge Aramburu Anglada

Director: Natalia Cassinello Plaza

Madrid

Junio 2015

Jorge
Aramburu
Anglada

La Globalización de las Finanzas Islámicas. Los Sukuk en el Africa Sub-Sahariana



Índice de Contenido

Índice de Contenido	1
Índice de Figuras	2
Resumen	3
Abstract	3
Introducción	4
Objetivo	5
Metodología	6
Estructura del Trabajo	6
1. Cuestiones básicas de las finanzas islámicas	7
1.1. Principios rectores de las finanzas islámicas	7
1.1.1. Prohibición de Riba	7
1.1.2. Profit & Loss sharing	8
1.1.3. Prohibición de <i>Gharar</i>	8
1.1.4. Maysir.....	9
1.1.5. Asset-Based.....	10
1.1.6. Halal	10
1.1.7. Prohibición de obtener beneficios del dinero	10
1.2. Estructuras de financiación en las finanzas islámicas	11
1.2.1. Musharakah	12
1.2.2. Mudabah	13
1.1.1. Murabaha.....	13
1.2.3. Salam/ Bai al Salam	14
1.2.4. Istisna'a	15
1.2.5. Ijarah Muntahia Bittamleek/ Ijarah	16
2. Los Sukuk como instrumentos financieros	17
2.1. Estructuras comunes de Sukuk	17
2.1.1. Al-Ijarah Sukuk	18
2.1.2. Al-Salam Sukuk	19
2.1.3. Istisna'a Sukuk	19
2.1.4. Murabahah Sukuk	21
2.1.5. Musharakah / Mudabah Sukuk.....	21
2.2. Principio de prohibición de <i>Riba</i> y <i>Profit-loss sharing</i> en los Sukuk	21
3. Factores para el desarrollo de una industria financiera islámica	22
4. África. La siguiente frontera de las Finanzas Islámicas	24
4.1. Potencial económico en el continente africano	25
4.1.1. Factor Demográfico.....	28
4.1.2. Diversificación de la base de inversores. Capitales del GCC e ISDB	28
4.1.3. Déficit de inversión en infraestructura	29
5. Las finanzas islámicas y los sukuk en el África sub-sahariana	30
5.1. Nigeria	30
5.1.1. Contexto Macroeconómico y Social	30
5.1.2. Oportunidades para los Sukuk en Nigeria. <i>Al-Ijarah Sukuk</i>	33
5.1.3. Osun State sukuk	34
5.2. Sudáfrica	35
5.2.1. Contexto Macroeconómico y Social	35
5.2.2. Al-ijarah sukuk soberano	37
5.2.3. Cumplimiento preceptos de la Shari'ah sukuk Sudáfrica	39
5.3. Gambia	40
5.3.1. Gambia Sukuk Al-Salam.....	41

5.4. Senegal	42
6. Conclusión	43
7. Bibliografía	47

Índice de Figuras

Figura 1: Estructura “Diminishing Musharakah”	12
Figura 2: Estructura Murabaha	14
Figura 3: Estructura <i>Salam</i> Paralelo	15
Figura 4: Estructura <i>Al-Ijhara sukuk</i>	18
Figura 5: Estructura <i>Istisna’a sukuk</i>	20
Figura 6: Volumen emisión de <i>sukuk</i> por regiones entre 2003 y 2012	24
Figura 7: Crecimiento del PIB Real de África entre 2005 y 2015	26
Figura 8: Previsiones crecimiento PIB entre 2010 y 2025	26
Figura 9: Crecimiento PIB Real Países Emergentes vs. África Sub-sahariana entre 2007 y 2019	27
Figura 10: Crecimiento PIB Nigeria entre 2009 y 2017	31
Figura 11: PIB Nigeria vs. Exportaciones de Petróleo entre 2009 y 2013	32
Figura 12: Estructura Osun State <i>Sukuk</i>	34
Figura 13: Crecimiento PIB Sudáfrica entre 2009 y 2017	36
Figura 14: Distribución Inversores Bono Doble Tramo (\$/€) Sudáfrica	38
Figura 15: Distribución Inversores <i>al-ijhara sukuk</i> Sudáfrica	39

Resumen

Las finanzas islámicas son una industria con un potencial de crecimiento a medio y largo plazo más atractivo que el de las finanzas convencionales, con tasas de crecimiento superiores en un 50% a las de la industria financiera tradicional (Mitchell, Rafi, Severe, & Kappen, 2014) y que aun hoy se encuentra envuelto en un proceso de globalización. En regiones como Malasia y el golfo arábigo es un recurso habitual en la financiación de grandes proyectos, ya sean públicos o empresariales a través de los *sukuk*, conocidos popularmente como “Bonos Islámicos”. A lo largo de estas páginas se explican los métodos fundamentales de financiación a través de este instrumento y los diferentes *sukuk* que gozan de mayor utilización como fuente de financiación por empresas y gobiernos a día de hoy. La comprensión de estos nos permite analizar las ventajas y desventajas de este instrumento, así como identificar el potencial de expansión que tiene como canalizador de la inversión en la región sub-sahariana de África, una de la regiones con mayores perspectivas de crecimiento a nivel mundial según datos del Fondo Monetario Internacional.

Palabras clave: *sukuk*, finanzas islámicas, África Sub-Sahariana, Nigeria, Sudáfrica, Canalización de la Inversión

Abstract

Islamic Finance is an industry with a more attractive medium and long term potential when compared to that of conventional finance, with growth rates twice as high as that of the traditional financial industry (Mitchell, Rafi, Severe, & Kappen, 2014) and with its goals set still in globalization. In regions such as Malaysia and the Arabic Gulf for example it is already a popular tool for project, government and consumer financing. In the present paper we will deal with one of the most popular instruments in Islamic Finance, *sukuk*, popularly known as “Islamic Bonds”. This paper will focus on explaining the fundamental structures for financing in Islamic finance and the main and most used categories of *sukuk*. Once this element is properly understood, we will focus on analyzing the opportunities and potential for *sukuk* in sub-Saharan Africa, region that has started to benefit from *sukuk* during 2014 and is one of the most attractive regions for the future in terms of economic growth according to the International Monetary Fund.

Key words: *sukuk*, Islamic Finance, Sub-Saharan Africa, Nigeria, South Africa, Investment Channeling

Introducción

Durante los últimos años el crecimiento de la industria financiera islámica ha sido fulgurante superando constantemente aquel de la industria financiera tradicional. A día de hoy los activos manejados por la industria financiera islámica alcanzan la cifra de 1.8 trillones de dólares¹, cifras que se espera aumenten hasta los 3 trillones en los próximos años, con tasas de crecimiento no inferiores a los dobles dígitos (Damak & Holmes, 2014). Hay autores que incluso estiman esta misma cifra a finales del pasado 2014 en 2.1 trillones de dólares (Mitchell, Rafi, Severe, & Kappen, 2014)

Lo que es innegable es el enorme potencial de la industria financiera islámica, el crecimiento de esta industria es ampliamente superior al de la asentada industria financiera convencional, con tasas de crecimiento de la industria que anualmente superan en un 50% a aquellas de la industria financiera tradicional (Mitchell, Rafi, Severe, & Kappen, 2014).

Es por ello que se trata de una industria realmente interesante de analizar, por el potencial desarrollo que pueda tener y la importancia que pueda llegar a ostentar en el futuro a nivel global.

Dentro de esta importancia abstracta que las finanzas islámicas puedan tener en el futuro, hay regiones con aspectos que las hacen mas interesantes que otras. Hay regiones como aquella del golfo arábigo o Malasia donde la industria financiera islámica no es un proyecto de futuro, sino que se trata ya de una realidad asentada, con activos conjuntos que alcanzan el trillón de dólares y suponiendo el 57% de la industria financiera islámica (Malaysia International Islamic Financial Centre, 2014).

En este trabajo centraremos nuestra atención y esfuerzos en la que para muchos se trata de la siguiente frontera para las finanzas islámicas, África, concretamente en el África Sub-sahariana. Dentro de lo amplia que puede llegar a ser la industria financiera islámica nos centraremos en un instrumento concreto, que se ha posicionado como el instrumento más efectivo a la hora de canalizar a inversión, los *sukuk* o bonos islámicos.

Los motivos por los que es de gran interés focalizar nuestra atención en el África Sub-sahariana son de variada naturaleza.

En primer lugar cabe destacar la demografía del continente. Para el año 2030 se espera que la población musulmana represente un 17,6% del total de la población del África Sub-sahariana, los que supondría cerca de 386 millones de personas (Pew Research Center , 2011).

En segundo lugar, el continente africano necesita de grandes cantidades de inversión en infraestructuras, que no están siendo cubiertas actualmente, cantidades que han sido cifradas alrededor de los 93 billones

¹ Durante todo el desarrollo del trabajo las cifras aportadas estarán representadas conforme al estándar anglosajón.

de dólares anualmente (Mafusire, Anyanwu, Brixiova, & Mubila, 2010). Como ya se explicará a posteriori, varios son los *sukuk* idóneos para canalizar la inversión necesaria en este ámbito.

En tercer lugar, es importante hacer mención a la creciente relación a importancia de la relación entre el África Sub-sahariana y los países que componen el GCC (Gulf Cooperation Council), y la mayor afluencia de capitales de esta última región a la primera. La relación con Malasia también puede ser determinante para que se desarrolle y prolifere el uso de los *sukuk* en el África Sub-sahariana.

Por último, es importante que hagamos mención al potencial de crecimiento de la región sub-sahariana de África en términos generales. Se prevé que entre 2015 y 2019 el PIB de la región crezca a una tasa de un 6% anual (International Monetary Fund, 2014). Lo que supone una de las tasas de crecimiento más atractivas a nivel global. De esta manera, para muchos el África sub-sahariana se configura como una de las últimas regiones con un verdadero potencial de crecimiento (Zok, 2014).

Los *sukuk* ya han comenzado a canalizar parte de las necesidades de inversión del África Sub-sahariana, mayormente durante el pasado año 2014, mientras que las emisiones anteriores en el continente son de un carácter prácticamente residual. Sin embargo ya hemos comenzado a ver importantes emisiones en el continente, mayormente estatales, hecho indispensable para el sector privado pueda canalizar a través de los *sukuk* la inversión necesaria en el continente. Se analizan en profundidad estas emisiones ya acontecidas, entre las que podemos destacar aquellas de Sud-África o el estado de Osun en Nigeria.

El potencial de los *sukuk* como vehículo para la canalización de la inversión y la financiación en el continente es considerable y dicha proliferación del uso de los *sukuk* para tal fin es inminente como se aprecia a través del creciente número de emisiones durante el pasado año 2014.

Objetivo

El objetivo del presente trabajo consiste por una parte, en la descripción de las finanzas islámicas, para estudiar concretamente un instrumento financiero, los *sukuk*. Este instrumento ha comenzado a utilizarse de manera algo más significativa a partir de 2014 en el África Sub-sahariana. Nuestro análisis se centra en identificar el potencial de este instrumento para canalizar la inversión en el continente y las ventajas que esta aplicación puede tener en un futuro. De esta manera analizamos una vía alternativa de inversión para una de las regiones que a nivel mundial tiene una mayor proyección de crecimiento (International Monetary Fund, 2014). Este análisis nos es de utilidad también para entender los beneficios de que este instrumento puede tener para otras economías como puede ser la española.

Partimos de la hipótesis de la idoneidad de los *sukuk* como instrumento idóneo para la financiación de infraestructuras y la emisión de deuda.

Metodología

En primer lugar, para llevar a cabo este trabajo se ha llevado a cabo una revisión de la literatura existente a efectos de desarrollar el marco teórico. Esto nos ha permitido describir y exponer las bases teóricas de las finanzas islámicas y el desarrollo de los *sukuk*.

En segundo lugar se ha llevado a cabo un análisis en el cual destacan por una parte el análisis de la potencialidad de los *sukuk* en la región sub-sahariana de África, y por otra parte, el análisis de ventajas y desventajas de los *sukuk*, en la misma región.

Para llevar a cabo el primero de los análisis se ha hecho uso de la literatura previa en relación a la creación de mercados financieros islámicos y mercados de renta fija a nivel general. De esta hemos extraído los factores determinantes para la proliferación de los *sukuk*, de los cuales hemos inferido el potencial que tienen efectivamente en ciertos países del África Sub-sahariana, en función de su mayor o menor adecuación a lo expuesto en la literatura previa.

En el segundo de los casos, hemos comparado los diferentes casos de emisiones de *sukuk* pasadas o en curso en el África Sub-sahariana con la literatura previa de los *sukuk* en general. De esta manera hemos identificado las ventajas y desventajas de estos instrumentos y de que manera pueden aprovecharse estas en la región que hemos analizado.

Estructura del Trabajo

El presente trabajo se estructurará en razón de tres materias diferenciadas. En primer lugar explicaremos los principios que rigen el funcionamiento de la industria financiera islámica junto con los principales métodos de financiación de los que se puede hacer uso dentro de las finanzas islámicas. Este apartado constituirá la base teórica necesaria de comprensión para el ulterior desarrollo del presente trabajo.

En segundo lugar, partiremos de lo explicado en el anterior apartado en referencia a las diferentes operaciones de financiación permitidas dentro de las finanzas islámicas para desarrollar y explicar aquellas clases de *sukuk* más populares en la industria y las principales funciones y utilidades de los mismos. En este apartado trataremos de igual manera las diferencias entre los bonos convencionales y los *sukuk*, debido a las amplias similitudes existentes entre ambas figuras, así como las implicaciones de la crisis financiera en los *sukuk* y que ventajas aportan respecto de las instrumentos de deuda e inversión de las finanzas convencionales.

Por ultimo, en el ultimo de los apartados se desarrollará el potencial del África Sub-sahariana para acoger los *sukuk* como herramienta de financiación e inversión, así como las ventajas que estos pueden aportar al

desarrollo del continente. Para ello partiremos de la base teórica que hemos desarrollado en los anteriores apartados y de literatura previa en cuanto al desarrollo de mercados financieros islámicos, apoyándonos para desarrollar la explicación en las emisiones que ya se han dado hasta el momento en el continente.

1. Cuestiones básicas de las finanzas islámicas

1.1. Principios rectores de las finanzas islámicas

Como se ha mencionado brevemente en el apartado introductorio del presente epígrafe, las finanzas islámicas basan su funcionamiento en las premisas recogidas en el *Qur, 'an* sin descartar los preceptos que se extraen de la *Sunnah*, que es el actuar de Mahoma como profeta, sus acciones, enseñanzas y personalidad. Estas constituyen la otra fuente principal de principios rectores de las finanzas islámicas. Hay otras fuentes que también pueden determinar diversos factores en el funcionamiento de las finanzas islámicas, siendo sin embargo de carácter secundario frente a las dos anteriores.

A continuación pasaremos a explicar los principios que se aplican y definen la vertiente financiera del islam, para una mejor comprensión de las finanzas islámicas y su funcionamiento. Estos principios son la prohibición de Riba, el *profit & loss sharing*, la prohibición de *Gharar*, el *Maysir*, los productos considerados como *Halal*, la necesidad de basar las operaciones en activos de la economía real y la prohibición de obtener beneficios del dinero.

1.1.1. Prohibición de Riba

Es sin duda el principio más determinante de todos aquellos que vamos a explicar, sin embargo no es el único que debemos de considerar a la hora de entender las finanzas islámicas. *Riba* de un modo simplista y desde una perspectiva occidental es el concepto de usura y se concibe como un incremento injustificable de la contraprestación, ya sea en el marco de un préstamo o de una venta.

Durante los versos del *Qur'an* se pueden encontrar hasta diez menciones, condenas y prohibiciones a la *riba* como se desprende del análisis de Shafaat (Shafaat, 2005), sin embargo aquí mencionaremos solo aquella recogida en el verso 2:278-279 del *Qur'an*. Dice así:

“¡Creyentes! ¡Temed a Alá! ¡Y renunciad a los provechos pendientes de la usura, si es que sois creyentes! Si no lo hacéis así, podéis esperar guerra de Alá y Su Enviado. Pero, si os arrepentís, tendréis vuestro capital, no siendo injustos ni siendo tratados injustamente.” Qur'an (versos 2:278-279)

Derivado de este y otros preceptos, la usura se prohíbe para las finanzas islámicas. Podemos ver que no hay una prohibición relativa al tipo de interés del dinero, sino a aquel que se considere excesivo. Sin embargo, como correctamente exponen (Askari, Iqbal, & Mirakhor, 2010) todo tipo de interés, fijo,

predeterminado sobre un capital y que este garantizado independientemente del resultado de la inversión relativo al mismo es considerado *riba*. Es por tanto que la concepción occidental del precio del dinero no es aceptada por las finanzas islámicas.

No se prohíbe sin embargo el concepto de beneficio de actividades económicas, ya que este ayuda a la consecución de la justicia social, no garantizándose la consecución de este si se disocia el potencial beneficio de una operación de la potencial pérdida correlativa al mismo, hecho que se da en el concepto de *riba*.

Esto tiene como consecuencia directa la eliminación de la deuda como posibilidad de financiación pura, transformando necesariamente la figura del acreedor en la del inversor.

1.1.2. Profit & Loss sharing

Este principio es de capital importancia para la comprensión del funcionamiento y dinámicas de las finanzas islámicas. Sin embargo, no es un principio que se extraiga de los preceptos del *Qur'an* o la *Sunnah*, sino que como se intuye de lo explicado con respecto a la prohibición de la *riba*, es consecuencia necesaria de esta. No siendo posible la financiación puramente a través de deuda puesto que esta considerada como *riba*, la alternativa para la financiación, pasa por una necesaria compartición de riesgos.

La aplicación de este principio tiene importantes consecuencias éticas a la hora de conceder financiación por las entidades financieras.

1.1.3. Prohibición de *Gharar*

Literalmente, *Gharar* significa incertidumbre, riesgo o peligro, que puede derivar en destrucción o pérdida. Hay numerosas discusiones doctrinales en cuanto a las dimensiones y gradaciones de *gharar* y en torno a cual debe suponer el límite en relación a la prohibición del mismo.

El concepto de *gharar* no se encuentra definido en el *Qur'an*, pero podemos encontrarlo sin embargo entre los preceptos del *Sunnah*. En ellos el profeta Mahoma establece explícitamente entre sus enseñanzas la prohibición de vender aquello que no te pertenece, como vemos en el fragmento aquí expuesto.

'Oh Prophet of Allāh! A man comes to me and asks me to sell him what is not with me, so I sell him [what he wants] and then buy the goods for him in the market [and deliver]'. And the Prophet said: 'sell not what is not with you'. Hadīth: Sunan Abī Dāwūd, No. 3503.

Se ha desarrollado el concepto de *gharar* jurisprudencialmente como incertidumbre en tres dimensiones diferenciadas ((Al-Darir, 1997)). Dichas dimensiones se definen en función de los grados y definiciones

de incertidumbre, siendo la línea jurisprudencial dominante el concepto de *gharar* definido por Al-Sarakhsi (n.d.) que entiende *gharar* como aquella situación en que las consecuencias de la operación o contrato están ocultas al momento de realizar este.

Las consecuencias de la prohibición de *gharar* son amplias el funcionamiento de las finanzas islámicas. Por ejemplo determina la prohibición de lo que en la banca occidental conocemos como “short selling”, es decir, vender un activo que aun no se tiene en propiedad. La excepción a este principio serán los contratos de *Bai al- Salam* e *Istisna’a* que se explicaran en el apartado siguiente.

Otra de las dimensiones que se ve afectada por este principio es el sector de los seguros. Un seguro del hogar puede ser entendido como *gharar*. En caso de un evento asegurado, la pérdida se asume por una de las partes si ocurriere el hecho, quedando beneficiada la otra parte. En este se separa el riesgo de la propiedad y se transmite a la otra parte, siendo esto considerado como *gharar*.

Toda transacción por tanto que encierre una incertidumbre que recaiga enteramente sobre una de las partes, será considerado como *gharar* y no aceptado legalmente. Hay que añadir que la consideración de *gharar* como ya dijimos dependerá en gran medida de la gradación del hecho, hechos con menor incertidumbre o que supongan riesgos menores podrán o no ser considerados *gharar*.

1.1.4. Maysir

Entendido como la prohibición del juego y la especulación, es uno de los principios fundamentales de la banca islámica. Es por tanto que se prohíbe la especulación, aunque se asume que un cierto grado de especulación siempre está presente en toda transacción comercial, y es por tanto que se admite que es una cuestión de gradación (como la prohibición de *gharar*) y no una prohibición absoluta (como la prohibición de *riba*) (Alasrag, 2010)

La prohibición de *maysir* a diferencia de aquella del *gharar* si tiene mención explícita en el *Qur’an*.

“¡Creyentes! El vino, el maysir, las piedras erectas y las flechas no son sino abominación y obra del Demonio. ¡Evitadlo, pues! Quizás, así, prosperéis. El Demonio quiere sólo crear hostilidad y odio entre vosotros valiéndose del vino y del maysir, e impediros que recordéis a Alá y hagáis la azalá. ¿Os abstendréis, pues?”
Qur’an (versos 5:90-91)

Para entender la gradación a la que se hace referencia en términos de la prohibición del *maysir* se puede hacer referencia a la inversión en acciones y el ejemplo que propone (Alasrag, 2010). El hecho de invertir en una compañía no es considerado *maysir*, siempre que su intención sea la de enriquecerse a largo plazo gracias al desempeño de la empresa y mejora del negocio. Sería considerado *maysir* la inversión especulativa a corto plazo o bien el invertir en un índice que invierta en dicha acción, puesto que en este

caso no hacemos una predicción del desarrollo de un negocio, sino del movimiento de la acción en el mercado.

Como vemos, el identificar un acto como *maysir* o no es muy relativo, dependiendo en gran medida de la intención de aquel que actúa.

1.1.5. Asset-Based

Según (Askari, Iqbal, & Mirakhor, 2010) el que sea necesaria la compartición de riesgos y la prohibición de *riba*, que deriva en la prohibición del uso de deuda, lleva a la necesidad de que la banca islámica base sus instrumentos en activos. Es diferente el hecho de basar las operaciones en usar activos como garantía a los mismos, como ocurre en la banca occidental frecuentemente (*asset-backed securities*).

Esto implica que las operaciones requieren de una conexión con la economía real. Por tanto no hay separación entre la economía real y el sector financiero, estando los rendimientos de los instrumentos financieros ligados a los beneficios obtenidos por el activo en que se basan.

Este principio es uno de los principales argumentos a favor de las finanzas islámicas. Los beneficios derivados de este principio son numerosos, principalmente la limitación que impone a la capacidad de endeudamiento.

1.1.6. Halal

Este principio es la prohibición de beneficiarse o llevar a cabo actividades con aquellos bienes prohibidos por la *Shariah'ah*. *Halal* hace referencia a aquellas practicas que si están permitidas en el mundo musulmán.

En la industria de las finanzas islámicas aquellas operaciones comerciales que traten bienes relacionados con el juego, alcohol o productos relacionados con el cerdo no estarán permitidas por la *shariah'ah*, son aquellos bienes que no están considerados como *halal*.

1.1.7. Prohibición de obtener beneficios del dinero

Consecuencia de la prohibición de *riba* se origina este principio que diferencia el tratamiento que al dinero se le da en el mundo occidental y aquel que se le da en el mundo islámico. El dinero no es objeto de transacciones comerciales y no es equiparable a una “commodity”, como si lo es en los mercados financieros occidentales.

Esta diferente concepción de la utilidad y estado de las divisas tiene dos consecuencias fundamentales en el ámbito de la utilidad y propósito al cual se puede destinar el dinero en el mundo islámico (Alasrag, 2010).

- i. El dinero no puede ser objeto de comercio y no es susceptible de compraventa sobre el mismo o cualquier otra operación comercial. Su único uso legítimo en el mundo islámico es el de servir como representación de valor y medio de cambio
- ii. Si, excepcionalmente, fuera necesario el intercambiar sumas de dinero, la prestación por ambas partes ha de ser equivalente en valor, para que de esta manera ninguna de las dos partes se enriquezca con el intercambio.

El dinero es por tanto potencial de riqueza y solo se convertirá en riqueza per se en cuanto se destine a una actividad productiva. El Islam por tanto reconoce el valor del dinero en el tiempo, pero solo en cuanto destinado a actividades de economía productiva, no de manera intrínseca al dinero en sí mismo.

1.2. Estructuras de financiación en las finanzas islámicas

En base a los principios enunciados por la *shariah'ah* y recogidos en el anterior epígrafe de este trabajo, principalmente la prohibición del interés del dinero (*riba*) y la obligatoriedad de participar en las pérdidas y ganancias (*profit and loss*) surgen una serie de instrumentos que cubren la necesidad de un mercado de financiación para el mundo islámico. Algunas de estas estructuras, en función de sus características, podrán ser instrumentalizadas y emitidas al mercado. Dichos instrumentos constituyen los *sukuk* foco de este trabajo. Sin embargo, con una intención introductoria, nos centraremos en este apartado en las estructuras más comunes de financiación en el mundo islámico, no todas aquellas que podemos encontrar en la industria financiera islámica, sino aquellas más significativas.

Las estructuras de financiación en las finanzas islámicas pueden ser divididas en dos categorías amplias. La primera comprende aquellas que proveen con financiación directa a través de un acuerdo de colaboración (*musharakah y mudarabah*). La segunda categoría engloba aquellas otras que lo hacen de forma indirecta con contratos de *leasing (ijarah)* o de ventas (*salam, murabaha e istisna'a*) (Ahmad, 2010)

Es interesante hacer un repaso detallado de los métodos de financiación básicos de la industria financiera islámica, puesto que la instrumentalización de estas operaciones de financiación son lo que constituirá los *Sukuk*, principal foco de atención de este trabajo. Algunas de estas operaciones como veremos no podrán ser instrumentalizadas en base a las características de las mismas y los principios que rigen la industria financiera islámica. Por ello, para entender bien la estructura de los *Sukuk* y sus implicaciones prácticas en el continente africano debemos entender primero las operaciones básicas de las finanzas islámicas.

Antes de desarrollar los diferentes tipos de estructura de financiación en el mundo islámico, hemos de aclarar que los productos a los que vamos a hacer referencia son productos elaborados de acuerdo a los principios de las finanzas islámicas, a los dictados de la *shariah'ah* y desarrollados durante los años por los juristas islámicos. Existen sin embargo otra clase de productos que son aquellos importados de la industria financiera convencional y que son adaptados a los principios de las finanzas islámicas (Hassan

& Mahlkecht, 2011). Es importante distinguir entre ambas clases de productos que en el mundo anglosajón se denominan respectivamente como “*sharia-based products*” y “*sharia-compliant products*”.

A continuación procederemos a explicar las diferentes estructuras de financiación en la industria financiera islámica.

1.2.1. Musharakah

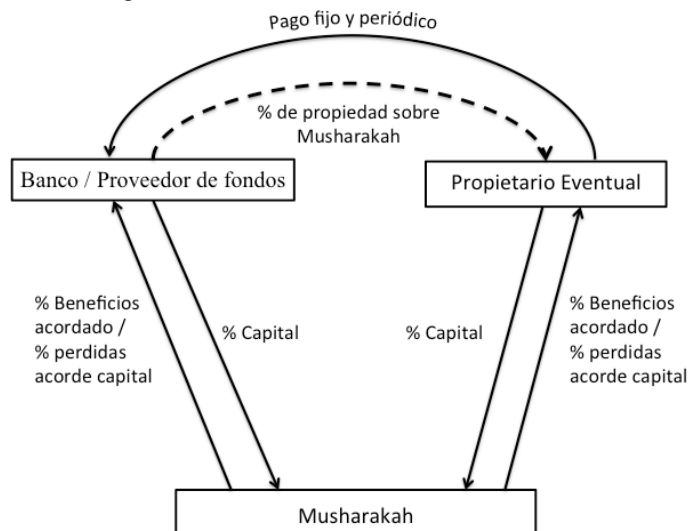
Comprendido en la primera de las categorías enunciadas en este epígrafe, *musharaka* constituye un acuerdo de cooperación (*partnership*) en el que el que varios aportantes de fondos reparten beneficios (si efectivamente se obtienen) en una proporción definida en el acuerdo previo interpartes. Las pérdidas se reparten en función de las participación efectiva de cada una de las partes, de la cantidad de capital que haya aportado al *musharakah*. Por tanto, el porcentaje de beneficios repartidos puede ser decidido por las partes libremente, mientras que las pérdidas se repartirán en función del capital aportado, siendo invalido un acuerdo que modifique esta condición.

En un *musharakah* el aportante de los fondos ostenta la propiedad del activo financiado (presente o futuro). Es una forma de financiación cuyas características lo acercan al concepto de la acción.

Las características de un *musharakah*, véase la repartición de beneficios y de pérdidas junto con su parecido al de una acción, hacen que se equipare esta forma de financiación al que en la industria financiera occidental supone una *Joint-Venture* ((Jobst, 2007)).

Dentro del *musharakah* encontramos una figura particular que es aquella del “*diminishing musharakah*”. Es una figura más novedosa y con particulares características. En esta figura, un proveedor de fondos recibe no solo su participación en los beneficios que produzca el activo base que se financia, sino que recibe una pago fijo y periódico que tiene como objetivo el reducir su participación en el activo, hasta desaparecer esta al termino del *musharakah*. En el caso de un *diminishing musharakah* hay una relación que tiende hacia la provisión de fondos para un proyecto, más que la participación en el mismo, debido a la temporalidad de la participación de una de las partes.

Figura 1: Estructura “Diminishing Musharakah”



1.2.2. Mudabarah

La figura de *mudarah* guarda numerosas similitudes con la de *musharakah*, siendo por tanto una estructura de financiación directa. La gran diferencia entre ambas estructuras es la naturaleza dentro del *mudarah* de los aportantes de capital. Mientras que en un *musharakah* todos los aportantes tienen la misma condición (a expensas de las proporciones de reparto de beneficios), mientras que en un *mudarah* podemos distinguir entre dos tipos de socios.

- i. Raab-ul-Maal: Es la figura del inversor, aporta un capital y recibe a cambio los beneficios obtenidos en el *mudarah* o asume las pérdidas del mismo. El *Raab-ul-Maal* no participa de la gestión del *mudarah*, sería una figura equiparable al *silent partner* en la cultura financiera occidental.
- ii. Mudarib: Se encarga de la gestión del *mudarah*, aportando trabajo y *expertise* al *mudarah*, no capital. El *mudarib* si recibirá una proporción de los beneficios del *mudarah* en caso de que estos si lleguen a obtenerse. No asume las pérdidas relativas al negocio, se entiende que su pérdida es la del trabajo invertido, que ha resultado infructuoso.

La propiedad de los activos dentro del *mudarah* corresponde exclusivamente al *Raab-ul-Maal*, mientras que en un *musharakah* dicha propiedad será compartida.

A excepción de lo explicado supra, un *mudarah* y *musharakah* comparten las mismas características en cuanto a su funcionamiento y estructura, refiriéndonos por tanto a lo explicado en el anterior punto de este apartado.

Una de las mayores deficiencias que se aprecian en un *mudarah* es el problema de agencia. Así lo plantea Bacha ((Bacha, 1997)). Entiende que el hecho de que el *mudarib* no soporte pérdida alguna en el *mudarah* mientras que si participa de los beneficios del mismo puede suponer un perjuicio a la hora de la gestión del *mudarah*. A través del análisis de escenarios, llegó este autor a la conclusión que para aquel que financiaba un proyecto, teniendo como alternativas el uso de deuda, capital o un *mudarah*, este último era el más perjudicial. El caso contrario se daba para el gestor del proyecto.

Al igual que Bacha, (Dar, 2000), (Warde, 1999) así como (Rosly & Zaini, 2008) han resaltado esta deficiencia en la estructura del *mudarah*, proponiendo diversas soluciones que escapan sin embargo al ámbito de desarrollo del presente trabajo.

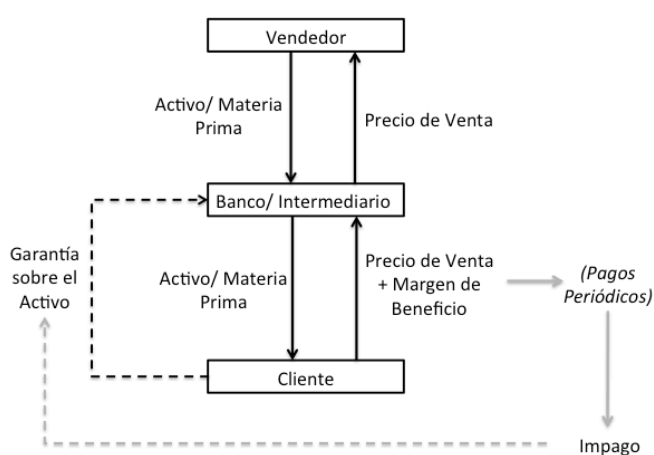
1.1.1. Murabaha

La figura del Murabaha se incluye dentro de la segunda de las categorías de financiación islámica que enunciamos en la introducción de este epígrafe. Esta figura ha sido de capital importancia en el desarrollo

de la industria financiera islámica representando entre el 80% y 90% del total de los recursos de los bancos islámicos desde 1970 ((Ahmad, 2010)).

Como ya hemos mencionado, un *murabaha* constituye un mecanismo de financiación indirecta. En un contrato de *murabaha*, un intermediario, normalmente un banco islámico, adquiere un activo , que suele ser una materia prima, en el mercado. Dicho activo lo adquiere tras la orden de su cliente, al cual entregará dicha materia prima a cambio del precio de mercado que ha satisfecho más un margen de beneficio. El precio puede ser satisfecho durante un periodo de tiempo en pagos periódicos. De esta forma se financia la adquisición de la materia prima al cliente, constituyendo una fuente de financiación indirecta para el cliente del banco islámico.

Figura 2: Estructura Murabaha



Fuente: Elaboración propia según Ahmad 2010.

1.2.3. Salam/ Bai al Salam

Salam (o Bai al Salam) es una estructura que cubre una necesidad inmediata de financiación. En esta figura aquel que busca financiación debe estar en posesión del activo que da lugar a la operación, aunque puede estar este en construcción.

Mediante el *salam* se compromete esta primera parte a entregar en un momento futuro el activo, a cambio de un pago inmediato de la contraparte. De esta manera ante el compromiso de la entrega futura se obtiene financiación de manera instantánea. El beneficio de la contraparte en el *salam* es el precio reducido que se paga por el activo, justificado por el adelanto del capital.

El uso tradicional de este contrato y que ha fundamentado su origen es la agricultura ((Usmani, An Introduction to Islamic Finance , 1998)). El agricultor solicita financiación inmediata en base a la cosecha que va a recolectar en los próximos meses, a través de dicha financiación puede por tanto llevar a cabo dicha cosecha. Otro importante uso que se ha dado al *salam* es el de instrumento de financiación a corto plazo y de gestión de liquidez (Majid, 2003).

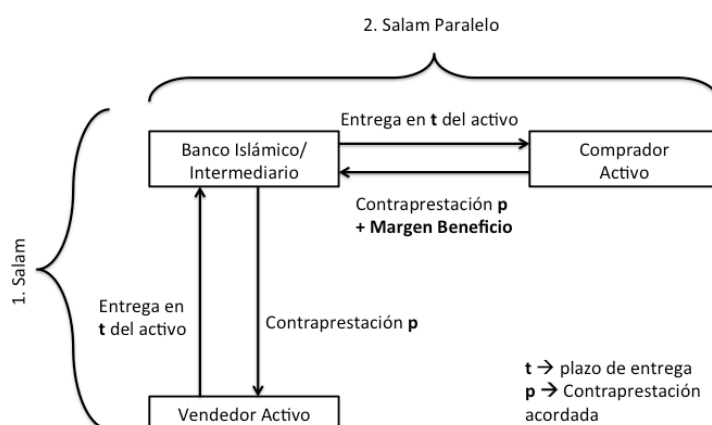
El característico funcionamiento del *salam* limita los activos en que se puede basar la operación para evitar así que la ganancia en la operación se considere *riba*. Según expone (Ahmad, 2010), ningún activo equiparable al dinero puede dar causa a un *salam*. Esta prohibición engloba activo como el oro, plata o divisas. Debe además poder definirse y delimitarse el activo.

Habiendo sido la agricultura el origen del *salam*, esta herramienta ha ampliado sus aplicación a ámbitos que comprenden incluso la financiación a nivel estatal como explicaremos en apartados posteriores.

Es de capital importancia sin embargo mencionar las limitaciones del *salam* como herramienta de financiación. Como explicamos previamente, la *shariah'ah* prohíbe la venta de aquello que no esta en tu posesión. Es por ello que no es posible la transmisión del *salam* a terceras partes, puesto que el activo solo se recibe una vez concluido el contrato (Syed Ali, Islamic Modes of Finance and Associated Liquidity Risks, 2004). Esto limita de manera significativa la utilidad del *salam* para la financiación a escala estatal o corporativa, ya que impide la formación de un mercado secundario de negociación reduciendo significativamente la liquidez del instrumento.

En operaciones puramente bancarias y de menor complejidad, esta limitación se suple a través de un contrato de *salam* paralelo cuya estructura a efectos aclaratorios se detalla aquí.

Figura 3: Estructura *Salam* Paralelo



Fuente: Adaptado de Majid "Development of Liquidity Management Instruments: Challenges and Opportunities" 2003

1.2.4. Istisna'a

Un *istisna'a* es un contrato de naturaleza similar al *Bai al Salam*, en cuanto que supone la financiación de un activo futuro, la segunda de las excepciones a la prohibición de venta de un activo futuro en las finanzas islámicas. Así mismo en un *istisna'a*, de la misma manera que en un *salam*, el intermediario financiero concierta un segundo contrato paralelo tras la formalización del *istisna'a* generalmente

A pesar de estas dos importantes similitudes entre el *salam* y un *istisna'a* las diferencias entre ambos instrumentos son muy significativas.

En esta estructura de financiación aquel que desea promover la construcción o fabricación de un activo se encarga del pago de un anticipo del total del montante que se requiere junto con el compromiso de llevar a cabo pagos periódicos en contraprestación de la financiación del proyecto que proporcionara el intermediario financiero.

El intermediario financiero aporta el total del importe del proyecto con la particularidad de que dichos fondos no se destinan al promotor para que este se encargue de la ejecución del mismo, sino que el intermediario formalizando un contrato de *istisna'a* paralelo a este, pagará a una tercera parte para que lleve a cabo la construcción del activo.

El margen de beneficio del banco islámico como intermediario radica en la diferencia entre el importe total entregado a la tercera parte y el importe total de los pagos periódicos que recibe del cliente (Cervera, 2009).

Un *istisna'a* tiene como uso más corriente y extendido en el mundo islámico la financiación de grandes proyectos, mayormente en el ámbito de la construcción y también en menor medida en el sector industrial (Ahmad, 2010). Es requisito indispensable de un *istisna'a* el que exista la necesidad de construir el objeto que da base al contrato.

1.2.5. Ijarah Muntahia Bittamleek/ Ijarah

Un *ijarah* es un contrato muy similar al contrato de *leasing* en el mundo empresarial occidental. Un *ijarah muntahia bittamleek* es una de sus variantes más populares. Consiste en el alquiler o cesión del usufructo de un activo, pero con la previsión de la adquisición ya sea gratuita o al precio nominal del bien al finalizar el *ijarah*.

Un contrato de *ijarah* supone por tanto la transmisión de la posesión de un activo a cambio de un pago periódico, durante un tiempo determinado. Dependiendo de la clase de bien que de base al contrato podremos hablar de un *ijarah tul-amal* o un *ijarah tul-ain*. El primero de estos dos contratos se refiere a la prestación de servicios formalizada a través de un *ijarah*, siendo el segundo un contrato basado en la obtención del usufructo de un bien. Este último sería aquel directamente equiparable a un contrato de *leasing*.

El intermediario financiero en este instrumento se encarga de la adquisición del bien concreto que posteriormente arrendará al cliente obteniendo un margen de beneficio con la diferencia del precio de adquisición con la suma de los diferentes pagos correspondientes a la cesión del bien.

Como ya hemos comentado brevemente, cabe la posibilidad de que el cliente adquiera el bien al finalizar el periodo o incluso reciba este de forma gratuita (en función del acuerdo con el intermediario) al terminar la cesión del mismo. Este caso conocido como *ijarah muntahia bittamleek* es muy común en el mundo de las finanzas islámicas, siendo equiparable a un acuerdo de *leasing* con opción de compra.

La estructura del *ijarah* será representada gráficamente en el apartado 4.1 del presente trabajo, al explicar el *Al-ijarah sukuk*.

2. Los Sukuk como instrumentos financieros

En este apartado haremos un breve recorrido sobre la figura del Sukuk, explicando su origen, estructuras y cuestiones fundamentales a aclarar en torno a esta figura, como la diferencia de esta figura con la tradicional de los bonos o la polémica en torno a los incumplimientos de la prohibición de *riba*.

Etimológicamente Sukuk es el término plural de Sakk, que deriva del lenguaje persa. El significado de este término es “estampar tu propio sello en un documento” (McMillen, 2007). El término Sakk según Adam (2006) fue además introducido en la Europa medieval, derivando con el paso del tiempo en el término cheque.

Podemos entender la figura del Sukuk como un conjunto de títulos valores, esto es, un conjunto de operaciones financieras o comerciales instrumentalizadas para mejorar transmisibilidad. Entendiendo el origen etimológico y la función aproximada que de este se presupone, es menester para completar el entendimiento de este término ver la definición que de este término da la “AAOIFI” (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions) (AAOIFI, 2007). Define esta organización un Sukuk como:

“Certificado de idéntico valor que representa la propiedad indivisa de activos tangibles, usufructos y servicios, o la propiedad de un activo en una actividad de inversión o proyecto. Sin embargo esto se convierte en cierto tras la entrega del valor del Sukuk, el cierre del periodo de suscripción y el empleo de los fondos recibidos para el propósito por el que fue emitido el Sukuk”

Habiendo expuesto por tanto el significado básico de un Sukuk, continuaremos explicando los aspectos básicos que debemos conocer de los Sukuk para entender su utilidad y potencial en el continente Africano.

2.1. Estructuras comunes de Sukuk

En este apartado, al igual que hicimos en el punto 3.2 del presente trabajo con las herramientas básicas de financiación islámica, detallaremos las principales estructuras de *sukuk*. Los *sukuk* no son sino la

instrumentalización de las herramientas que detallamos en dicho apartado, por tanto haremos uso de este mismo para simplificar la explicación teórica de las estructuras de *sukuk*.

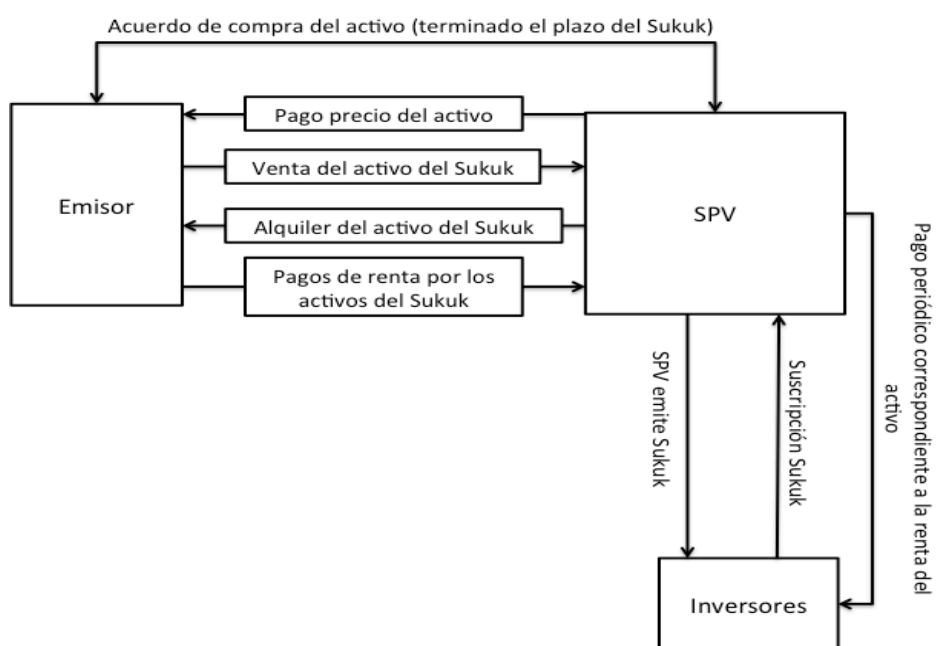
Según la (AAOIFI, 2007) existen 14 tipos de *sukuk*, para los cuales dicha asociación ha presentado estándares para su emisión. Sin embargo, en este trabajo no trataremos la totalidad de estos 14 tipos, centrándonos en aquellos que, o bien sean de especial interés para el objeto del trabajo, o bien sean aquellos con mayor difusión y uso en la industria ambos criterios generalmente irán de la mano.

2.1.1. Al-Ijarah Sukuk

Es la estructura de *sukuk* más utilizada en la industria financiera islámica (al-Amine, 2012). Su funcionamiento es prácticamente similar a lo explicado para un *ijarah* como estructura de financiación en el apartado 3.2, salvo por las peculiaridades de haber sido instrumentalizado y emitido al mercado.

La estructura básica de funcionamiento por tanto no se modifica; una parte vende a otra un activo que esta le alquilará durante un período, al final del cual se revertirá de nuevo la propiedad a cambio de un precio sobre la misma, o de forma gratuita (dependiendo de la configuración del Sukuk). Este es el esquema de funcionamiento básico, la peculiaridad y diferencia con un *ijarah* básico es que la interacción del emisor del Sukuk es con una SPV (“Special Purpose Vehicle”). El activo será comprado por dicha SPV que lo alquilará al emisor, las participaciones que adquieren los suscriptores del *al-Ijarah sukuk* son por tanto de dicha SPV, que será así mismo el emisor directo del Sukuk. Dicha SPV venderá (o entregará) el activo al emisor una vez terminado el período de vigencia del Sukuk.

Figura 4: Estructura *Al-Ijhara sukuk*



Fuente: Adaptado de Goldewski et al. "Do markets perceive sukuk and conventional bonds as different

Es importante explicar que el SPV actúa como fideicomisario para los inversores. Es común, salvo en el caso del *Qatar global Sukuk* (Iqbal & Mirakhor, 2007), que la propiedad del activo no se transmita legalmente (a través de un título de propiedad) sino que transmita un título de beneficiario de la propiedad, que de acuerdo a la *shari'ah* ya acredita la propiedad. Esto se hace para evitar gastos legales concernientes a la transmisión de dicho título de propiedad, que aumentarían el coste del título excesivamente.

2.1.2. Al-Salam Sukuk

De la misma manera que el *Al-Ijarah Sukuk*, el funcionamiento del *Al-Salam Sukuk* es idéntico al funcionamiento de un *salam* como estructura de financiación. Por tanto, para el funcionamiento de dicho instrumento nos referiremos de nuevo al apartado 3.2 del presente trabajo.

Sin embargo, hay un aspecto que debemos de resaltar cuando hablamos del *Al-Salam Sukuk*. Como ya explicamos en el apartado 3.1 de este trabajo, la prohibición de *riba* por la *shari'ah* conlleva la prohibición de la financiación a través de instrumentos de deuda. Se considera que la transmisión de un *Al-Salam Sukuk* constituiría una transmisión equivalente a deuda por la naturaleza de la operación de *salam*, en la que la entrega del activo se hace en un momento posterior al pago del principal.

También violaría por tanto la prohibición de enajenar aquello que no se tiene en propiedad, como es el caso del activo que constituye el *salam*, ya que durante la existencia del *Al-Salam Sukuk* este no se tiene en propiedad.

Es por ello que un *Al-Salam Sukuk* no sea transmisible en mercados secundarios, debiendo mantener los suscriptores del *Sukuk* el instrumento hasta su fecha de vencimiento. La exclusión de un mercado secundario hace del *Al-Salam Sukuk* un instrumento completamente ilíquido, lo cual no obsta su uso como instrumento de financiación a corto plazo, como veremos posteriormente. La excepción a esta prohibición sobre la transmisibilidad de la deuda se da entre los especialistas en finanzas islámicas de Malasia, que si aceptan la misma, con lo que sería viable un mercado secundario de *sukuk* tanto *Istisna'a* como *Al-Salam* y *Murabahah* (al-Amine, 2012).

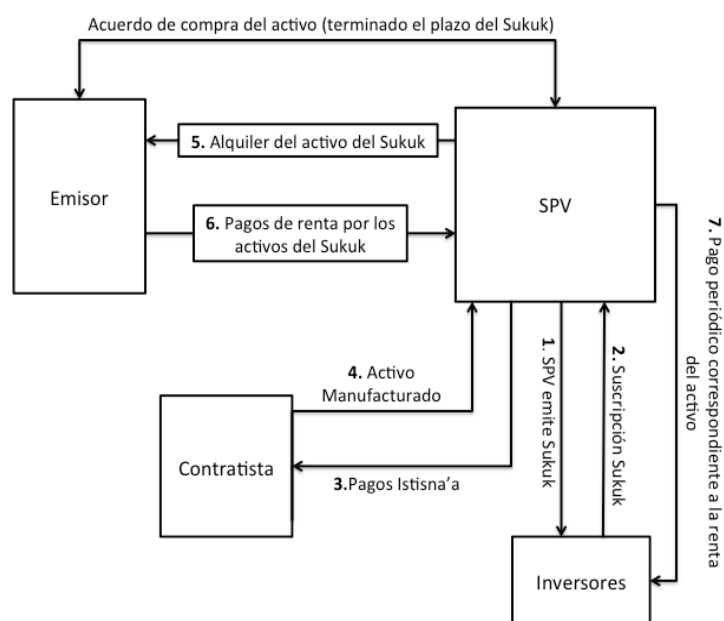
2.1.3. Istisna'a Sukuk

Al igual que en el caso del *Al-Salam sukuk* un *Istisna'a sukuk* no es transmisible por sí solo en un mercado secundario. El motivo de este hecho es el mismo que explicamos para el *Al-Salam sukuk*, la prohibición de *riba* y de vender aquello que no se tiene en propiedad, ya que a través de un *istisna'a*, como ya explicamos en el apartado 3.2 se financia la construcción de un activo, siendo por tanto un activo futuro, por lo que es de aplicación todo lo dicho para el *Al-Salam sukuk*.

Sin embargo, si cabe la posibilidad de que un *Istisna'a sukuk* sea transmitido en un mercado secundario, de la misma manera que podrá serlo un *Al-Salam sukuk* o un *Murabahah sukuk*. La manera en que estos *sukuk* pueden ser transmitidos en un mercado secundario sin violar los principios de la *shari'ah*, será que formen parte de un portfollio en el que los instrumentos sobre un activo real supongan una pequeña proporción sobre el total del portfollio (al-Amine, 2012), pero nunca de forma individual. Esta pequeña proporción como indica (Ahmad, 2010) ha llegado a suponer un 49% del total del portfollio, como en el caso del *sukuk* de USD \$400 m. del Islamic Development Bank en 2003. Añade este autor que la proporción de estos *sukuk* puede llegar a suponer porcentajes mayores en circunstancias excepcionales, llegando a quedar el porcentaje de activos reales del portfollio reducidos hasta un mínimo absoluto de un 25% del portfollio. Esto reduce las distancias entre los *sukuk* y los bonos convencionales.

Un ejemplo de esta clase de *sukuk* mixtos es por ejemplo el *sukuk* emitido por *Durrat Khaleej Al Bahrain Company B.S.C*. Esta promotora inmobiliaria emitió un *sukuk* mixto entre *Istisna'a* y *Al-Ijarah*. Con ello consiguen financiar a través de un *sukuk* la construcción de un activo, para posteriormente alquilarlo al SPV a través del cual se formalizó el *sukuk* (Khaleq, 2012). En el gráfico expuesto a continuación se puede ver el funcionamiento del mismo (los números representan la secuencia de las operaciones).

Figura 5: Estructura *Istisna'a sukuk*



Fuente: Adaptado de Kaleq. "Regional Workshop – Developing Government Securities under Islamic Finance" 2012

Para dar mayor liquidez al instrumento el proyecto se desarrolla en varias fases, con lo que terminada la primera fase, el *sukuk* correspondiente a esta es transmisible en mercados secundarios y empieza a recibir los pagos por parte del emisor (Syed Ali, 2005)

2.1.4. Murabahah Sukuk

Con respecto al *murabahah sukuk* no es necesaria una explicación en cuanto a su estructura puesto que fue desarrollada esta ampliamente en el apartado 3.2 de este mismo trabajo. En cuanto a explicaciones sobre su transmisibilidad en mercados secundarios referirnos a lo desarrollado en este mismo apartado en relación al *Istisna'a* y *Al-Salam sukuk* que es de aplicación de igual manera para un *murabahah sukuk*.

2.1.5. Musharakah / Mudarabah Sukuk

Estos dos *sukuk*, como ya se explico en el apartado 3.2 de este trabajo, son estructuras de financiación directas a través de la participación e un proyecto o empresa, ya medie la gestión del proyecto por un *mudarib* o no. Para ver la estructura y funcionamiento de estos dos tipos de *sukuk* nos referimos de nuevo al ya citado apartado 3.2.

La única diferencia destacable de estos *sukuk* con respecto a la estructura de financiación básica de la que procede, es la interposición de una SPV de igual manera que en el *Al-ijarah sukuk*, para su instrumentalización.

2.2. Principio de prohibición de Riba y Profit-loss sharing en los Sukuk

Previamente mencionábamos la distinción que se hace en la industria financiera islámica entre aquellos productos basados en los principios derivados de la *shari'ah* ("*shari'ah-based products*") y aquellos que cumplen con dichos preceptos, si bien son una adaptación de productos de la industria financiera convencional ("*shari'ah-compliant products*").

Los *sukuk* pertenecen a la ultima de estas categorías, su desarrollo y creación no se hace a través de las "autoridades" en términos de cumplimiento de la *shari'ah* (*shari'ah scholars*), sino que estos solo aprueban la validez de los mismos, en los comités específicos(*shari'ah boards*) de las instituciones que los desarrollan, generalmente bancos. Es por ello, que la estructuración de estos productos se lleva a cabo generalmente por abogados y banqueros de inversión, lo que ha llevado a que surjan cierta preocupación en cuanto al cumplimiento de la *shari'ah* de estos productos.

La preocupación y crítica en torno a los *sukuk* se ha centrado principalmente en dos aspectos, el cumplimiento de la prohibición de *riba* y el respeto al principio de "*profit-loss sharing*".

Es una práctica generalizada en la industria financiera islámica, el usar el LIBOR (u otro tipo de interés) como índice para la fijación del retorno de un *sukuk*. Por ejemplo, un *Al-Ijarah sukuk* podría fijar el retorno que va proporcionar en función de un porcentaje sumado a dicho tipo de interés. Debido a este hecho, no son pocas las voces dentro de la industria que mantienen que los *sukuk* o la gran mayoría de ellos, no cumplen con los preceptos de la *shari'ah*. Dicha practica ha sido muy útil, y lo sigue siendo hoy en día para proporcionar confianza sobre el retorno a los inversores a falta de un índice propio. Expone

(El-Gamal M. , 2003) que el uso de índices de tipo de interés constituye una paradoja si tenemos en cuenta la fundamentación de las finanzas islámicas, convirtiendo a los *sukuk* en instrumentos de deuda similares a los bonos y que no cumplen de esta forma la prohibición de *riba*.

(Diwany, 2010) por su parte expone la contradicción de fijar los retornos en función del LIBOR o simplemente la practica del “benchmarking”. Entiende este autor que esta practica va contra el espíritu de las finanzas islámicas al dejar el retorno del *sukuk* en torno a un hecho incierto, no quedando clara la contraprestación desde la formalización del contrato. Para el, los bancos islámicos al financiarse a tasas referidas al LIBOR, buscan formas de prestarlo con estructuras que imiten instrumentos de deuda referidos al mismo. Las finanzas islámicas, en lugar de desafiar el modelo de industria financiera basado en los tipos de interés, se integra según (Diwany, 2010) en este mismo modelo.

En cuanto al principio de “*profit-loss sharing*” se plantea un problema en cuanto al precio de recompra del activo objeto de un *sukuk*. La práctica común es que dicha compra se produzca al valor nominal del activo en que se ha basado el *sukuk*, mayormente en los *musharakah* y *mudarabah sukuk*. Esto supone la eliminación del riesgo para el inversor, que deberá solo preocuparse por un posible riesgo de impago del emisor, ya que recibirá los pagos periódicos durante la vida del *sukuk*, más el valor nominal (y por tanto invariable) del activo. Opinan algunas autoridades académicas en términos de finanzas islámicas, como (Usmani, 2007), que dicho valor de recompra debería ser el terminal del activo, de esta manera compartiendo inversor y emisor el riesgo de una apreciación o depreciación del mismo, para que así se diera realmente el cumplimiento del principio de compartición de riesgos.

Las prácticas que hemos explicado conllevan la concepción de los *sukuk* por ciertos autores como instrumentos que replican los retornos de los bonos de la industria financiera tradicional (Miller, Challoner, & Atta). Otros autores como (Wilson R. , 2008) entienden que estas prácticas, se deben a un intento de la industria financiera islámica de facilitar la comprensión del riesgo que comprenden los *sukuk* como instrumento, para así potenciar la demanda de estos en mercados ajenos a los principios de la *shari'ah*.

Las prácticas que hemos expuesto anteriormente provocan en muchas ocasiones una división doctrinal en cuanto a la naturaleza de los *sukuk* y su relación con los bonos convencionales. (Askari, Iqbal, & Mirakhor, 2010) por su parte defienden la teoría de que existe una mayor institucionalización tendente a garantizar el cumplimiento de los principios de la *shari'ah*, lo que reducirá según estos autores reducirá los paralelismos entre ambas figuras a largo plazo.

3. Factores para el desarrollo de una industria financiera islámica

Previo al desarrollo del potencial de las finanzas islámicas en África y a la explicación de los beneficios, utilidades y desafíos de la implantación de las mismas debemos entender los factores que determinan la creación y satisfactorio desarrollo de la industria financiera islámica en una región concreta.

La dificultad del acceso a datos de mercado y el carácter reciente del desarrollo de la industria financiera en África hacen que sea necesario analizar la literatura existente en términos de creación y desarrollo de mercados financieros islámicos, para poder extrapolar las conclusiones de estas a la casuística concreta del continente africano.

Para entender los factores que debemos de tener en cuenta para el desarrollo de un mercado financiero islámico, concretamente de *sukuk* haremos uso de la investigación de (Said & Grassa, 2013) que, a través de un modelo econométrico, definieron los principales elementos que influyen el crecimiento del mercado de *sukuk*, haciendo uso de datos de 10 países de regiones diferentes obtenidos entre los años 2003 y 2012.

Los factores que mas fuertemente influyen a la hora de emitir *sukuk* son de variado origen. El nivel de apertura al mercado parece tener una fuerte influencia, debido a la entrada de capital a la economía, sin embargo esto es contrario a lo analizado por (Adelegan & Radzewick-Beeck, 2009), al analizar el desarrollo del mercado de renta fija en las economías del África sub-sahariana. El crecimiento del PIB fue otro de los factores que (Said & Grassa, 2013) vieron, tiene una fuerte correlación positiva con el aumento de la emisión de *sukuk*.

Los tipos de interés tienen un efecto negativo a la hora de desarrollar un mercado de *sukuk*, resultado que de nuevo contradice lo expuesto por (Adelegan & Radzewick-Beeck, 2009), la inflación por su parte no parece tener un efecto notable. En cuanto a los ingresos derivados del petróleo de una nación no parece que ayuden al desarrollo de un mercado de *sukuk*. Este hecho no es aplicable a los países del GCC (Gulf Cooperation Council), que si ve su mercado de *sukuk* desarrollado por mayores ingresos derivados del petróleo (Grassa & Gazdar, 2012).

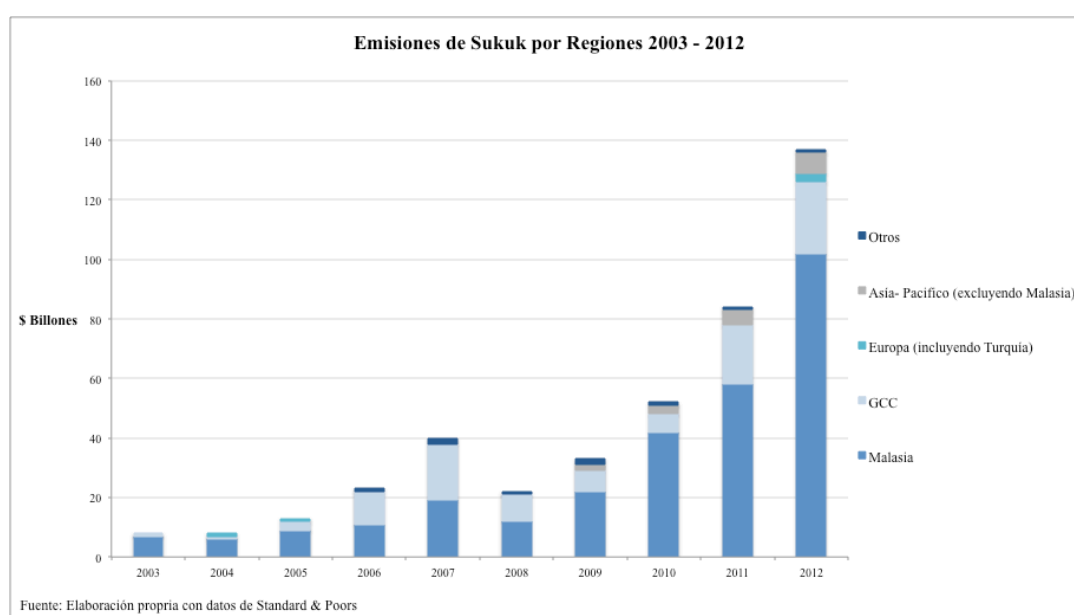
En términos de sistema legal, (Said & Grassa, 2013) pudieron comprobar, como es de esperar, que aquellos países con un sistema legal regido por la *shari'ah* tienen un desarrollo más alto del mercado de *sukuk*. Afirman lo mismo de aquellos sistemas mixtos entre “Common Law” y *shari'ah*, mientras que no parecía existir correlación entre aquellos sistemas mixtos con un sistema basado en la “Civil Law”. También es significativo el efecto positivo que tiene en el desarrollo del mercado de *sukuk* el porcentaje de población musulmana en un país. (Shayerah, 2010) por su parte, coincide en la influencia del sistema legal sobre el desarrollo de un mercado financiero islámico junto con los ingresos derivados del petróleo y el porcentaje de población musulmana, pero añade un factor que considera determinante y es la integración y proximidad con países de Oriente Medio, así como de aquellas regiones que son centros de las finanzas islámicas (Alam, 2012) (Imam & Kpodar, 2010).

Por último mencionar que el hecho de un mercado fuerte de renta fija ayuda al desarrollo de un mercado de *sukuk*, siendo complementarios entre ellos y no sustitutos uno del otro.

4. África. La siguiente frontera de las Finanzas Islámicas

El proceso de expansión y globalización al cual se ha visto sometido en la última década la industria de las finanzas islámicas ha llevado a que varios de los instrumentos de los que esta hace uso se hallan popularizado a nivel global, concretamente los *sukuk*. Durante el pasado año 2014 pudimos ver como algunos gobiernos y empresas occidentales hacían uso de los *sukuk* como método de financiación, diversificando sus portafolios de inversores. Anteriormente, y aun con estas nuevas emisiones, las emisiones de *sukuk* se habían centrado primordialmente en países con un importante porcentaje de población musulmana, a destacar la región del golfo árabe (GCC) y Malasia como muestra el siguiente gráfico.

Figura 6: Volumen emisión de *sukuk* por regiones entre 2003 y 2012



Entre las recientes emisiones de *sukuk* del mundo occidental son destacables dos emisiones en concreto. Por un lado, la emisión del pasado año de Goldman Sachs, cuya demanda superó por tres veces el importe emitido de 500 millones de dólares, siendo el segundo banco convencional, tras HSBC en 2011, en hacer uso de los *sukuk* como herramienta de financiación en los mercados. Esta emisión puede abrir numerosas puertas al uso de este instrumento por parte de otras corporaciones occidentales (Narayanan, 2014).

En segundo lugar, fue de gran importancia para la industria financiera islámica la emisión por parte del Reino Unido de 200 millones de libras esterlinas a través de una estructura de *Al-ijarah sukuk*, con un rendimiento de 2,036 %, idénticos a aquellos del bono a 5 años inglés, provendrán de los ingresos derivados de alquileres de tres propiedades estatales. La demanda por este *sukuk* fue 10 veces superior al total emitido, rondando los 2 billones de libras esterlinas (Moore & Hale, 2014).

Estos dos casos, sirven como ejemplo del alcance que en los últimos tiempos está teniendo la industria financiera islámica. Ambas emisiones sirven como referencia para la emisión de futuros *sukuk* en el

mundo occidental y para demostrar los beneficios que proporciona dicha industria como complemento a la industria financiera occidental.

Tras la introducción de la industria financiera islámica en el mundo occidental, muchos han sido los que han planteado la viabilidad y potencial de la misma en el continente africano. Dicho proceso de introducción se ha ido iniciando paulatinamente y ha cobrado mayor fuerza en los últimos años. Hasta ahora sin embargo, África no ha supuesto más que una ínfima parte del mercado de los “bonos islámicos”, según (Kuwait Finance House Limited , 2014) un 0,6% a fecha del primer cuatrimestre de 2014. Sin embargo hay razones para creer en el crecimiento de dicho mercado en África y así ha sido desde entonces, con importantes emisiones durante 2014 y 2015 que explicaremos a posteriori.

En términos del potencial que tiene África para aumentar su peso como emisor de *sukuk*, este depende, como apuntan (Esters & Pruvost, 2013) de varias razones y motivos entre los que destacan los siguientes.

En primer lugar, muchos de los países del continente pueden entender la emisión de *sukuk* como una manera de diversificar el perfil de inversores y acceder a nuevos capitales, mayormente aquellos procedentes de un “hub” financiero con excesos de liquidez como los países del GCC.

Otro de los grandes motivos que pueden empujar a dicho desarrollo, es la necesidad de financiación que requiere África en términos de infraestructura (Bank Negara Malaysia, 2015).

El factor demográfico, como se vio en el anterior apartado, puede ser fundamental a la hora de determinar el desarrollo de un mercado financiero islámico. El crecimiento económico en África tendrá como consecuencia el aumento de la demanda de productos bancarios, según la población va mejorando su poder adquisitivo. Es por ello que una creciente población islámica puede determinar un crecimiento de la industria financiera islámica y de los *sukuk*.

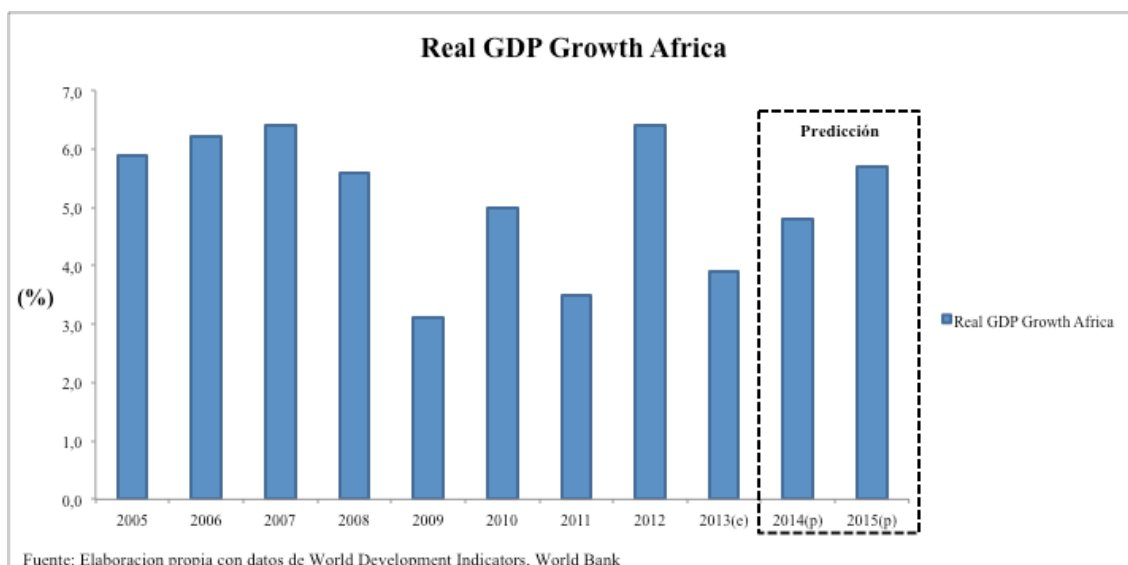
Por último, el factor que prima sobre todos aquellos que hemos mencionados en las líneas previas de este apartado, es el potencial de crecimiento económico que tiene el continente, y que es, en última instancia el que determinara la necesidad de inversión o financiación que cubran en su caso los *sukuk*.

Sin más dilación, pasaremos a explicar estos factores fundamentales de forma separada.

4.1. Potencial económico en el continente africano

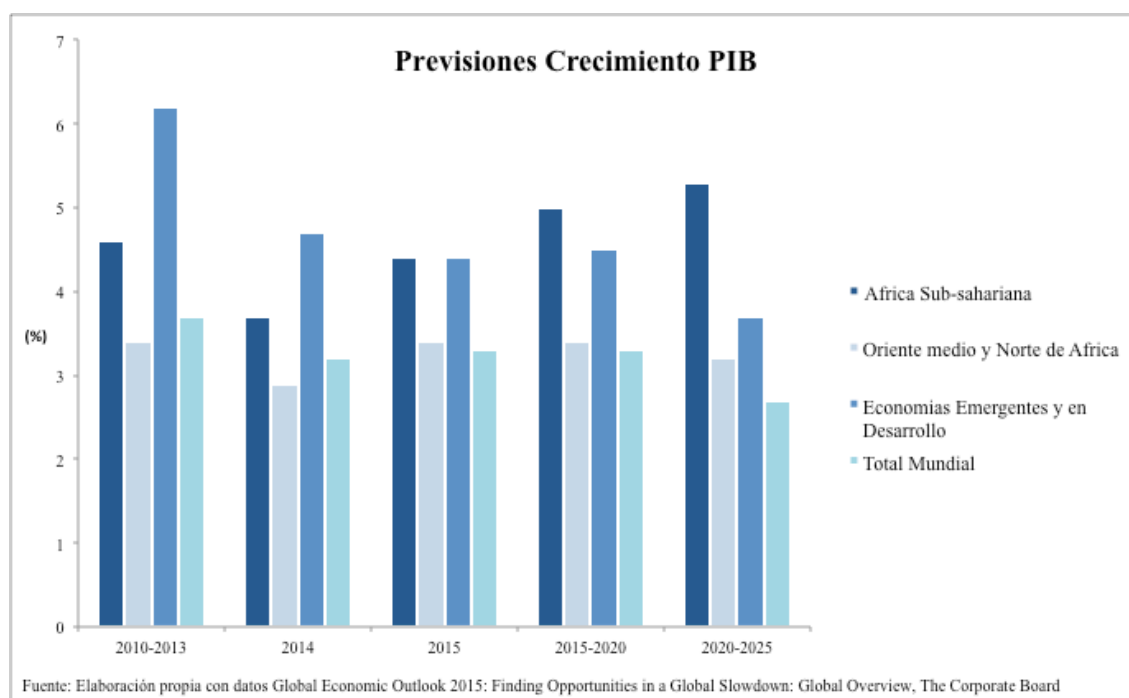
Como se recoge en el informe de (Kuwait Finance House Limited , 2014), en los próximos años, 7 de los 10 países con tasas más altas de crecimiento estarán en África. Como podemos observar en el siguiente cuadro, el crecimiento previsto para este año 2015 por parte del (African Development Bank Group , 2014) es de un 5,7%, niveles que superan lo previsto para el total de la economía mundial por (The Conference Board , 2014), que ha estimado dicha tasa de crecimiento en un 3,3% para el presente año.

Figura 7: Crecimiento del PIB Real de África entre 2005 y 2015



Las previsiones no solo son halagüeñas para África en este año 2015, sino que mejoran a largo plazo. (The Conference Board, 2014) ha estudiado y proyectado las previsiones de crecimiento a nivel mundial hasta 2025. A efectos de mostrar las expectativas de crecimiento sobre el continente, en el siguiente gráfico se muestran las previsiones hasta 2025 de las regiones del norte de África y el África subsahariana, comparadas con la media de las economías en vías de desarrollo y el crecimiento total que se prevé a nivel mundial. Podemos ver que el crecimiento del África subsahariana es superior a la media de los países emergentes a partir de 2015 y hasta 2025. Al mismo tiempo las expectativas sobre el crecimiento en el norte de África, reducen las diferencias con la media de los países emergentes, hasta quedar en niveles inferiores a un punto porcentual de diferencia entre 2020 y 2025. La tendencia evolutiva es clara en cuanto a ambas regiones, acelerando su crecimiento en términos relativos al resto del mundo, siendo lógicamente el crecimiento de ambas regiones superior a la media mundial.

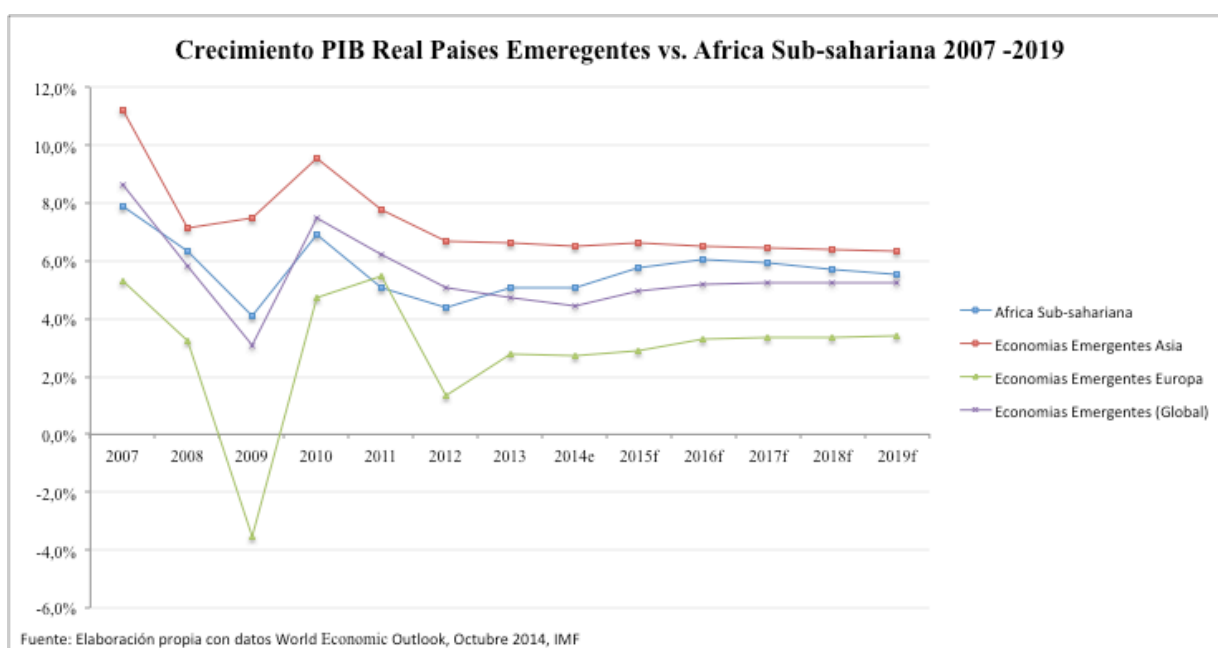
Figura 8: Previsiones crecimiento PIB entre 2010 y 2025



Centrándonos en una de las regiones que componen el continente africano, el África Sub-sahariana, objeto del trabajo, podemos observar en el gráfico expuesto, como las previsiones de crecimiento económico para esta región son excelentes, estando la tasa de crecimiento del conjunto de la región por encima de la media de los países emergentes a nivel global y la de aquellos países emergentes de Europa. Es así mismo superior a aquella de la región del Norte de África.

Solo hay una región en el mundo que para finales de esta década crecerá a un ritmo superior a la del África sub-sahariana, lo que sin duda posiciona a África como una de las regiones a nivel global con mayor atractivo económico y potencial para la inversión de capitales del mundo occidental.

Figura 9: Crecimiento PIB Real Países Emergentes vs. África Sub-sahariana entre 2007 y 2019



Seguindo las previsiones del (International Monetary Fund , 2014), la región sub-sahariana de África crecerá a niveles cercanos al 6% de su PIB real desde 2015 a 2019, lo que hemos visto, será una de las tasas más atractivas a nivel global. Dicho crecimiento traerá consigo la consecuente necesidad de inversión y financiación que un instrumento como los *sukuk* puede satisfacer, es ahora trabajo de la industria financiera islámica el captar dicho volumen de actividad, ofreciendo alternativas a los tradicionales instrumentos de deuda y participación en capital, para canalizar dicha inversión.

Apuntar por ultimo, que a pesar de lo expuesto en los anteriores párrafos, el crecimiento que hemos mostrado, se prevé para África , es un crecimiento condicionado. Como apunta (The Conference Board , 2014), el que dichas previsiones se cumplan dependerá en gran medida de una mejora de las instituciones a nivel general y de superar el déficit en inversión en infraestructuras, que puede mermar de forma significativa dicho crecimiento como explicaremos en un apartado posterior.

4.1.1. Factor Demográfico

Como hemos expuesto en el apartado introductorio a este epígrafe, el factor demográfico puede ser determinante a la hora del desarrollo de un mercado de *sukuk*. Por ese motivo es fundamental hacer referencia a grandes rasgos a la evolución de la población musulmana en el continente africano, concretamente en la parte sub-sahariana, objeto del trabajo.

En 2030, la población musulmana asentada en el África sub-sahariana supondrá un 17% del total de la población musulmana mundial, frente al 15% que suponía en 2010 (Pew Research Center , 2011). Esto significa que en 2030 en el África sub-sahariana vivirán aproximadamente 386 millones de musulmanes, mientras que en 2010 se estima que dicha población no alcanzaba los 250 millones de personas, lo que supondría un crecimiento del 60% de la población musulmana entre ambas fechas.

Este dramático crecimiento hace que el África sub-sahariana se postule como un excelente candidato para desarrollar un fuerte mercado de “bonos islámicos”. Siguiendo las estimaciones de (Bank Negara Malasya, 2015) en 2014 el 29,6% de la población de esta región era musulmán. Dicho porcentaje se verá incrementado hasta el 31%, durante este periodo de tiempo si tenemos en cuenta que la población musulmana crece a nivel mundial a un ritmo mayor que el resto de sectores demográficos, concretamente a un 1,5%, mientras que la media de crecimiento del resto de la población se encuentra en el 0,7% (Pew Research Center , 2011).

4.1.2. Diversificación de la base de inversores. Capitales del GCC e ISDB

Uno de los grandes atractivos de los *sukuk* como herramienta de financiación es el hecho de ser respetuosa con los preceptos que se exponen en la *shari'ah*, preceptos que ya expresamos en el apartado 3.1 de este trabajo. La importancia de este hecho y que proporciona dicho atractivo es que permite a grandes capitales, cuyas creencias estén ligadas al Islam, invertir en instrumentos financieros que respeten los dictados de su fe.

Entre estos capitales, destacan los provenientes del GCC (Gulf Cooperation Council), que engloba a los países del golfo arábigo. Las economías de dichos países en las últimas décadas, debido a la abundancia de crudo y el progresivo ascenso del precio del mismo, se han convertido en economías con importantes superávits fiscales que buscan instrumentos a los cuales destinar dichos excesos de fondos.

Es por ello que los “bonos islámicos” suponen una excelente herramienta a la hora de captar fondos, particularmente para el continente africano, que consecuencia de las excelentes previsiones de crecimiento supone una región con un creciente atractivo para inversores extranjeros como ya vimos en el anterior apartado.

En términos de la relación entre África y el GCC , hemos de destacar que las relaciones entre ambas regiones se han intensificado durante la pasada década. Las importaciones de productos africanos en el

GCC creció a un ritmo del 27,5% anualmente entre el año 2000 y 2010, mientras que las importaciones lo hicieron a una tasa anual del 14,7%. La cifra absoluta de comercio entre ambas regiones alcanzó los 35 billones de dólares ese año (Kuwait Finance House Limited , 2014).

Otro de los grandes capitales que pueden suponer una fantástica oportunidad para el continente africano, aparte del GCC, son aquellos fondos provenientes de Asia, concretamente de Malasia. Este país se ha posicionado como el mayor emisor de *sukuk* a nivel global y el mercado más importante de la industria financiera como podemos observar en el gráfico expuesto en el primer apartado de este epígrafe. Los datos de (United Nations Conference on Trade and Development, 2014) indican que la inversión del país asiático en África ascendió en 2011 a 3.5 billones de dólares.

Siendo una economía con un alto grado de penetración de la industria financiera islámica, familiarizada con los instrumentos de la misma y que ha invertido ya fuertemente en África, la proliferación de los *sukuk* en esta región puede verse altamente demandada por inversores de Malasia, constituyendo una importante fuente de capital para África en su conjunto y por tanto un inversor importante a la hora de diversificar la procedencia de la inversión en África.

4.1.3. Déficit de inversión en infraestructura

Uno de los grandes obstáculos y desafíos que en el proceso de desarrollo económico tiene el continente africano es un déficit en inversión en infraestructura, déficit que explicaremos con detenimiento en este apartado, si bien se hará un ulterior desarrollo del mismo centrado en el caso concreto de Nigeria.

(Mafusire, Anyanwu, Brixiova, & Mubila, 2010) cifran la necesidad de gasto e inversión en infraestructura para la parte sub-sahariana del continente en 93 billones de dólares anuales. Incluso considerando optimistas mejoras en la eficiencia y gestión de dichos activos, este organismo considera que el déficit de inversión se sitúa en torno a los 31 billones de dólares anuales. Dicho déficit es el gran obstáculo que puede truncar las aspiraciones de crecimiento del continente, cuyos factores demográficos y económicos apuntan a un brillante futuro a medio largo plazo, como apuntamos en el apartado anterior.

Sin embargo, lo que se plantea como un enorme desafío para el continente, es al mismo tiempo una gran oportunidad para las finanzas islámicas, y más concretamente, los *sukuk*.

Dos son principalmente las características y ventajas de los *sukuk* que hacen que se postulen como una herramienta fundamental a la hora de financiar las estructuras necesarias en el continente africano.

Primeramente, como ya explicamos en el apartado 4.1, la estructura de *Al-ijarah sukuk* es perfecta para la financiación de la construcción de grandes proyectos e infraestructuras, más aun cuando es combinada con un *istisna'a sukuk*, lo que permite financiar no solo el activo, sino su construcción durante el periodo en que se extiende la misma.

En segundo lugar, los *sukuk* atraen a un perfil de inversores diferenciado a aquel que los instrumentos de renta fija tradicionales. Una de las grandes virtudes de los “bonos islámicas” es que proporciona productos que se adecuan a las preferencias de grandes capitales como son aquellos del GCC (Gulf Cooperation Council) o Malasia, lo que abre para los países o empresas que hagan uso de ellos, un nuevo conjunto de inversores y por tanto de fondos, en este caso inversores con un alto grado de liquidez, como veremos en el apartado siguiente o en la detallada explicación de las características del *sukuk* soberano emitido en Sudáfrica.

5. Las finanzas islámicas y los sukuk en el África sub-sahariana

En este apartado desarrollaremos el potencial de aquellos países con un perfil más prometedor para favorecer la emisión de *sukuk* en un futuro próximo, concretamente Nigeria. Así mismo, expondremos las emisiones de *sukuk* que hasta ahora se han dado en el África sub-sahariana, las características de las mismas y principalmente, las necesidades que cubrieron y la función que pueden cubrir en otras naciones en un futuro próximo.

5.1. Nigeria

Varias son las características que hacen de Nigeria uno de los países del África sub-sahariana con mayor atractivo y potencial para la emisión de *sukuk*. En este apartado detallaremos brevemente el contexto macroeconómico de Nigeria, para posteriormente relacionarlo con aquellos factores que en el apartado 5.1 se vio estaban correlacionados de forma positiva con la emisión de *sukuk*. Trataremos así mismo las oportunidades y necesidades que los *sukuk* pueden cubrir en Nigeria y que uso primordial podrían tener estos en base a las necesidades de financiación Nigerianas, haciendo para ello uso de lo explicado respecto de las estructuras de financiación y tipos de *sukuk* en los apartados anteriores. Por último analizaremos brevemente la emisión en 2013 de *sukuk* por parte de Osun State.

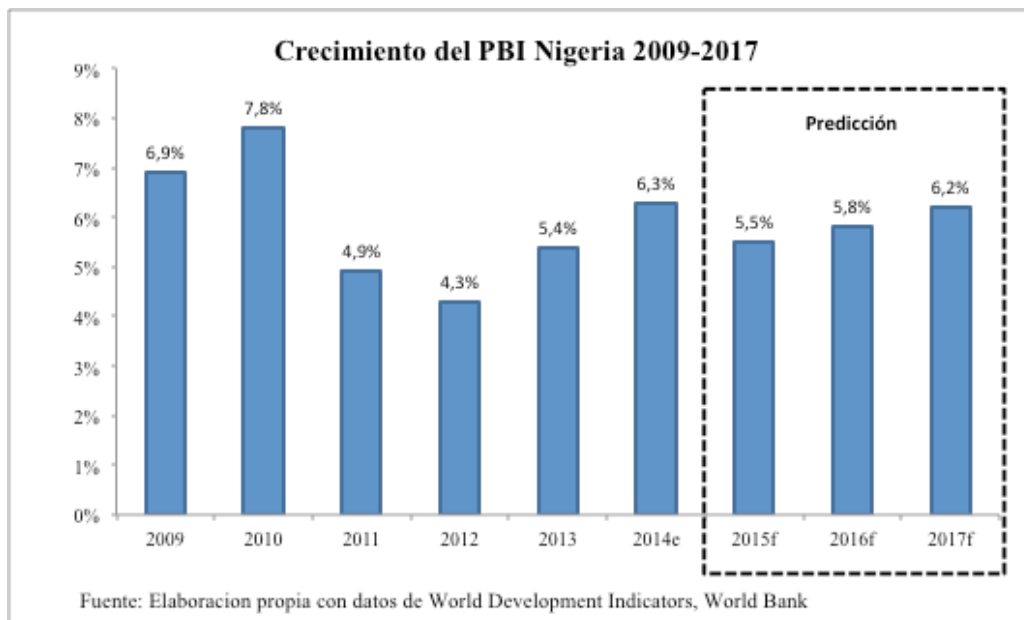
5.1.1. Contexto Macroeconómico y Social

Nigeria es uno de los países con más potencial para desarrollar un fuerte sector financiero islámico y para explotar los *sukuk* como herramienta de financiación. Tiene el núcleo de población musulmana más grande del África sub-sahariana, aproximadamente la mitad de sus 173 millones de habitantes, porcentaje que será del 51,5% en 2030 (Pew Research Center , 2011).

En cuanto a la industria financiera islámica, esta se asentó en Nigeria en el año 1992 con el banco Habib (hoy en día Bank PHB), que estableció por primera vez un negocio bancario sin tipo de interés. El desarrollo hasta el día de hoy no ha sido pronunciado, sin embargo se están dando nuevos esfuerzos, como la regulación de los bancos islámicos redactada por el Banco Central de Nigeria y aprobada en 2009 (Gerbald, Hussain, Maino, Mu, & Yehoue, 2014).

En el aspecto macroeconómico, Nigeria es una de las economías del África sub-sahariana con mayor potencial económico a medio y largo plazo, siendo ya la segunda economía del continente. Como podemos observar en el siguiente gráfico que representa el crecimiento del PBI desde 2009 en el país sub-sahariano, incluyendo las predicciones hasta 2017.

Figura 10: Crecimiento PIB Nigeria entre 2009 y 2017



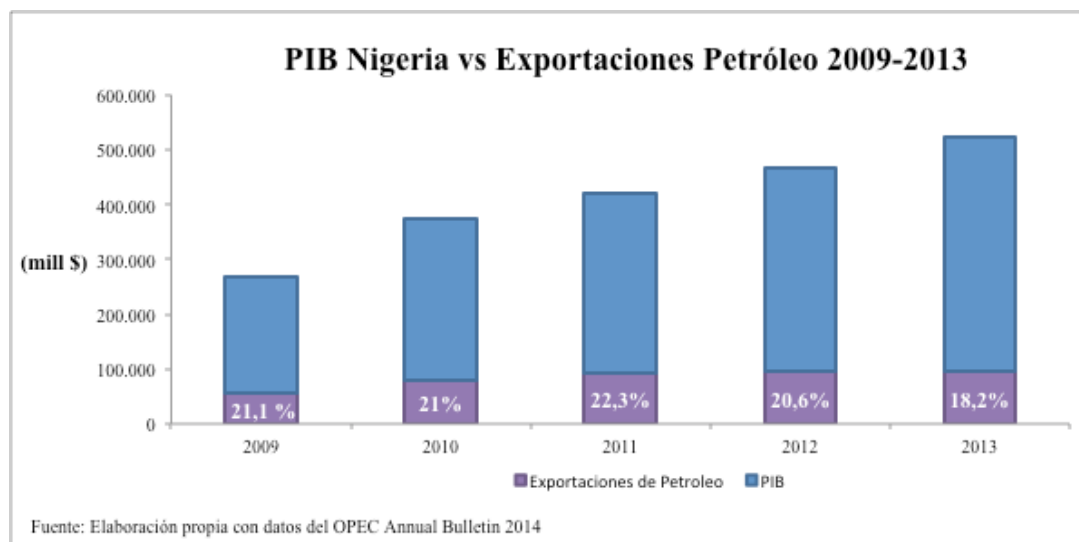
Como ya vimos en el apartado 5.1, uno de los factores fundamentales a la hora de establecer un mercado de *sukuk* es el crecimiento económico, se puede observar que Nigeria durante los últimos 5 años a tasas no inferiores nunca al 4,3% anual, y se espera que crezca a un ritmo aproximado al 6% anual de aquí a 2017.

A largo plazo es destacable el crecimiento que de Nigeria esperan los analistas que posicionarian al país del oeste africano como una de las economías con mas potencial a nivel mundial, quedando entre las 20 economías más potentes a nivel mundial en 2050. (Wilson & Purushothaman, 2003) predijeron que para el año 2050 el PIB de Nigeria supondría el 2% del total mundial, concretamente 4.9 trillones de dólares. Diez años más tarde, las predicciones en torno al crecimiento de Nigeria han descendido ligeramente, previendo que el PIB de Nigeria alcanzará el nivel de 3.4 trillones de dólares, siendo entonces la decimosexta economía a nivel mundial (Hawksworth & Chan, 2013).

Otro de los factores que posicionan a Nigeria como uno de los países más atractivos para el desarrollo de un fuerte mercado de *sukuk* es que es una economía rica en recursos, primordialmente petróleo, siendo el mayor productor de África. Sin embargo dicho activo, puede suponer un problema en cuanto pueda convertirse en un elemento de dependencia. Los ingresos derivados del petróleo supusieron en Nigeria un 15% del PIB del país pero un 80% de los ingresos del gobierno en el presupuesto de 2015 (Oyedele & Erikume, 2014). Esto quiere decir que las autoridades del país encargadas de la inversión pública

dependen para financiarse de dicha materia prima, habiendo sufrido un importante revés con el descenso de precios durante la segunda mitad de 2014.

Figura 11: PIB Nigeria vs. Exportaciones de Petróleo entre 2009 y 2013



El problema no radica simplemente en la dependencia del gobierno federal de los fondos derivados del petróleo, sino en la transparencia en la gestión de dichos fondos, y el criterio de distribución de los mismos.

El primero de estos problemas ha sido recalcado en varias ocasiones y varias han sido las acusaciones de corrupción en el seno de la empresa nacional de energía (NNPC), a la que el gobernador del banco central de Nigeria acusaba de corrupción y falta de transparencia, alegando la falta del pago de casi 50 billones de dólares al gobierno federal (Brock, 2013).

El segundo de estos problemas, tiene una relación directa con otro de los grandes problemas de los que adolece la economía Nigeriana. Dicho problema es un déficit de fondos para la inversión en infraestructuras cifrado en 8 billones de dólares americanos anuales. La necesidad de inversión total en infraestructuras fue cifrada en 14 billones, siendo actualmente aportados por el gobierno alrededor de 6 billones. Este hecho pone de relieve una deficiente gestión del erario público en Nigeria como destaca (Oshidi, 2014) en el presupuesto del año de 2012, el ratio de gasto en infraestructuras con respecto al gasto recurrente fue de 28:72. Dicho ratio nos muestra efectivamente la incapacidad del gobierno nigeriano de cubrir el déficit de inversión del que adolece el país, necesitando como expone (African Development Bank Group, 2013) de la intervención del sector privado. Esto expone un problema a la hora de distribuir los fondos estatales que se destinan a gastos recurrentes y no a proyectos que apoyen la economía productiva del país. Este último hecho no hace sino agravar la condición de las finanzas públicas nigerianas ya malograda por la dependencia de los ingresos derivados del petróleo y la malversación de los mismos por parte de NNPC.

5.1.2. Oportunidades para los Sukuk en Nigeria. *Al-Ijarah Sukuk*

Como expusimos en el apartado 5.1, el crecimiento económico influencia fuertemente el desarrollo de un mercado de “bonos islámicos”. Pudimos ver en el apartado anterior el potencial crecimiento del país subsahariano, lo que apoyaría indudablemente la proliferación de estos instrumentos. El crecimiento económico trae consigo necesidades de inversión y de financiación que pueden cubrir de diferente los *sukuk*.

Otro de los factores que puede influenciar fuertemente el desarrollo de un mercado de *sukuk* en Nigeria son los ingresos derivados del petróleo. La correlación positiva entre el aumento de los ingresos derivados del petróleo y el de los *sukuk* se ha demostrado en los países del GCC (Grassa & Gazdar, 2012). Dicha relación no ha sido estudiada en África, pero es posible el entender la posibilidad de que dicha relación se aplique de la misma forma a Nigeria, con un modelo económico fuertemente dependiente de los ingresos del petróleo. Dicha materia prima no solo lo impulsa el desarrollo del país sino que además puede utilizarse como activo subyacente a la hora de emitir *sukuk*.

Pero el factor más destacable y que mas impacto puede tener a la hora del desarrollo de un mercado de *sukuk* es el déficit de inversión en infraestructura que tiene Nigeria. La necesidad de inversión en el país se cifra en alrededor de 14 billones de dólares, 6 de los cuales son cubiertos a través de la financiación estatal. Debido a la repartición de los fondos públicos, como nos muestra (Oshidi, 2014), el estado no es capaz de cubrir el déficit de inversión pública que requiere Nigeria en términos de infraestructura. Como expone (Oshidi, 2014) de nuevo es fundamental por tanto la participación del sector privado, siendo una de las formas de financiación mejor posicionadas para instrumentar dicha participación el *sukuk*, concretamente el *Al-Ijarah sukuk*, según desarrolla el autor.

Ya vimos la utilidad de este *sukuk* para financiar grandes proyectos de infraestructuras en el apartado 4.1 del presente trabajo, así como la figura del *Al-Ijarah sukuk* combinado con un *Istisna's sukuk* para el desarrollo y construcción de infraestructuras. Para entender el funcionamiento de ambos tipos de *sukuk* nos referiremos de nuevo a lo explicado en el apartado 4 de este trabajo.

Es por ello que dicha figura esta configurada de manera idónea para cubrir la necesidad de intervención privada en la inversión en infraestructura. Dicha necesidad ha sido cifrada en 107 billones de dólares en instrumentos de deuda y 35.3 billones en aportaciones de capital desde el año 2011 al 2020 (African Development Bank Group, 2013).

Por ultimo, como explicamos en el apartado 5 del trabajo, uno de los factores que determinaba fuertemente la creación de un mercado de “bonos islámicos” es la existencia previa de un fuerte mercado de renta fija. Como ya expusimos en dicho apartado (Grassa & Gazdar, 2012) llegaron a la conclusión, tras su estudio de los factores que influyen positivamente el desarrollo de los *sukuk*, que el desarrollo de un fuerte y liquido mercado de renta fija aumenta la emisión de *sukuk*, siendo complementarios ambos y no sustitutivos como podría parecer. Nigeria se ha convertido tras Sudáfrica en el mercado más liquido

de renta fija en África, más aun desde que en 2012 tanto JPMorgan como Barclays, incluyeran los bonos soberanos del país sub-sahariano en sus índices de bonos globales, aumentando la demanda externa por la deuda nigeriana (Oluoch, 2013). Este factor es fundamental para atraer capital exterior, lo que es otro factor de peso para considerar el potencial nigeriano en el mercado de las finanzas islámicas.

Teniendo en cuenta el crecimiento de Nigeria, el potencial uso del petróleo como activo subyacente, la numerosa población musulmana, su mercado de renta fija y la imperiosa necesidad de inversión privada, Nigeria se postula como uno de los países con mayor potencial para el uso de los *sukuk* en el África sub-sahariana.

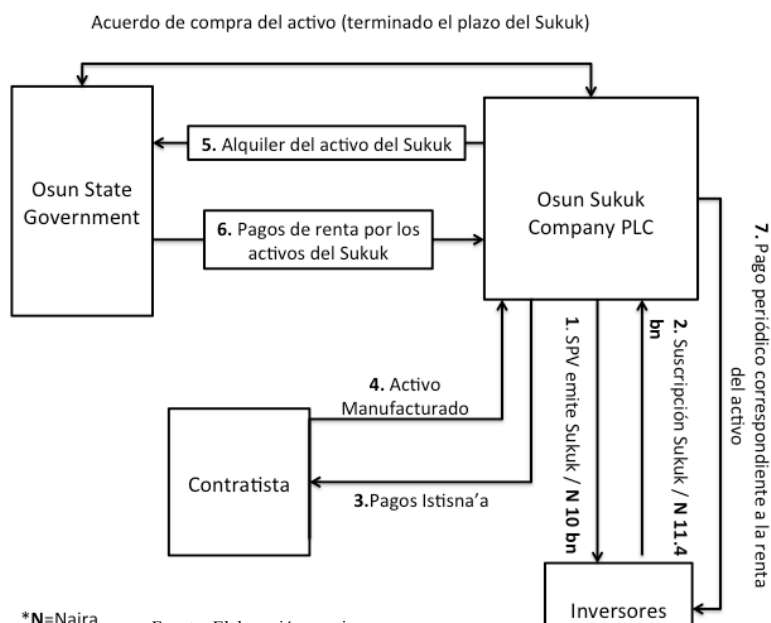
5.1.3. Osun State sukuk

En octubre de 2013 el gobierno de la región de Osun, en el sudeste Nigeriano, emitió el primer *sukuk* en el África sub-sahariana (exceptuando las pequeñas emisiones de deuda de Gambia, a las que nos referiremos posteriormente).

El *sukuk* emitido por el estado de Osun ofrecía una rentabilidad de 14,75% con un vencimiento a 7 años, limitando su vigencia. El importe total suscrito fue de 11.4 billones de Nairas, el equivalente a 70.6 millones de dólares. El *sukuk* se destino al a construcción y posterior explotación por parte del gobierno regional de escuelas y carreteras (Oladunjoye, 2014), para lo cual se configuró como un *Al-ijarah/ istisna'a sukuk*. Este *sukuk* fue calificado con un rating de A por Agusto & Co. una de las agencias de rating con más prestigio en Nigeria (Oluoch, 2013).

Como ya explicamos ampliamente en el apartado cuarto de este trabajo la estructura de un *Al-ijarah sukuk* combinado con un *istisna'a* permiten financiar la construcción de un activo a través de la suscripción de dicho *sukuk*, para que posteriormente dicho activo sea alquilado (a través de una SPV) al emisor indirecto del *sukuk*, constituyendo este alquiler los pagos periódicos a los suscriptores de los “bonos islámicos”. Es por tanto, un método idóneo para financiar la construcción de un activo a través de los rendimientos de su posterior explotación.

Figura 12: Estructura Osun State *Sukuk*



El pago periódico del alquiler de los colegios y carreteras una vez ya construidos sumado al pago de la recompra del activo en 2020 al finalizar el *sukuk* resulta en un total de N 14.4 billones, lo que deriva efectivamente en la rentabilidad de 14,75% sobre el nominal suscrito por los inversores (Gobierno de Osun, 2013).

El precio de recompra de los activos, ya sea al terminar el *sukuk* o bien en caso de impago por insolvencia, se determina en este *sukuk* para evitar el riesgo de mercado del inversor según (Oladunjoye, 2014), lo cual nos da a entender que dicho precio será el valor nominal del bien, no el valor de mercado, dejando nuevas dudas en cuanto al efectivo cumplimiento del principio de “profit-loss sharing” en las emisiones de *sukuk* (Usmani, 2007). Dicha controversia ya la desarrollamos en el apartado 4.2 a cuyo desarrollo nos remitimos, limitándonos en este apartado a poner de manifiesto dicho hecho y la discusión doctrinal que ha generado.

La importancia de la emisión de este *sukuk* por parte del estado de Osun es la de constituir un punto de partida y referencia para el Africa sub-sahariana a la hora de emitir *sukuk* y concretamente para Nigeria. Desde la emisión del *sukuk* de Osun se ha planteado la posibilidad por parte del gobierno nigeriano de comenzar a emitir deuda a nivel nacional acorde a los principios de la *shari'ah*. Durante 2014 Nigeria la intención del gobierno nigeriano era la de organizar un marco y estrategia para la emisión de estos instrumentos (Kay, 2014), por lo que podemos esperar la entrada a nivel nacional de Nigeria en el mercado de las finanzas islámicas, con emisiones de *sukuk* soberanos, durante este año 2015.

5.2. Sudáfrica

Sudáfrica es otro de los países del continente africano con un gran potencial para acoger y desarrollar un mercado financiero islámico que potencie el uso de los *sukuk* como herramienta de financiación e inversión. Sin embargo, debido a sus características tanto demográficas como macroeconómicas, que explicaremos brevemente en este apartado, no es tan atractivo como lo fue nuestro ejemplo anterior, por lo que centraremos nuestra atención principalmente en la emisión del *sukuk* soberano del pasado septiembre de 2014.

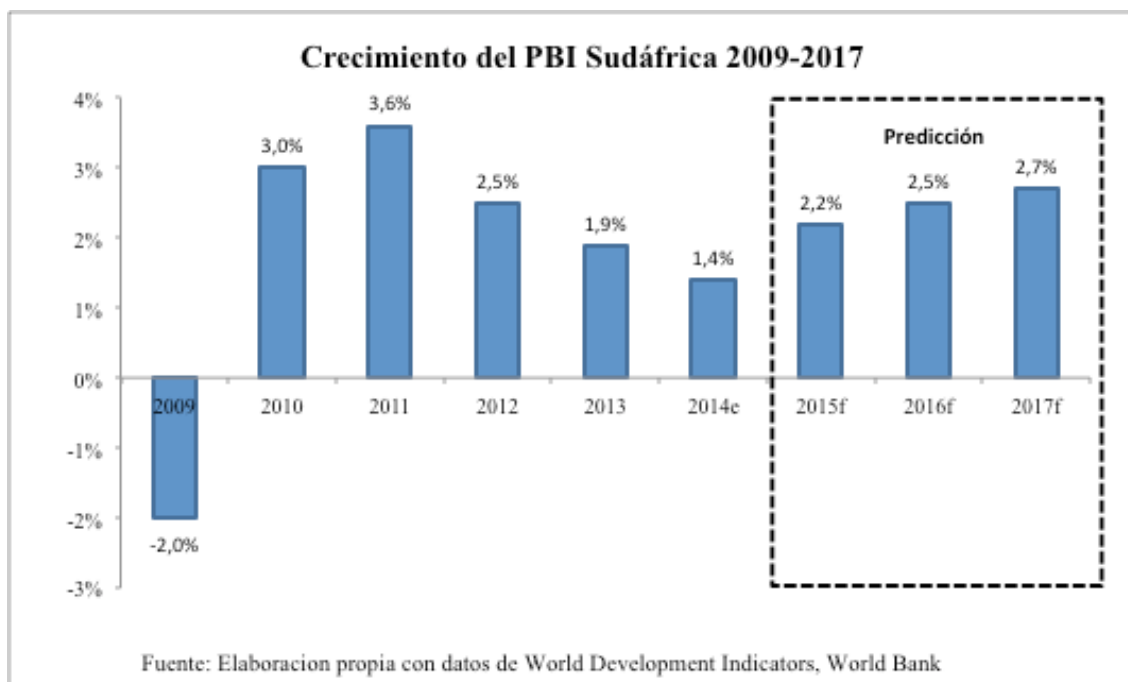
5.2.1. Contexto Macroeconómico y Social

En términos de la potencialidad teórica que tiene Sudáfrica como potencial mercado hay varios factores que debemos destacar. Primeramente, al contrario que en el caso de Nigeria, el porcentaje de población musulmana en Sudáfrica es muy reducido, solamente un 1,5% de la población total (Gerbald, Hussain, Maino, Mu, & Yehoue, 2014). Esto nos indica que en caso de desarrollarse un mercado financiero islámico en Sudáfrica este tendrá mayormente un foco de captación de capitales extranjero, no buscando la demanda interna. Sin embargo como exponen (Gerbald, Hussain, Maino, Mu, & Yehoue, 2014), la industria financiera islámica en Sudáfrica ha buscado desarrollar productos que se adapten a las necesidades de consumidores no musulmanes. A pesar de esta adaptación, no podemos obviar la desventaja que para el desarrollo de los *sukuk* en Sudáfrica tiene el bajo porcentaje de población

musulmana en comparación con Nigeria por ejemplo, pues como ya expusimos, (Grassa & Gazdar, 2012) encontraron que el porcentaje de población musulmana influenciaba muy positivamente el desarrollo y emisión de dichos instrumentos.

Por otra parte, en el ultimo año han crecido las dudas en torno al potencial de crecimiento real de la economía sudafricana. En el cuadro siguiente podemos observar las previsiones de crecimiento del producto interior bruto del país.

Figura 13: Crecimiento PIB Sudáfrica entre 2009 y 2017



Sin embargo, desde las elecciones presidenciales en mayo, las previsiones económicas en torno a Sudáfrica han ido descendiendo. La previsión estimada de crecimiento para 2014 de 1,4 puntos porcentuales fue el resultado de la bajada de la previsión desde los 2,7 puntos fijados en febrero fijados por el tesoro sudafricano. (England, South Africa cuts growth forecast to lowest rate in 5 years, 2014).

De nuevo en febrero de este mismo año el ministro de finanzas, Nhlanhla Nene, redujo las perspectivas de crecimiento del país a 2 puntos porcentuales para 2015, 0,5 puntos por debajo de la previsión inicial del Tesoro sudafricano y a medio camino de las previsiones del Banco Mundial que se exponen en el grafico anterior.

Uno de los grandes desafíos que tiene el gobierno sudafricano por delante es el sobreponerse a la crisis de abastecimiento energético del país, fruto de una pobre gestión desde Eskom, la compañía energética nacional (England, 2015). El gobierno ha inyectado fondos a la misma, ha reducido el gasto estatal y aumentado los impuestos en un plan para sanear las finanzas publicas y aumentar la productividad del país, para intentar reconducir al país, que aun no ha conseguido sobreponerse definitivamente a la crisis

económica que sufrió en 2009, reflejado en la falta de confianza empresarial y la situación del mercado laboral.

Otro de los factores que han desacelerado la recuperación de Sudáfrica ha sido el descenso del comercio con Europa y Estados Unidos, consecuencia de la situación macroeconómica de ambas regiones (Kumo, Rieländer, & Omilola, 2014). Este hecho puede ser uno de los factores que haya desencadenado la emisión del *sukuk* del que hablaremos a continuación, puesto que la diversificación de la base de inversores fue uno de los motivos que el Tesoro sudafricano expresó como motivo para la emisión del mismo.

Como hemos visto, las perspectivas económicas y las características demográficas hacen de Sudáfrica, aunque uno de los países más desarrollados de África, un candidato menos atractivo que Nigeria para asentar un fuerte mercado de “bonos islámicos”. Sin embargo, alguna de las debilidades de la economía sudafricana podrían mitigarse haciendo uso de los mismos, a través de la financiación estatal, como es el caso que explicamos a continuación, o bien a través de la financiación de infraestructuras, en este caso del sector energético, como ya hemos explicado en apartados previos.

5.2.2. Al-ijarah sukuk soberano

En este apartado vamos a analizar el *sukuk* emitido en septiembre de 2014 por el gobierno sudafricano. Analizaremos la estructura del mismo en base a lo explicado en los apartados previos de este trabajo, las características básicas de dicha emisión y las implicaciones que puede suponer en el futuro para el mercado de las finanzas islámicas en Sudáfrica, así como ciertas críticas que en mi opinión corresponden a esta emisión en base al grado de cumplimiento de los preceptos de la *shari'ah* que se aplican a la industria financiera islámica.

Esta emisión fue la tercera llevada a cabo por un país no musulmán en el mundo, después de aquellas de Reino Unido y Hong Kong, y se estructuró a través de un *Al-ijarah sukuk*. Su duración es de 5.75 años, con vencimiento en 2020 y un importe total de 500 millones de dólares. La rentabilidad de este *sukuk* se fijó en 3,90%, 180 puntos básicos por encima del mid-swap benchmark.

En lo que se refiere a la estructura y funcionamiento de este *sukuk* nos referiremos directamente a lo explicado en el apartado 4.1 sobre el *Al-ijarah sukuk*, puesto que carece de especialidades o de la dificultad de comprensión suficiente para justificar un ulterior desarrollo concreto de dicho instrumento.

Debemos hablar ahora de las potenciales consecuencias que la emisión de este *sukuk* soberano puede tener en el mercado de las finanzas islámicas en Sudáfrica y en el África sub-sahariana en general.

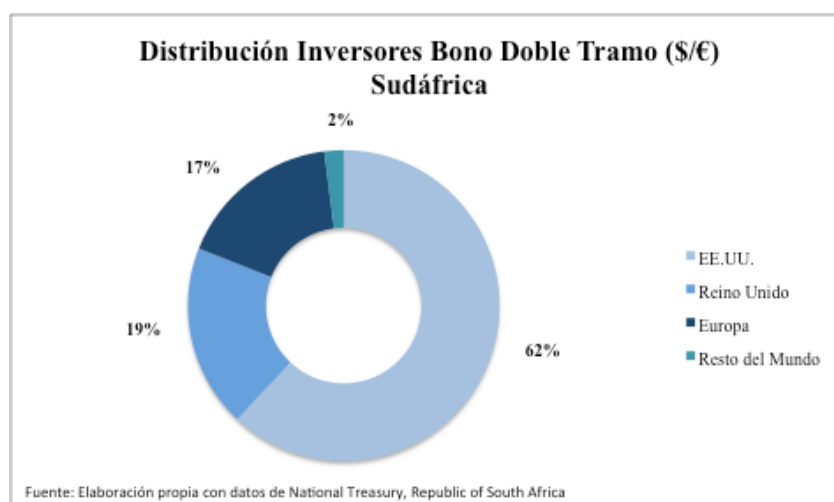
La emisión de este *sukuk* puede configurarse como un punto de partida para el desarrollo de la industria financiera islámica en Sudáfrica por varias razones. Primeramente, este bono islámico se convierte desde el momento de su emisión en el punto de referencia de cualquier futura emisión de *sukuk* en Sudáfrica, de

esta manera sentando las pautas para el acceso del sector privado a la financiación que proporciona este mercado (National Treasury of the Republic of South Africa, 2014). De la misma manera que en la industria financiera tradicional la rentabilidad de un bono corporativo se calcula usando como referencia la rentabilidad ofrecida por el bono nacional, considerada como el tipo libre de riesgo (Brealey, Myers, & Allen, 2011), es necesario para el acceso al mercado de los *sukuk* del sector privado que estos puedan hacer uso de una emisión de estas características para fijar el precio de sus “bonos islámicos”. Por tanto, esta emisión puede ser de vital importancia para el desarrollo a futuro de un mercado de bonos islámicos en Sudáfrica en concreto , y en África en general, si tenemos en cuenta la influencia que Sudáfrica tiene en el continente como uno de los países con más cercanía al mundo occidental.

En segundo lugar y con relación a este factor, otra de las potenciales consecuencias que puede tener la emisión de este *sukuk* es la de establecer a Sudáfrica como un centro financiero de referencia en África para esta clase de emisiones. Como ya mencionamos en el apartado 5, (Grassa & Gazdar, 2012) encontraron que un mercado desarrollado de renta fija, potenciaba las emisiones de *sukuk*. Sudáfrica es el país africano con el mercado de renta fija más desarrollado, lo que puede suponer una gran ventaja al posicionarse como el centro financiero africano en términos de emisión de *sukuk*. Rajiv Shah, director del área de mercados de deuda en África para BNP Paribas entiende que esa es una de las intenciones de Sudáfrica detrás de la emisión de este *sukuk* (Moore, England, & Wigglesworth, South Africa joins sukuk bond rush, 2014).

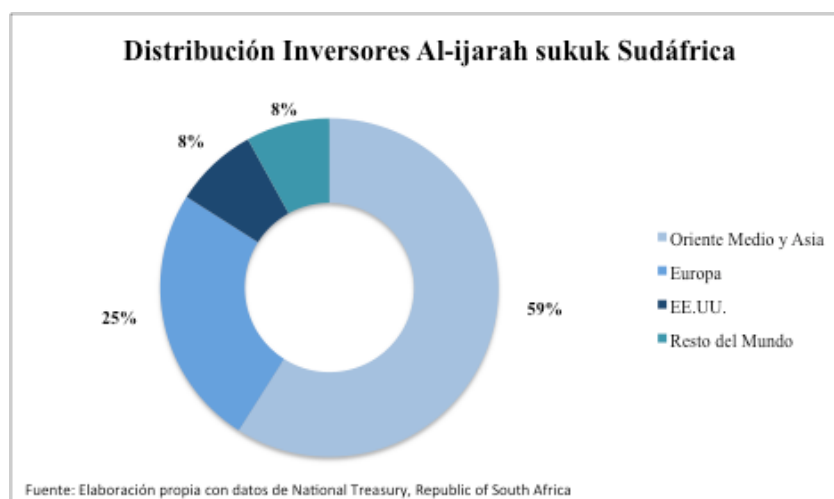
Pero mayormente, este *Al-ijarah sukuk* es un perfecto ejemplo de cómo se puede hacer uso en África de los “bonos islámicos” para diversificar la base de inversores y atraer capital exterior, mayormente de los países del GCC, ricos en recursos y con superávits en sus economías que hace que busquen oportunidades de inversión en el extranjero, oportunidades preferiblemente que cumplan con los preceptos de la *shari'ah*. La diversificación de la base de inversores era el objetivo del gobierno sudafricano (National Treasury of the Republic of South Africa, 2014) y el *sukuk*, del que fue solicitada suscripción por 4 veces el valor original de emisión de 500 millones de dólares, fue suscrito mayormente por inversores extranjeros (Mwanza, 2014). En el gráfico siguiente se muestra concretamente la distribución de los inversores en la suscripción del *Al-ijarah sukuk* comparado con aquella emisión de bonos soberanos emitida en julio, emitida en dos tramos en dólares y euros respectivamente.

Figura 14: Distribución Inversores Bono Doble Tramo (\$/€) Sudáfrica



Como podemos ver, gran parte de los inversores del bono emitido en julio en euro y dólar proviene bien de Estados Unidos o de Europa, regiones en las cuales predomina el sector financiero tradicional. Sin embargo podemos ver, que la distribución para el *Al-ijarah sukuk* emitido en septiembre es sustancialmente diferente a esta, con un perfil de inversores más diverso.

Figura 15: Distribución Inversores *al-ijhara sukuk* Sudáfrica



La mayor parte de los suscriptores del *sukuk* provienen bien de Oriente Medio, bien de países asiáticos, quedando los inversores de Europa y Estados Unidos relegados a un segundo plano.

Queda por tanto patente la utilidad de los *sukuk* como herramienta para diversificar el perfil del inversor en deuda soberana. Como ya explicamos en el apartado previo, una de las grandes utilidades de los “bonos islámicos” es el acceder a la inversión de capitales provenientes de países musulmanes, mayormente aquellos del GCC que cuentan con importantes superávits en su balance fiscal provenientes de los ingresos del crudo. En dichas economías se invierte así mismo en instrumentos financieros tradicionales, pero hay una creciente demanda por instrumentos que cumplan los preceptos de la *shari’ah* y que diversifiquen los portfolios de inversión a nivel geográfico, lo que constituye una fantástica oportunidad para África, buena prueba de ello es este *sukuk* soberano, como nos muestra el análisis de la composición de la base de inversores que hemos llevado a cabo en este apartado.

Esta creciente demanda como ya desarrollamos en el apartado previo, constituye una oportunidad fundamental para África para acceder a los mercados de capitales y financiar el crecimiento en el continente, aprovechando el movimiento de capitales proveniente de Oriente Medio y de Asia, concretamente Malasia.

5.2.3. Cumplimiento preceptos de la Shari’ah *sukuk* Sudáfrica

Las características de este *sukuk* hace necesario retomar lo tratado en el apartado 4.2 en relación a las dudas creadas en cuanto al cumplimiento de los preceptos que rigen las finanzas islámicas por muchas de

las emisiones de *sukuk* que se están llevando a cabo a nivel mundial. Esta emisión servirá para ejemplificar alguno de los problemas que en dicho apartado ya desarrollamos de forma breve.

Una de las características que más nos ha llamado la atención en este sentido, son los activos base en torno a los cuales se ha instrumentado la emisión de *sukuk* sudafricana. Como indican (Moore, England, & Wigglesworth, South Africa joins *sukuk* bond rush, 2014) al ser un *Al-ijarah sukuk* los pagos periódicos a los tenedores del *sukuk* se obtienen a partir del rendimiento de un conjunto de activos, como ya explicamos en el apartado 4.1 del presente trabajo, sin embargo dichos activos no han sido dados a conocer por el gobierno sudafricano, con lo que se desconoce su naturaleza y la capacidad generadora de flujos de caja de los mismos.

A nuestro entender, dicha falta de publicación y desconocimiento pone en entredicho el correcto cumplimiento del principio de “profit-loss sharing” y crea incertidumbre en cuanto al contrato que inversor y emisor han formalizado. El desconocer el activo sobre el cual se adquiere propiedad al invertir en el *sukuk* desnaturaliza el objeto del mismo, puesto que no puede el suscriptor entender como se va a generar la rentabilidad del *sukuk* y la seguridad que dicho activo proporciona a la inversión llevada a cabo, ya que no es posible el entender el riesgo inherente en cuanto a un impago se refiere.

La fijación de la rentabilidad del *sukuk*, en defecto y desconocimiento de los activos base del *sukuk*, se lleva a cabo a través de un “*benchmark*”. Dicha práctica como ya expuso (El-Gamal M. , 2003) acerca a los *sukuk* a un instrumento de deuda, desnaturalizando el mismo e integrándolo en la industria financiera tradicional (Diwany, 2010).

En este aspecto, creo que el problema es la intención con la que se emite el *sukuk*. No parece haber intención de hacer uso de las finanzas islámicas como método alternativo de financiación, sino como vía de acceso a nuevos inversores para diversificar el portfolio de tenedores de deuda nacional (Blas, 2014). A través de esta emisión se adaptan los instrumentos tradicionales de emisión de deuda para acceder a capitales del mundo islámico, convirtiendo a este *sukuk* en una adaptación de un bono convencional a las finanzas islámicas, un producto “*shari’ah-compliant*” siguiendo la clasificación de (Hassan & Mahlkecht, 2011) a la que hicimos referencia en la introducción al apartado 3 de este trabajo. Esta adaptación de un bono convencional hace que el riesgo inherente al *sukuk* sea el riesgo país independientemente del activo que subyazca al *sukuk*.

Este hecho, aunque criticable desde el punto de vista doctrinal, es comprensible entendiendo por una lado la falta de referencias al momento de emitir este *sukuk* y por otro la necesidad de dar seguridad al inversor a través de los parámetros que este ya conoce, ya que de esta manera se aumenta la demanda del *sukuk*.

5.3. Gambia

De mayoría de población musulmana, el país sub-sahariano fue el segundo país del continente africano en hacer uso de los *sukuk* como herramienta de financiación y, aunque no ofrece perspectivas de crecimiento

económico singularmente atractivas, sin embargo es uno de los países con una mayor demanda y apetito por las finanzas islámicas y los *sukuk* en particular.

Durante el año 2008 en que el gobierno de Gambia comenzó a emitir el *Al-salam sukuk* del que hablaremos ahora, se emitieron en el país hasta 40 *sukuk*, aunque por un reducido valor, un total de 12.6 millones de dólares en todas las emisiones combinadas.

5.3.1. Gambia Sukuk Al-Salam

La importancia de este *sukuk* se debe a que muestra uno de los usos y utilidades que esta herramienta proporciona a nivel de financiación estatal. La estructura concreta de la que Gambia lleva haciendo uso los últimos años es concretamente la de un *Al-salam sukuk*.

Debemos recordar lo explicado sobre dicho *sukuk* en el apartado 4.2 de este trabajo, estos es, la configuración de este *sukuk* conlleva que desde la suscripción hasta el vencimiento de un *Al-salam sukuk* tengamos un derecho futuro sobre un activo que no poseemos. Al no tener posesión del activo dicho *sukuk* no puede transmitido a terceros, debido a la prohibición de vender aquello que no se tiene, prohibición que se encuentra entre los principios rectores de las finanzas islámicas como ya se explico en el punto 3.1 de este trabajo.

Por tanto, este *sukuk* desde que es suscrito por un inversor, debe ser obligatoriamente mantenido hasta su vencimiento, sin posibilidad alguna de transmisión del mismo. Como ya expusimos en el apartado 4.2 esto constituye una limitación a la emisión de estos instrumentos, sin embargo varios países, entre los que se encuentra Gambia, han encontrado utilidad en los mercados para esta herramienta.

La utilidad concreta que se le encontró es la de hacer uso del *Al-salam sukuk* como una herramienta de financiación a corto plazo, como herramienta de gestión de la liquidez de un estado. Las emisiones de *Al-salam sukuk* de Gambia tienen vencimientos muy cortos, generalmente 3 meses y principales muy reducidos, no superando el medio millón de dólares en 2008 ninguna de las numerosas emisiones por ejemplo (El-Quqa, Hasan, Alsahli, & Ahmed, 2009), aunque posteriormente se han llevado a cabo alguna más cuantiosas.

En lo referente a la estructura del *Al-salam sukuk*, al no albergar excesiva complejidad, remitiremos su explicación a lo expuesto sobre el mismo previamente en los apartados 3 y 4 del presente trabajo.

Este instrumento como ya hemos dicho es una herramienta muy útil para la gestión de la liquidez, lo que conlleva que se configure como una herramienta de financiación complementaria y no una forma de financiación por si sola, como demuestran las emisiones del gobierno de Gambia, en las que combina diversos tramos de deuda tradicional en forma de *Treasury Bills* junto con la emisión de poco más de 1,3 millones de dólares en *Al-salam sukuk* (Wittenstein & Touray, 2011).

La mención de este *sukuk* por tanto es relevante en este trabajo debido al concreto uso que se le da y la necesidad que cubre, siendo en principio un instrumento poco apto para la captación de fondos en el mercado debido a su nula transmisibilidad. Este ejemplo nos permite entender otra de las utilidades de los *sukuk* en general y otro de los usos que pueden dársele en África, en este caso concreto, para la gestión de las finanzas públicas de un estado, cubriendo la necesidad de financiación de un estado en el corto plazo.

5.4. Senegal

Senegal fue el primero de los países de África en emitir un *sukuk* el pasado año, abriendo el camino para la emisión del *sukuk* soberano de Sudáfrica que ya explicamos anteriormente. El *sukuk* emitido por Senegal, por importe de 108 millones de dólares es parte del plan de reforma del país por parte de la administración que tomó el poder en 2012. Tras auditar las cuentas del país, comenzar a juzgar anteriores crímenes económicos y reducir el gasto estatal, Senegal se estima, creció un 4,6% en 2014 y se prevé un crecimiento del 4,8% para 2015 (International Monetary Fund , 2014). Este *sukuk* es parte de dicha estrategia y la eminente necesidad del país de financiarse (Marone & Visser, 2014).

Este *sukuk* es muy similar al emitido por Sudáfrica, configurado como un *Al-ijarah sukuk* con un vencimiento a 4 años vista y un 6,25% de rentabilidad. Esta estructura como hemos visto es idónea, entre otras funciones, para la financiación de los estados, a través de los rendimientos que pueden proporcionar los activos en posesión del gobierno, en este caso concreto tres edificios pertenecientes al gobierno (Bank Negara Malaysia, 2015). Por tanto, vemos en el caso del *sukuk* emitido por Senegal, un paralelismo con aquel emitido por Sudáfrica.

Como ya explicamos en el apartado referente al *Al-ijarah sukuk* emitido por Sudáfrica, estas emisiones constituyen el punto de partida para el desarrollo de verdaderos mercados de *sukuk* en los países africanos, siendo el punto de referencia necesario para futuras emisiones de *sukuk* del sector tanto público como privado. Estamos viendo por tanto una proliferación de estas emisiones, no solo en el África subsahariana, sino también en el norte de África, cuya implicación más destacable, fuera de la utilidad que proporciona a los gobiernos, es la de servir de referencia al sector privado.

Entre los aspectos particularmente destacables de este *sukuk* se encuentra el hecho de que Senegal no tenía regulación concreta en torno a las emisiones de *sukuk* al momento de emitirlo. Es por ello, que para aportar liquidez y seguridad a este instrumento, el Banco Central de los Estados Africanos del Oeste (BCEAO), aprobó que dicho instrumento fue utilizado para lo que se conoce en términos anglosajones como “repo financing”. Esto quiere decir que el BCEAO ha permitido que el gobierno de Senegal se comprometa a la recompra de dichos *sukuk* en un futuro. De esta manera se aumenta la liquidez del instrumento, aumentando la demanda del mismo, más teniendo en cuenta la falta de regulación en Senegal con respecto a las emisiones de *sukuk*. Este hecho

Las autoridades de Senegal, cuya población esta compuesta por un 90% de población musulmana, espera que esta emisión sirva de base y referencia para futuras emisiones de *sukuk* que financien los sectores energéticos y la inversión en infraestructuras en el estado.

El marco legal para la emisión de *sukuk* como vimos en el epígrafe 5, es un factor fundamental para el aumento de las emisiones de *sukuk*. En el caso concreto de Senegal, este *sukuk* soberano fue emitido a pesar de la falta de específica regulación al respecto. En estos términos Angus Downie, director del departamento de Research en Ecobank cree fundamental este marco regulatorio para que se desarrolle efectivamente un mercado de “bonos islámicos” en el continente.

“Tienes que crear un conocimiento a nivel institucional de los que son las finanzas islámicas. Entonces tienes que tener una autoridad regulatoria que entienda los objetivos del sector. Veremos pasar 18 meses antes de ver un “pipeline” estable de emisiones de *sukuk*.” Angus Downie (Sulaiman, 2014)

Como expone este analista, efectivamente el marco regulatorio y la comprensión institucional de los *sukuk* es fundamental para que este mercado se desarrolle en el continente africano, mismo punto expuesto en su trabajo por (Grassa & Gazdar, 2012).

Es por ello que los tanto este *sukuk* como aquel emitido por Sudáfrica son fundamentales como punto de partida para que aumente el uso de este instrumento en el continente. Podemos esperar que dicho aumento se materialice a lo largo de 2015, con las naciones y corporaciones animadas por las emisiones de Sudáfrica y Senegal, como las esperadas emisiones de Túnez y Marruecos, la primera de ellas se materializará previsiblemente en el tercer trimestre de este año 2015 (Turner, 2015).

6. Conclusión

Tras el desarrollo del trabajo son varias las conclusiones que hemos alcanzado respecto de los objetivos planteados y la materia desarrollada.

En primer lugar, debemos hacer mención a los aspectos destacables que concluimos del análisis de la literatura previa referente a los preceptos básicos de las finanzas islámicas. Es destacable la diferenciada fundamentación de la industria financiera islámica en comparación con la industria financiera tradicional. Como se ha podido observar durante el desarrollo del trabajo varios son los beneficios que postulan a esta industria como alternativa a aquella tradicional. Entre estas ventajas cabe destacar la limitación de la capacidad de endeudamiento, que permite evitar circunstancias como aquellas que derivaron en la crisis financiera de 2007 en la industria tradicional, evitando que la industria financiera se separe de la economía real. Por otra parte, la compartición de riesgos debe considerarse como una ventaja importante, pues permite racionalizar la racionalización entre el inversor y el emisor, evitando la separación entre ambas partes.

En segundo lugar, debemos referirnos en concreto a los *sukuk*. Partimos al comienzo de este trabajo de la hipótesis de la idoneidad de los *sukuk* para la financiación de los estados y la financiación de proyectos. Dicha utilidad podemos afirmar ha quedado patente en el desarrollo del trabajo. La estructura de *al-ijhara* permite a los estados obtener financiación a través de los activos de titularidad pública, mientras que el *al-salam sukuk* puede configurarse como un medio adecuado para la financiación a corto plazo de los estados.

En lo referente a la financiación de proyectos el *al-ijhara sukuk*, combinado con un *istisna'a* es una figura que se configura como idónea para el desarrollo de proyectos e infraestructuras.

Como parte de la conclusión en este aspecto es sin embargo importante llevar a cabo una crítica a los *sukuk*. Estas figuras en muchas ocasiones, y parece en muchos casos una técnica generalizada para muchas emisiones, se crean en base y como una simple adaptación a instrumentos homólogos de la industria financiera tradicional (Diwany, 2010). Producto de estas prácticas es la pérdida de identidad de estos instrumentos, que pierden sus originales ventajas para convertirse en un producto financiero tradicional que cumple con los dictados de la *shari'ah*. Concluimos por tanto recalcando la necesidad de que los *sukuk* se mantengan su fundamentación y sigan los preceptos de las finanzas islámicas, para que así puedan constituir una verdadera alternativa en la industria financiera y no un instrumento derivado de esta industria.

En tercer lugar debemos referirnos a lo concluido respecto del potencial futuro de los *sukuk* como herramienta de inversión en la región sub-sahariana de África. Podemos afirmar que los *sukuk* van a tener una presencia fundamental durante el proceso de desarrollo de la región por los siguientes motivos y condiciones

- Primeramente, el creciente influjo de la población musulmana. Como vimos por los datos expuestos por (Pew Research Center , 2011) el porcentaje de población musulmana llegará a ser de un 17,5% en la región. Este factor como se expuso previamente puede ser determinante en la creación de un mercado de *sukuk*. De esta manera un aumento de la población musulmana favorecerá el uso de los *sukuk*.
- En segundo lugar, la amplia necesidad de inversión en infraestructura, cifrada por (Mafusire, Anyanwu, Brixiova, & Mubila, 2010) en 93 billones de dólares anuales. Este déficit de inversión constituye una oportunidad fantástica para aprovechar una herramienta idónea para canalizar esta clase de inversión como es el *al-ijhara-istisna'a sukuk*, o bien para obtener financiación a través de los activos ya finalizados como puede ser el *al-ijhara sukuk*. Ya sea por tanto, para obtener financiación a través de la infraestructura o para financiar el desarrollo de la misma, los *sukuk* se configuran como herramientas de gran utilidad. Este hecho determinará que se favorezca la emisión de *sukuk*, fruto de la amplia necesidad de inversión en infraestructuras.

- El crecimiento económico también concluimos es un factor fundamental para el desarrollo de un mercado de *sukuk* en el África Sub-sahariana, como exponen (Esters & Pruvost, 2013). El aumento de los recursos económicos lleva consigo un aumento de la actividad e inversión, inversión esta que potencialmente canalizaran los *sukuk*. Sin embargo debemos mencionar que este es un factor que, tendrá un efecto correlativo en aquellos instrumentos de la industria financiera tradicional al que provoque en la proliferación de la emisión de *sukuk*.
- Otro factor que como exponen (Said & Grassa, 2013) y (Shayerah, 2010) se ha demostrado fundamental para el desarrollo de los *sukuk* es la definición de un marco legal sólido para la emisión de estos instrumentos y de la banca islámica como industria. En este punto las conclusiones a las que llegamos no nos permiten afirmar con total rotundidad la influencia positiva de este factor. Dependerá su efecto positivo al desarrollo de los *sukuk* el que concurra la voluntad legislativa de cada uno de los estados y el influjo político que determine la misma. Podemos afirmar la existencia de unas condiciones favorables en cuanto países como Nigeria y Sudáfrica han llevado a cabo esfuerzos en esta dirección. Sin embargo es una condición dependiente de factores de tal variabilidad e impredecibilidad que no cabe concluir con rotundidad que vaya a suponer un influjo positivo para la emisión de *sukuk* en la región.
- El último de los factores que concluimos va a determinar la proliferación de la emisión de los *sukuk* en la región es la existencia de emisiones de referencia estatales. Es de capital importancia para el desarrollo de un mercado de *sukuk* de carácter privado, principal participe en los flujos de capital de inversión, que existan emisiones de *sukuk* por parte de sujetos públicos con respecto a las cuales fijar las condiciones de su emisión. Esto ocurre de igual manera en la industria financiera tradicional (Brealey, Myers, & Allen, 2011) y parece ser una de las razones que impulsaron a la emisión del *al-ijhara sukuk* de Sudáfrica (National Treasury of the Republic of South Africa, 2014). Concluimos que es fundamental por tanto, que para que los *sukuk* se configuren como canalizadores de la inversión en el África Sub-sahariana que los gobiernos lleven a cabo emisiones que puedan servir de referencia para el desarrollo del mercado. En este sentido Sudáfrica ha llevado a cabo la emisión de *sukuk*, al igual que Gambia o Senegal. Por tanto concluimos que la existencia de estas emisiones junto con aquellas previstas para los próximos meses favorecerá la proliferación del uso de los *sukuk*.

Por último, debemos referirnos a las ventajas que concluimos proporcionan los *sukuk* a la región del África sub-sahariana con respecto de otros vehículos de inversión

- En primer lugar, la ventaja más significativa que proporcionan los *sukuk* es la diversificación de la base de inversores. Como podemos concluir de lo expuesto en cuanto al *al-ijhara sukuk* emitido por Sudáfrica, los inversores de regiones y estados como el GCC (Gulf Cooperation Council) o Malasia buscan instrumentos que cumplan con los preceptos de la *shari'ah* en los cuales depositar los excedentes de capital provenientes de la industria petrolífera. De esta

manera, la emisión de *sukuk* abre una rica base de inversores que puede aumentar por tanto las posibilidades de captación de capitales, ya sea para un nivel estatal o corporativo. Concluimos, esta es la gran ventaja que proporcionan los *sukuk* como vehículo de inversión respecto de los instrumentos tradicionales.

Es importante resaltar que esta ventaja no es de aplicación exclusiva los países de la región subsahariana de África, sino que otros países pueden hacer uso de esta base de inversores diferenciada, entre los que se incluye a España. Algunos países y corporaciones occidentales ya han buscado el obtener financiación de estos inversores, destacando entre ellas a Goldman Sachs y al Reino Unido.

- Otra ventaja fundamental de los *sukuk* en el África Sub-sahariana es la estructuración del *al-ijhara/ istisna'a sukuk*. Este instrumento como se ha visto a lo largo del trabajo es idóneo para el desarrollo, construcción y financiación de proyectos, mayormente de infraestructuras. La ventaja concreta de este instrumento radica en la posibilidad de financiar la construcción del activo y su posterior vida útil a través de la misma emisión, con una compartición de riesgos entre inversores y emisor. No solo eso sino que permite el controlar el endeudamiento de los proyectos con límite en la valoración de los activos desarrollados, evitando los habituales sobrecostos en los proyectos de desarrollo de infraestructuras. Concluimos que esta estructura de financiación constituye una ventaja en sí misma de los *sukuk*, cubriendo todos los aspectos necesarios para el desarrollo de proyectos en un único instrumento. Las ventajas de esta estructura, aunque inherentes a la misma, tienen especial incidencia en la región analizada, debido a la amplia necesidad de inversión en infraestructuras.
- La última de las ventajas que proporcionan los *sukuk* para la inversión en África es la necesaria compartición de riesgos a la que obligan los principios de las finanzas islámicas. En este sentido concluimos que esta obligada compartición puede favorecer una inversión más responsable en cuanto que los intereses de inversores y empresarios o estados emisores quedan alineados necesariamente. Dicha característica es una de las ventajas inherentes a los *sukuk*, que deriva en inversiones más productivas para la región.

7. Bibliografia

- AAOIFI. (2007). *Shari'ah Standards n.17 Investment Sukuk*.
- Adam, N. (22-23 de february de 2006). The evolution of Sukuk: Establishing Singapore as an Islamic Financial Hub, Sukuk Masterclass.
- Adelegan, & Radzewick-Beeck. (2009). *What determines Bond Market Development in sub-Saharan Africa?* . International Monetary Fund .
- African Development Bank Group . (2014). *African Economic Outlook 2014*. African Development Bank Group .
- African Development Bank Group. (2013). *An Infrastructure Action Plan for Nigeria - Closing the Infrastructure Gap and Accelerating Economic Transformation*. Africa Development Bank Group.
- Ahmad, A.-R. Y. (2010). Islamic Modes of Finance and the Role of Sukuk. In *Islamic Finance, Instruments and Markets* (pp. 7-9). Bloomsbury.
- Alam, N. (2012). The Impact of Regulatory and Supervisory Structures on bank Risk and Efficiency: Evidence from Dual Banking System. *Asian Journal of Finance and Accounting* , 4 (1).
- al-Amine, M. a.-B. (2012). *Global Sukuk and Islamic Securitization Market; Financial engineering and Product Innovation*. Brill.
- Alasrag, H. (2010). *Global Financial Crisis and Islamic Finance* .
- al-Bashir, M., & al-Amine, M. (2012). *Global Sukuk and Islamic Securitization Market; Financial engineering and Product Innovation*.
- Al-Darir. (1997). *Al-Gharar in contrats and its effects on contemporary transaction* .
- Ali, A. (2010). Islamic Finance. Instruments and Markets . In Bloomsbury (Ed.).
- Askari, H., Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2010). *Globalization & Islamic Finance. Convergence, Prospects and Challenges*. Wiley Finance.
- Aziz, Z. A. (2007). The Challenge for a Global Islamic Capital Market: Strategic Development in Malaysia. *Sukuk Summit* , (pp. 1-4). Londres.
- Bacha, I. O. (1997). Adopting Mudarabah Financing to Contemporary Realities: A Proposed Financing Structure. *The Journal Of Accounting, Commerce & Finance; Islamic Perspective* . , 1 (1), 26-54.
- Bank Negara Malaysia. (2015). *Africa. The Next Frontier for Islamic Finance* .
- Blas, J. (28 de Agosto de 2014). South Africa to issue maiden sukuk . *Financial Times* .
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (10 ed.). McGraw Hill Irwin .
- Brock, J. (11 de Diciembre de 2013). RPT-Nigeria's NNPC hasn't accounted for \$50 bln in oil sales - cbank. *Reuters* .

- Cakir, S., & Raei, F. (2007). *Sukuk vs Eurobonds: Is there a difference at value risk?* . International Monetary Fund .
- Cervera, P. (2009). Finanzas Islámicas, el otro modo de hacer banca (I). *Estrategia Financiera* (267).
- Damak, D. M., & Holmes, Z. (2014). *ISLAMIC FINANCE 2015: WE EXPECT STRONG SHORT-TERM GROWTH, BUT GREATER INTEGRATION REMAINS A CHALLENGE*. Standard & Poors .
- Damak, M. (Octubre de 2014). Head of Islamic Finance, Standard and Poors . *Credit Matters*. Standard and Poors .
- Dar, H. A. (2000). Lack of Profit Loss Sharing in Islamic Banking: Management and Control Imbalances. *International Journal of Islamic Financial Services* , 2, 1-9.
- Diwany, T. e. (2010). *The Problem with Interest*.
- El-Gamal, M. A. (2006). *Islamic Finance. Law, Economics and practics* . Cambridge University Press .
- El-Gamal, M. (2003). Interest and the Paradox of Contemporary Islamic Law and Finance. *Fordham International Law Review* , 108.
- El-Quqa, O. M., Hasan, F., Alsahli, K., & Ahmed, N. (2009). *MENA Sukuk Report* . Global Investment House.
- England, A. (25 de Febrero de 2015). Power crisis knocks South Africa economy . *Financial Times* .
- England, A. (22 de Novmiebre de 2014). South Africa cuts growth forecast to lowest rate in 5 years. *Financial Times* .
- Esters, C., & Pruvost, P.-H. M. (13 de Febrero de 2013). Will African Sovereigns Turn To Islamic Finance To Fund Growth? *Standard & Poors* .
- Gerbald, E., Hussain, M., Maino, R., Mu, Y., & Yehoue, E. B. (2014). *Islamic Finance in sub-Saharan Africa: Status and Prospects*. International Monetary Fund .
- Gobierno de Osun. (2013). Osun Successfully Completes N11.4 Billion Sukuk Bond, Aregbesola Commended For Exploring New Development Options. Osun, Nigeria.
- Grassa, R., & Gazdar, K. (2012). The determinants of the development of the Sukuk Market in GCC countries . *International Conference on Islamic Capital Markets* .
- Hasan, M., & Dridi, J. (2010). *The effects of the Global crisis on Islamic and Conventional Banks: A comparative study*. International Monetary Fund .
- Hassan, M. K., & Mahlkecht, M. (2011). *Islamic Capital Markets*. Wiley Financial .
- Hawksworth, J., & Chan, D. (2013). *World in 2050 The BRICs and beyond: prospects, challenges and opportunities*. PWC, Macroeconomics .
- Imam, P., & Kpodar, K. (2010). *Islamic Banking: How Has it diffused?* international Monetary Fund , Washington D.C.

- International Monetary Fund . (2014). *World Economic Outlook. Legacies, Clouds and Uncertainties. October 2014* . International Monetary Fund .
- Iqbal, M. (2005). *Thirty years of Islamic Finance* .
- Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2007). *An introduction to Islamic Finance Theory and Practice*. Hoboken, New Jersey, United States of America: Wiley Finance Editions.
- Jobst, A. A. (2007). *The Economics of Islamic Finance and Securitization*. International Monetary Fund .
- Kay, C. (21 de Enero de 2014). Nigeria Considers Doubling Diaspora Bond to Lure Citizens. *Bloomberg Business* .
- Khaleq, A. H. (2012). ^{OBJ}Case Studies on Sukuk Issuance. *Regional Workshop - Developing Government Securities under Islamic Finance*. Amman.
- Khan, M. (1986). *Islamic Interest Free Banking*. International Monetary Fund .
- Kumo, W. L., Rieländer, J., & Omilola, B. (2014). *African Economic Outlook, South Africa 2014* . African Development Bank Group .
- Kuwait Finance House Limited . (2014). *Islamic Finance in Africa: Unlocking Opportunities for Growth*.
- Mafusire, A., Anyanwu, J., Brixiova, Z., & Mubila, M. (2010). *Infrastructure Deficit and Opportunities in Africa*. African Development Bank .
- Majid, A. R. (2003). *DEVELOPMENT OF LIQUIDITY MANAGEMENT INSTRUMENTS: CHALLENGES AND OPPORTUNITIES*. International Islamic Financial Market.
- Malaysia International Islamic Financial Centre. (2014). *ISLAMIC FINANCIAL MARKETS SET TO ADVANCE WITH GCC AND MALAYSIA LINKAGES*. Malaysia International Islamic Financial Centre.
- Marone, S., & Visser, J. (27 de Junio de 2014). Senegal Sukuk Shows Way for South Africa, Nigeria to Debut. *Bloomberg* .
- McMillen, M. (2007). Contractual Enforceability Issues: Sukuk and Capital Market Development. *Chicago Journal of International Law* 7 , 427-467.
- Metzler, L. A. (1951). Wealth, Saving and the Rate of Interest. *The Journal of Political Economy* , 59, 93-116.
- Miller, N., Challoner, J., & Atta, A. Uk Welcomes the Sukuk . *International Financial Law Review* , 26 , 24-25.
- Mirakhor, A. (1990). Equilibrium in a Non-Interest Open Economy. *Islamic Economics, Journal of King Abdulaziz University* , 5, 3-23.
- Mirakhor, A., & Krichene, N. (2009). *The Recent Crisis: Lessons for Islamic Finance*.
- Mirakhor, A., & Zaidi, I. (1988). *Stabilisation and Growth in an Open Islamic Economy* . International Monetary Fund .

Mitchell, M. C., Rafi, M. I., Severe, S., & Kappen, J. A. (2014). *Conventional vs. Islamic Finance: The impact of Ramadan upon Sharia compliant markets* . Drake University – College of Business and Public Administration.

Moore, E., & Hale, T. (25 de Junio de 2014). UK sukuk bond sale attracts £2bn in orders. *Financial Times* .

Moore, E., England, A., & Wigglesworth, R. (17 de Septiembre de 2014). South Africa joins sukuk bond rush. *Financial Times* .

Mwanza, K. (26 de Septiembre de 2014). South Africa's Raises \$500M In Oversubscribed Debut Sukuk Bond . *AFK Insider* .

Narayanan, A. (16 de Septiembre de 2014). UPDATE 1-Goldman Sachs gets strong demand for landmark sukuk issue. *Reuters* .

National Treasure of the Republic of South Africa. (17 de Septiembre de 2014). South Africa concludes debut sukuk bond.

Ohuocha, C. (2 de Octubre de 2013). UPDATE 1-Osun State issues Nigeria's debut sukuk at 14.75 pct - bankers. *Reuters* .

Oladunjoye, M. O. (2014). Sukuk as a Tool for Infrastructural Development in Nigeria. *Journal of Islamic Banking and Finance* , 2 (1), 335-344.

Oshidi, B. A. (2014). *An Integral Approach to Development Economics* .

Oyedele, T., & Erikume, K. (2014). *Nigeria's 2015 Budget Fiscal and macroeconomic analyses*. PWC.

Pew Research Center . (2011). *The Future of the Global Muslim Population*.

Rosly, & Zaini. (2008). Risk-return analysis of Islamic banks' investment deposits and shareholders' fund. *Managerial Finance* , 34 (10).

Said, A., & Grassa, R. (2013). The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk? *Journal of Applied Finance & Banking* , 3 (5), 251-267.

Shafaat, A. (2005). Riba in the Qur'an: A Detailed Examination of Relevant Verses .

Shaikh, S. A. (2011). A Critical Analysis of Mudarabah & A New Approach to Equity Financing in Islamic Finance. *Journal of Islamic Banking & Finance* .

Shayerah, I. (2010). Islamic Finance: Overview and Policy Concerns. *Report for Congress, Congressional Research Service*. Washington DC.

Sulaiman, T. (14 de Julio de 2014). Senegal leads way for sub-Saharan African sukuk . *Financial Times* .

Syed Ali, S. (2005). *Islamic Capital Market Products: Development and Challenges*. Islamic Development Bank.

- Syed Ali, S. (2004). *Islamic Modes of Finance and Associated Liquidity Risks*. Conference on Monetary Sector in Iran: Structure, Performance and Challenging Issues, Tehran.
- The Conference Board . (2014). *Global Economic Outlook 2015: Finding Opportunities in a Global Slowdown: GLOBAL OVERVIEW*.
- Turner, M. (27 de Enero de 2015). Tunisia plans debut sukuk in third quarter of 2015 . *Reuters* .
- United Nations Conference on Trade and Development. (2014). *Bilateral Foreign Direct Investments Statistics*.
- Usmani, T. (1998). *An Introduction to Islamic Finance* . Karachi , Pakistan .
- Usmani, T. (2007). *Sukuk and their Contemporary Applications*.
- Warde, I. (1999). Islamic Finance in Global Economy. *Edinburgh University Press* .
- Weist, D. (2002). Adapting Coventional ABS for Islamic Market . *Islamic Banker* , 72, 8-10.
- Wilson, D., & Purushothaman, R. (2003). *Dreaming With BRICs: The Path to 2050*. Goldman Sachs.
- Wilson, R. (2008). Innovation in Structuring of Sukuk Securities . *Humanomics* , 24 , 170-181.
- Wittenstein, J., & Touray, S. (diciembre de 2011). Gambia to Offer 350 Million Dalasi of T-Bills and Sukuk. *Bloomberg* .
- Zok, R. (2014). *GCC Trade and Investment Flows* . The Economist Business Intelligence Unit .
- Zubairi, S. (2 de Enero de 2006). Introduction to Sukuk: Most versatile bond? . *Gulf News* .
- Zubeiri, S. (23 de Abril de 2008). Islamic Finance: Sukuk as a Viable Alternative to Bonds. *Gulf News* .