

INTERNACIONAL

DERIVADOS DE COBERTURA EN EL MERCADO FINANCIERO ISLAMICO: EL NUEVO ISDA/IIFM TAHAWWUT MASTER AGREEMENT

Derivados de cobertura en el Mercado Financiero Islámico: el nuevo ISDA/IIFM Tahawwut Master Agreement

Hasta marzo de 2010 el creciente mercado de la financiación islámica carecía de un mecanismo apropiado de cobertura de riesgos en operaciones financieras. Esa laguna ha sido cubierta por el ISDA/IIFM Tahawwut Master Agreement, que pretende establecer un estándar de mercado que permita la ejecución de operaciones de cobertura suscritas de conformidad con los principios de la ley coránica, o *Shari`ah*. Los autores analizan en su texto las características del nuevo instrumento contractual, comparándolo con lo dispuesto en el 2002 ISDA Master Agreement, sobre el que está basado.

Hedging derivatives in the Islamic financial market: The new ISDA/IIFM Tahawwut Master Agreement

Until March 2010, the booming Islamic finance market lacked an effective risk hedging mechanism for its use in financial transactions. Such gap has now been bridged by the ISDA/IIFM Tahawwut Master Agreement, which is aimed at establishing a market standard of hedging instruments compatible with the *Shari`ah* principles. The authors analyze the new contractual instrument, by comparing its main features to those of the 2002 ISDA Master Agreement, on which the former is based.

Introducción

En marzo de 2010, como resultado de tres años de negociaciones y consultas y 24 borradores oficiales, las organizaciones internacionales *International Swaps and Derivatives Association Inc.* («ISDA») e *International Islamic Financial Market* («IIFM», organismo fundado por varias autoridades y entidades financieras de países islámicos que persigue la estandarización de los productos «islámicos» y su soporte documental) publicaron el contrato marco de derivados de cobertura de operaciones financieras compatibles con la ley coránica o *Shari`ah*, conocido oficialmente como el *ISDA/IIFM Tahawwut Master Agreement* («TMA»), junto con sus notas explicativas o *Explanatory Memorandum*. El TMA viene a cubrir una de las principales lagunas de la creciente industria financiera islámica, que hasta la fecha no contaba con un contrato ISDA adaptado a los principios de la *Shari`ah*. Recordamos, muy someramente, que la financiación islámica gira en torno a ciertas limitaciones que impiden el cobro de intereses (*riba*), la existencia de una incertidumbre o ambigüedad excesivas (*garar* y *maisir*) o realizar inversiones en productos o actividades prohibidas. Además, en toda operación de este tipo subyace una rentabilidad vinculada a la participación en la explotación de un activo o de un negocio. Para una mejor comprensión de estos principios, nos remitimos a nuestro anterior trabajo «Apuntes sobre los contratos «islámicos» de financiación desde la perspectiva del Derecho español», publicado en el n.º 23 de esta revista.

El TMA se ha elaborado tomando como modelo el conocido y muy extendido *2002 ISDA Master Agree-*

ment. Sigue fielmente su estructura (número de cláusulas e idéntica denominación), incluyendo el Anexo o *Schedule*. Se trata, pues, de un contrato marco que ampara, una vez firmado, las operaciones financieras que celebren las partes bajo éste, constituyendo todas ellas un único negocio jurídico entre ambas.

No obstante, existen igualmente notables diferencias entre ambos textos, consecuencia de la necesaria adaptación del TMA a los principios de obligación cumplimiento bajo la ley coránica. Como era previsible, y en la medida en que su uso está limitado a operaciones conformes a la *Shari`ah*, se prohíbe el pago de intereses y su utilización queda restringida a operaciones de cobertura, i.e., no especulativas. Técnicamente, las declaraciones de las partes, los supuestos de vencimiento anticipado y, sobre todo, el *close-out netting* —el conocido mecanismo de compensación contractual consistente en la determinación de un único saldo exigible por una de las partes a la otra, en vez de saldos de signo contrario exigibles por cada una de las operaciones celebradas— han sido modificados en profundidad, como a continuación examinaremos. En definitiva, el análisis comparativo del *2002 ISDA Master Agreement* y el TMA revela la finalidad y el funcionamiento del TMA y a ello dedicaremos nuestra atención.

En la búsqueda de una mejor comprensión de nuestro trabajo utilizaremos, cuando sea necesario, la terminología propia de las figuras regidas por la *Shari`ah* tal y como aparece recogida en el TMA.

Principales características del TMA

Siguiendo el clausulado del TMA, destacamos a continuación sus principales características distintivas.

Un nuevo concepto: *Designated Future Transactions*

Al igual que el 2002 ISDA Master Agreement, el TMA prevé que las partes firmantes puedan celebrar operaciones financieras (cada una de ellas, una «*Transaction*») en virtud de distintas confirmaciones. No obstante, el preámbulo del TMA introduce el novedoso concepto de *Designated Future Transactions* («DFT»), que pueden configurarse:

(i) bien como un compromiso de las partes de celebrar operaciones en el futuro conforme a unos *DFT Terms Agreement* (y que se materializarán mediante la correspondiente confirmación o *DFT Terms Confirmation*), o

(ii) como una promesa (*wa`ad*) de una de las partes frente a la otra de celebrar operaciones futuras, cuando así lo requiera una de ellas. Como explica «a pie de página» el propio TMA, estamos ante un supuesto en el que las partes se comprometen recíprocamente, mediante promesas cruzadas, a celebrar un contrato de *musawama* (acuerdo utilizado con frecuencia cuando resulta difícil determinar a priori el coste de un determinado bien o servicio, o cuando se está ante un *pool* de productos); es similar a la *murabaha* —contrato de compraventa con precio aplazado más un margen acordado de antemano—, aunque en este caso el comprador desconoce el precio al cual el vendedor adquirirá el bien objeto del negocio jurídico).

En tanto en cuanto no se perfeccionen, las DFT no constituyen *Transactions* a los efectos del TMA.

Como se verá más adelante, este nuevo concepto es clave de cara a los procesos de *close-out netting*. Obviamente, el supuesto de DFT vinculado a un compromiso mutuo de celebrar operaciones futuras sólo es justificable por la forma en la que se estructuran las operaciones de derivados regidas por la *Shari`ah*. En efecto, es usual que estas operaciones de cobertura (*swap* de divisas, por ejemplo) se compongan de distintos y sucesivos negocios jurídicos (normalmente en forma de *murabaha*) que combinados producen el efecto de un derivado convencional. Así, y dado que la *Shari`ah* impide celebrar acuerdos en los que se desconozca uno de los elementos principales del contrato (prohibición de la incertidumbre

excesiva o *garar*), se entiende fácilmente que en una permuta financiera que incluya una componente variable, se celebre una *murabaha* al inicio de cada período de cálculo o liquidación, momento en el que se podrá determinar dicho elemento variable.

Declaraciones (*Representations*)

La cláusula tercera del TMA contiene varios elementos distintivos que reflejan la especialidad de este acuerdo, fruto de su necesaria adaptación a los principios de la *Shari`ah*. Así, se sustituye la letra (g), que pasa a denominarse *Principal*, en vez de *No Agency*, al ser habitual en las *murabaha* que las partes intervengan por medio de terceros agentes, recogiendo que, en todo caso, sus obligaciones al amparo del TMA y de las sucesivas operaciones lo son a título propio, sin que la intermediación del agente resulte, a estos efectos, relevante.

Asimismo, se añaden a esta cláusula las nuevas letras (h) e (i), de conformidad con las cuales cada parte declara haber completado su propio análisis en cuanto a la conformidad del TMA y las confirmaciones con la *Shari`ah*. Aunque a primera vista esta inclusión pueda parecer irrelevante, cabe mencionar que en diciembre de 2009, en el asunto *The Investment Dar Company KSCC v Blom Developments Bank Sal*, la *High Court of Justice* inglesa analizó un supuesto en el que *The Investment Dar Company* intentó eludir una obligación contractual de pago de rendimientos provenientes de inversiones en operaciones conformes a la ley coránica, según un contrato de *wakala* (agencia), argumentando que el negocio jurídico celebrado entre las partes consistía en la mera tenencia de depósitos que generaban intereses, lo cual resultaba a todas luces contrario a su objeto estatutario, que señalaba, en su redacción original: «*The objectives for which the company is established shall be Shari`ah compliant. None of the objectives shall be construed and interpreted as permitting the company to practice directly or indirectly any usury or non-Shari`ah compliant activities*». *The Investment Dar Company* cuestionaba la conformidad de la *wakala* (una modalidad contractual bastante común en las financiaciones islámicas) con la *Shari`ah*, aún a pesar de contar la operación con la aprobación del correspondiente *Shari`ah committee* (comité de expertos en finanzas y ley coránica). En definitiva, este ejemplo manifiesta la importancia práctica de estas dos Declaraciones (*Representations*) introducidas en el TMA.

Supuestos de incumplimiento y de vencimiento anticipado

El clausulado del TMA refleja esencialmente las previsiones del *2002 ISDA Master Agreement* en este punto, si bien con algunos ajustes necesarios, para incluir, por ejemplo, los conceptos de DFT y *DFT Terms Agreement*. Como detalle más específico, la cláusula 5(a)(vi) de incumplimiento cruzado (*cross default*) recoge ahora la expresión «*Specified Obligations*» en lugar de «*Specified Indebtedness*», para dar cabida, siquiera terminológica, a operaciones con efecto equivalente al de tomar dinero en préstamo, habituales en financiaciones respetuosas con la *Shari'ah* (o como indica la definición de la cláusula 14 «(...) (i) *any amount raised under any transaction (including any Islamic Financing) having the commercial effect of a borrowing*»).

La cláusula 6 del TMA: Terminación anticipada y *Close-Out Netting*

Quizás la redacción de esta cláusula contiene la modificación técnica más relevante del TMA frente a su modelo, habida lógica de que a la luz de los imperativos de la *Shari'ah*, los mecanismos de compensación contractual y liquidación por saldos tradicionales al amparo del *2002 ISDA Master Agreement* resultan de difícil, si no imposible, aplicación. El TMA, así lo recoge su Anexo, ha sido diseñado, sujeto a desarrollos posteriores, para al menos acomodar operaciones de *murabaha* y *musawama*, en la asunción práctica de que la mayoría de las operaciones de derivados en el marco de la financiación islámica pivotan sobre estas figuras. Siendo ello así, la aplicación del mecanismo del *Close-Out Netting* previsto en el *2002 ISDA Master Agreement* generaba, como adelantábamos, ciertas infracciones a los principios de la *Shari'ah*. Para salvar este escollo, los redactores del TMA han acudido a un complejo mecanismo de doble determinación de importes de compensación de signo contrario, que trataremos de resumir someramente a continuación.

Ante un vencimiento anticipado, el TMA prevé dos saldos de liquidación distintos, dependiendo de si estamos ante operaciones (*Transactions*) (i) bajo las cuales el bien subyacente sobre el que se estructuran ha sido entregado (*Fully Executed Terminated Transactions*) o (ii) bajo las cuales dicho bien no ha sido entregado aún (*Non-Fully Executed Terminated Transactions*). Es decir, el TMA otorga un tratamiento separado a estas operaciones. Asimismo, los

Non-Fully Executed Terminated Transactions y los *DFT Terms Agreements* tendrán el mismo régimen de liquidación de saldos.

En el primer supuesto, esto es, *Fully Executed Terminated Transactions*, el acaecimiento de un supuesto de vencimiento anticipado tendrá el efecto de que los pagos pendientes entre las partes resulten debidos y pagaderos, dando lugar a un *Close-Out Amount*. Dicho *Close-Out Amount*, sumado a los importes ya vencidos y no pagados, resulta en un *Early Termination Amount*, que deberá ser abonado por una parte a la otra. Este sistema no supone ninguna novedad y sigue la práctica de mercado.

Más complicada resulta la determinación del importe de la compensación entre partes (denominado *Relevant Index*) en las *Non-Fully Executed Terminated Transactions* y *DFT Terms Agreements* resueltas anticipadamente. El *Relevant Index* resulta de la suma de los distintos *Relevant Index Amounts* determinados para cada una de las operaciones individuales celebradas y *DFT Terms Agreements*, conforme a una «Cotización de Mercado» (*Market Quotation*) —en esencia, el coste en el mercado de sustitución de la operación finalizada en condiciones equivalentes— o, en su defecto (por no ser posible la determinación o por resultar ésta poco razonable desde un punto de vista comercial) al concepto de «Pérdida» (*Loss*, pérdida —o en su caso ganancia— derivada de la terminación anticipada). Ambos conceptos, *Market Quotation* y *Loss*, se basan en lo previsto en el *1992 ISDA Master Agreement* (que fue reemplazado por el *2002 ISDA Master Agreement*), si bien ajustados a los requisitos de la *Shari'a* (a modo de ejemplo, el concepto de *Loss* no incluye los costes de oportunidad, los costes de posible fondeo, los costes por ruptura de coberturas, etc.).

No obstante las modificaciones introducidas, en estos casos el pago del *Relevant Index* chocaría con los preceptos de la *Shari'a* y, en particular, vulneraría el principio conforme al cual toda operación ha de sustentarse en un activo subyacente. Por ello, el TMA incluye un mecanismo que permite a la parte acreedora del *Relevant Index* exigir de la otra la ejecución de la *musawama* (esto es, a exigir a su contraparte bajo el derivado que, cumpliendo su promesa inicial, adquiera determinados bienes cuya cantidad y calidad se han acordado previamente por las partes en el Anexo al TMA), por un precio que resultará de la suma del *Relevant Index* (o su valor absoluto, si éste fuese negativo), y del valor de mercado de los bienes entregados en ese

momento, más los impuestos eventualmente asociados a esta operación.

En definitiva, y a diferencia de lo que sucede al amparo del *2002 ISDA Master Agreement*, en el que existe un único importe de compensación, el TMA prevé dos: el *Early Termination Amount* y el precio de la compraventa *musawama*. La Cláusula 6(h) del TMA permite a la parte no incumplidora (si el vencimiento anticipado se produce a resultas de un incumplimiento) compensar dichas cantidades. Introduce además una peculiaridad: si la parte no incumplidora tuviese que pagar el *Early Termination Event* siendo a su vez acreedora del precio de la *musawama*, podrá esperar hasta un año para realizar su abono, a la espera de que el precio debido en virtud de la *musawama* le resulte pagadero, para permitir efectivamente la compensación.

Cesión

La cláusula 7 del TMA (*Transfer*) es esencialmente idéntica a su equivalente en el *2002 Master Agreement*, si bien introduce una referencia expresa a la posibilidad de cesión del precio (y cualesquiera importes a los que tenga derecho) que recibirá la parte no incumplidora en caso de celebrarse un contrato de *musawama* en un supuesto de vencimiento anticipado, tal y como se ha descrito anteriormente.

Pago de intereses y compensación

Como no podía ser de otra manera desde una óptica «convencional», el *2002 ISDA Master Agreement* incluye la previsión de pago de intereses de demora y compensaciones por incumplimiento de obligaciones. No obstante, y como ya se ha indicado, el pago de intereses choca frontalmente con los principios esenciales de la *Shari'ah*, que los prohíbe por considerar que el dinero es un simple instrumento de medida, pero que no tiene valor por sí mismo, ni puede, por tanto, generarlo por el mero transcurso del tiempo.

Así, el TMA sustituye la Cláusula 9(h) del *2002 ISDA Master Agreement (Interest and Compensation)* por otra denominada *No interest payable*. Ésta prevé incluso la renuncia de las partes al cobro de cualquier interés que pudiera resultar de un procedimiento judicial o arbitral o *ex lege*. Si dicho interés fuera percibido por una de las partes, ésta se compromete a donarlo a una organización caritativa de su elección («*a registered or otherwise officially recog-*

nised charitable organisation»), informando de la donación a la contraparte.

Ley aplicable, jurisdicción o arbitraje

El TMA adapta el *2002 ISDA Master Agreement* para permitir su uso en operaciones celebradas conforme a los principios de la *Shari'ah*, pero no asume o exige que éstas deban someterse a la ley coránica. Así, la cláusula 13 del TMA permite a las partes someter sus relaciones negociales a Ley de Inglaterra o a la Ley del Estado de Nueva York. En este contexto, es relevante citar una nota «a pie de página» del TMA: «*The term «law» does not include the principles of the Shari'ah (see Section 1(d)). Accordingly, in this Agreement, «unlawful» means contrary to law as opposed to contrary to Shari'ah*».

Finalmente, el TMA incluye la posibilidad de que las partes puedan resolver sus diferencias en sede arbitral, lo que no prevé el *2002 ISDA Master Agreement*.

Notas de cierre

El TMA representa un avance significativo, un instrumento clave para impulsar el desarrollo creciente de la industria de las finanzas islámicas. Al igual que hoy en día resulta difícil encontrar operaciones financieras sin su correspondiente cobertura de riesgos, el mercado islámico demandaba un instrumento equivalente pero adaptado a sus necesidades específicas. En todo caso, el TMA deberá ser objeto de un desarrollo futuro a través de la redacción de las correspondientes confirmaciones, por ejemplo, y la ampliación de su ámbito a operaciones distintas de la *murabaha* o la *musawama*.

Su utilización nos indicará el alcance real de este hito contractual. En este sentido, algunas voces han cuestionado su uso futuro en los países que forman el Consejo de Cooperación para los Estados Árabes del Golfo (Bahrein, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudita y los Emiratos Árabes Unidos), donde los principios de la *Shari'ah* son aplicados, en algunos casos, bajo la interpretación más rigurosa.

GUILLERMO CANALEJO LASARTE Y ALFREDO CABELLOS BALLELLA *

* Abogados del Área Fiscal y Laboral y del Área de Mercantil, respectivamente, de Uría Menéndez (Madrid).