

Haken en ogen

Islamitisch financieren is internationaal een 'booming markt', maar de betalingsproblemen van Dubai World deden vragen rijzen. De stand van zaken en de perspectieven.

TEKST BERT BAKKER | BEELD MARJA BROUWER

Voor bankiers die het islamitisch financieren een warm hart toedragen was 19 november 2009 een belangrijke dag. Op die bewuste donderdag gaf GE Capital, onderdeel van het Amerikaanse conglomeraat GE, met succes een *sukuk* uit - een islamitische stijl obligatie - van het type *al ijara* (soort *leasing*) ter waarde van vijfhonderd miljoen dollar. Daarmee was GE de eerste echt grote Amerikaanse onderneming die dit instrument gebruikte om geld aan te trekken van de groeiende groep mosliminvesteerders die om religieuze redenen niet op reguliere obligaties willen inschrijven. Voor vrome moslims is het ontvangen of betalen van rente - *riba* - immers verboden. De opbrengst van de GE *sukuk*, die vijf jaar loopt en genoteerd zal zijn aan de Bursa Malaysia, werd gebruikt om vliegtuigleasecontracten te kunnen uitgeven. Er bestaan talloze andere vormen van Shari'a compliant - dus met inachtneming van de islamitische wetten - financieren, maar GE's primeur met deze genoteerde *sukuk* wordt gezien als een doorbraak voor het relatief jonge fenomeen in brede zin. Een stap in de ontwikkeling waarin islamitische financieringen onderdeel worden van het pakket *mainstream* financiële instru-

menten waarvan westerse ondernemingen gebruikmaken.

OOG VAN DE NAALD

Achteraf gezien kroop GE Capitals *sukuk*-emissie qua timing door het oog van de naald. Want amper een week later, op 26 november 2009, brak het nieuws over de betalingsproblemen van Dubai World, het Dubaise staatsbedrijf verantwoordelijk voor de grootschalige vastgoedontwikkelingen in het Arabische Emiraat. Duidelijk werd op dat moment dat zo'n 26 miljard dollar aan schuld zou moeten worden geherstructureerd, waaronder *sukuks* ter waarde van ruim vijf miljard dollar, uitgegeven door Nakheel, een onderdeel van Dubai World. Een financiering die volgens schema in 2011 moest worden terugbetaald.

Onmiddellijk sloeg bij beleggers de twijfel toe: wat was precies hun juridische positie als schuldeisers, die conform de islamitische wet risico en rendement met de uitgever van de *sukuk* deelden? De ervaringen daarmee waren zeer beperkt of afwezig. En voor jurisprudentie, zeker van westerse rechtbanken, gold hetzelfde.

LUCHTSPIEGELING

Bovendien: had de verslaglegging door Nakheel, die niet conform IFRS was opgesteld - ondanks de gesprekken van de internationale organisatie van accountants en auditors van islamitisch financiële instellingen AAIOIFI met de IAASB over harmonisering - wel het nodige inzicht gegeven in de ontwikkeling van de *fair value* van de onderliggende gefinancierde bouwprojecten? De risicopremies op het genoteerde schuld papier van Dubai World explodeerden en de koersen kelderden; die van de Nakheel-*sukuk* het meest. Slechts een week na het succes van GE leek het idee over de opmars van

Shari'a-raad vergelijkbaar met raad van commissarissen

Een islamitisch financierings- of beleggingsinstrument kan pas als zodanig in de markt gezet worden als het *Shari'a compliant* is. En dat etiket mag er pas op geplakt worden als een Shari'a Board (raad) daarover een 'fatwa' (oordeel) heeft uitgesproken. Bij niet ingewijden roepen deze woorden meteen een Duizend-en-een-nacht-achtig beeld op van oude, in zwarte gewaden geklede theologen, die tussen de onthoofdingen en handafhakkingen door ook nog even iets moeten zeggen over het islamitisch gehalte van een hypotheek of beleggingsfond. Maar de vergelijking met een raad van scherprechtters klopt niet.

Advocaat Kees Hooft, islamic finance-specialist bij Loyens & Loeff in Amsterdam: "Je moet die raden niet zien als een soort rechtbanken, maar eerder als raden van commissarissen. De leden van de raden worden aangezocht en ook betaald door de bedrijven die van plan zijn gebruik te maken van financieringsstructuren die de islamitische principes respecteren. Banken als Deutsche Bank, HSBC en Barclays hebben bijvoorbeeld zelf een Shari'a-raad. De leden, meestal drie tot vijf zijn theologisch geschoold maar hebben daarnaast een degelijke financieel-economische achtergrond. Het lid zijn van een Shari'a-raad is een 'bijbaan'. En er zijn er die in meer raden zitting hebben."

GE's primeur met de genoteerde sukuk wordt gezien als een doorbraak.

islamitische financieringsinstrumenten in de westerse kapitaalmarkten, plots op een luchtspiegeling in het woestijnzand.

VRAGEN

Zes maanden later ziet de wereld voor Nakheel-sukukhouders er weer geruststellend uit, vooral dankzij het te hulp snellen van het olierijke buur-emiraat Abu Dhabi. Maar het grote verschil met november 2009 is dat de vragen die in de financiële gemeenschap - bij beleggers, bankiers, maar ook accountants en juristen - latent al leefden rond islamitische financieringsstructuren ineens weer springlevend zijn.

Wil die markt zijn groeipad weer kunnen vervolgen dan moet er op veel punten duidelijkheid komen.

KLAARHEID

Dat erkent ook Paul Koster, oud AFM-bestuurder en sinds ruim twee jaar chief executive bij de Dubai Financial Services Authority (DFSA). Deze toezichthouder behartigt zowel het prudentiële als het gedragtoezicht in het Dubai International Financial Centre (DIFC). Buitenlandse instellingen die zich daar vestigen vallen onder Brits Common Law.

Koster: "Er is met de situatie rond Dubai World door de overheid een belangrijke stap gezet door de afhandeling van claims van crediteuren onder te brengen bij de DIFC Courts; dat geeft crediteuren meer zekerheid. Maar in de internationale markt voor islamitisch financieren is er sinds de Nakheel-zaak

natuurlijk wel veel onzekerheid ontstaan."

Koster wijst erop dat veel hete hangijzers juridisch van aard zijn - bijvoorbeeld contract- of eigendomsrechtelijk:

"Rond die sukuks weten we nu, met betrekking tot het object dat in zo'n financieringsstructuur altijd gekocht moet worden, dat *asset backed* niet hetzelfde betekent als *asset based*. Er moet kortom klaarheid komen over wie welke rechten heeft op het onderpand."

MALEISIË REKKELIJKER

Maar er zijn meer 'haken en ogen'. Zo is het voor de internationale financiële gemeenschap moeilijk dat Shari'a-geleerden die de financieringsstructuren theologisch toetsen, niet altijd op dezelfde lijn zitten.

Koster: "In Maleisië is men bijvoorbeeld vaak wat rekkelijker dan in de Golf-regio. Dat wil je natuurlijk respecteren, maar voor de buitenwereld is het lastig." En ten aanzien van de verslaglegging zou het een enorme vooruitgang zijn als er een aansluiting met IFRS gemaakt zou kunnen worden. Koster, zelf lid van de *standardsetter* International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB), probeert wel om dit punt bij de islamitische tegenhanger Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) hoger op de agenda te krijgen, want *revenue recognition* is problematisch bij islamitische financieringsinstrumenten.

PORSELEINKAST

Koster: "Wij als DFSA zijn lid van de

AAOIFI Board en kunnen dit punt regelmatig op de agenda zetten. Maar je moet daar niet als een olifant in een porseleinkast tekeer gaan. Dan bereik je niets. Soms blijkt men andere dingen belangrijker te vinden. Je moet geduld hebben."

De Dubaise toezichthouder herhaalt desondanks zijn standpunt dat het potentieel van de markt voor islamitisch financieren groot is. "Zeker nu de olieprijs weer stijgt en Zuid-Oost Azië economisch groeit is er veel islamitisch geld dat moet worden belegd. Maar ik was me altijd al bewust van juridische problemen en de noodzaak van internationale convergentie. Dus mijn visie is door de recente gebeurtenissen niet veranderd."

REVENUE RECOGNITION

Die kwestie van *revenue recognition*, dus de vraag wanneer bijvoorbeeld een Shari'a compliant bank winst op zijn financieringstransacties neemt, is een probleem dat het zicht op de financiële positie van bedrijven inderdaad ernstig vertroebelt.

Dat vindt ook Hans Moison, directeur bij Ernst & Young Accountants in Amsterdam, en een van de leden van een klein team dat adviseert op het gebied van islamitisch financieren. "Er wordt officieel niet periodiek rente betaald, maar eenmalig een opslag berekend. Dat is de winst. Maar moet de



**Paul Koster (DFSA):
'Er moet klaarheid
komen over wie
welke rechten heeft
op het onderpand.'**

bank die nemen als de transactie afgesloten wordt? Als de lening weer wordt afgelost? Of gespreid? Zolang Shari'araden het daarover niet over eens worden zal standaardisatie en dus duidelijkheid voor gebruikers buiten bereik blijven."

HARMONISERING MET IFRS

Overigens herinnert Moison er ook fijntjes aan dat als de tegenpartij in een islamitische transactie een westerse onderneming is, deze onder IFRS verplicht is om die kosten gewoon weer terug te rekenen naar periodieke rentebetalingen en die ook als zodanig te boeken. "En het fysieke object dat bij veel financieringstransacties gekocht en later weer verkocht moet worden - vergelijkbaar met een repo-transactie - boek je gewoon als onderpand. *Substance* gaat bij IFRS immers altijd boven vorm."

Volgens Moison is een belangrijke vraag zelfs wat op termijn de groeikansen zijn van islamitische financieringsstruc-

Paul Koster:
'Je moet niet als een olifant in een porseleinkast tekeer gaan.'

turen als ze qua verslagleggingsstandaarden niet snel met IFRS harmoniseren. "In Londen, Kuala Lumpur en ook Parijs gebeurt best veel in islamitisch financieren. Maar van de enorme groei van het fenomeen die in 2008, toen ook wij actief werden, werd voorzien, merken wij hier in Amsterdam vooralsnog weinig. Even leek het of de islamitische markt immuun was voor de financiële crisis, maar snel bleek dat toch niet het geval - zoals Dubai World wel bewees."

'HYBRIDES'

Afgezien van juridische en verslagleg-

Moeilijk classificeerbaar

Hoewel een sukuk wordt gemaakt met het oog op islamitische beleggers is er niets dat westerse pensioen- en beleggingsfondsen ervan weerhoudt daarop ook in te schrijven. En soms doen ze dat ook, bijvoorbeeld toen de Duitse deelstaat Saksen-Anhalt in 2006 een sukuk voor honderd miljoen uitgaf. Daarop kwamen zelfs hoofdzakelijk niet-islamitische beleggers af; het rendement op de obligatie was namelijk bovengemiddeld aantrekkelijk.

Maar als zo'n extraatje ontbreekt, blijft een punt dat de kenmerken van een sukuk - een hybride obligatie die geen couponrente geeft en in de praktijk weinig verhandeld wordt - het ding voor westerse professionele beleggers moeilijk classificeerbaar maken. Het past slecht in de 'normale' liquide risicocategorieën zoals vastrentend overheidspapier, vastgoed, risicodragende aandelen, derivaten en dergelijke.

gingstechnische kenmerken hebben islamitische financieringsstructuren ook zo hun commerciële en beleggingstechnische eigenaardigheden. Voor geldvragers en -aanbieders vergroot of verkleint dat de attractie ervan, al naar gelang hun behoeften.

Voor grote, geldhongerige bedrijven zoals GE was een sukuk in principe een prachtig instrument om rijke religieuze beleggers uit de oliestaten gelegenheid te bieden om in hun onderneming te investeren. Maar zo'n financiering kan nooit puur vreemd vermogen zijn. Dus financiering aantrekken betekent ook altijd winst en zeggenschap inleveren. Veel islamitische instrumenten zijn hybrides, tussenvormen van eigen en vreemd vermogen: ook wel aangeduid als mezzanines. Kortom: haken en ogen in overvloed. Dat laatste geldt in de wholesale-markt voor financiële diensten, maar ook, of misschien zelfs meer, voor het retailsegment. En zeker in Nederland.

HYPOTHEEK

Kees Hooft, advocaat bij Loyens & Loeff in Amsterdam, kwalificeert de de facto stilstand in de consumentenmarkt (zie kader) als jammer, maar wel begrijpelijk. Samen met fiscaaljurist Niels Muller coördineert hij in Nederland een gespecialiseerd 'Islamic Finance' team dat vooral internationaal opererende relaties bedient. In samenwerking met de vestigingen in Dubai of Londen

Hans Moison (Ernst & Young):
'Van de enorme groei die werd voorzien, merken wij hier in Amsterdam vooralsnog weinig.'

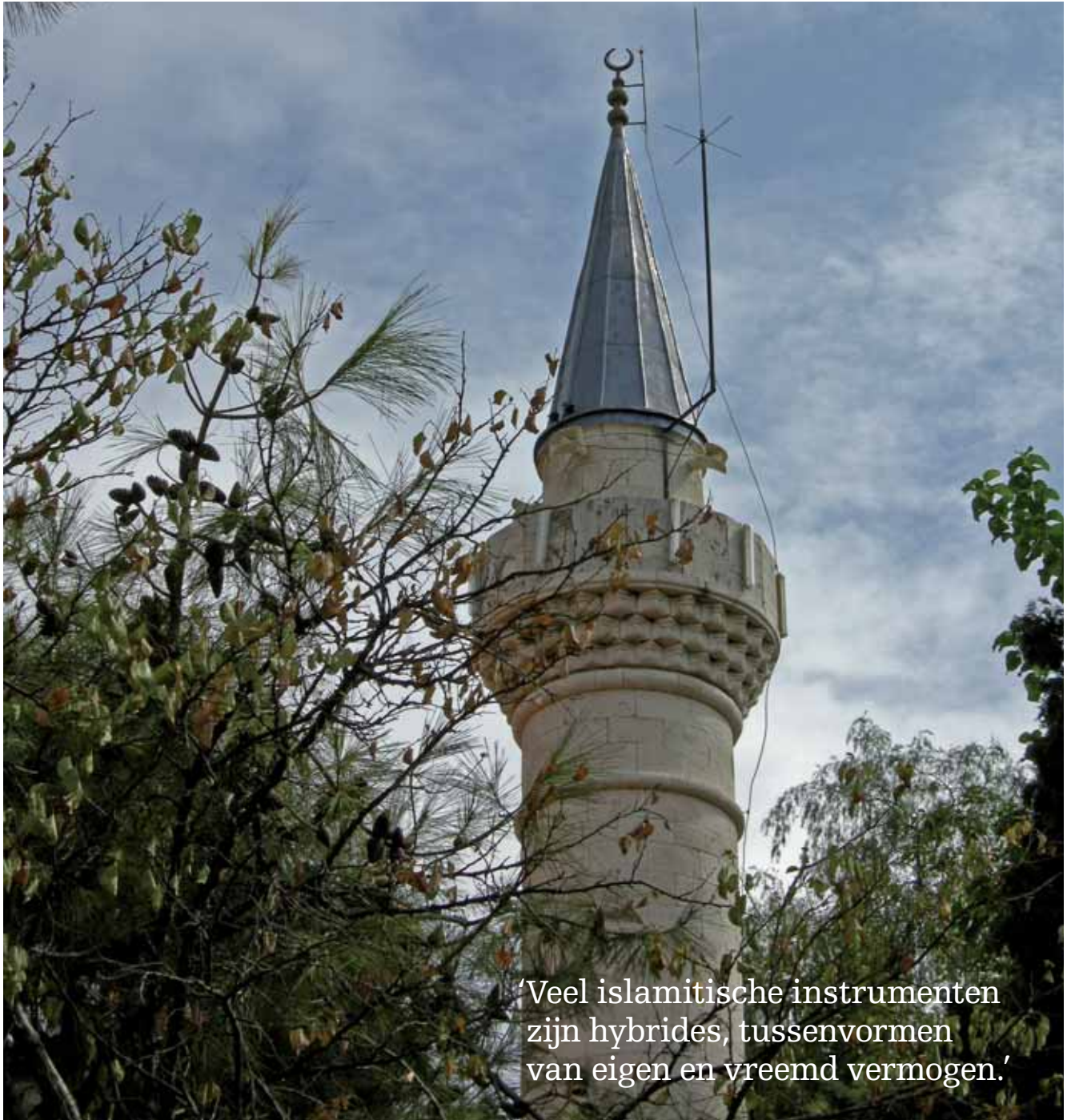
DNB en AFM over islamitisch financieren

In mei 2008 schreven DNB en AFM samen een rapport dat de implicaties van islamitische financiële producten voor het financieel toezicht analyseert en bekijkt of het toezichttraamwerk toereikend is.

Enkele vaststellingen en conclusies daaruit.

- Wereldwijd is islamitisch financieren een sterk groeiende nichemarkt. Ook in Nederland lijkt een **substantiële potentiële vraag** voor islamitische financiële producten te bestaan.
- Bij de ontwikkeling en succesvolle lancering van waarschijnlijk het belangrijkste financiële product, de **islamitische hypotheek**, is in Nederland allereerst de fiscale wetgeving van belang.
- Voor het financieel toezicht is er nog een aantal aandachtspunten op het gebied van de markttoetreding, bedrijfsvoering, kapitaaltoereikendheid en informatieverstrekking.
- Niet ieder islamitisch financieel product valt onder de reikwijdte van de Wft, waardoor niet altijd sprake is van financieel toezicht.
- Wanneer nieuwe islamitische financiële instellingen het bankbedrijf willen uitoefenen, voldoen zij niet altijd aan de criteria van een bank, omdat de meest voorkomende islamitische financiële contracten ter financiering van goederen niet altijd als kredietuitzetting kunnen worden geïnterpreteerd.
- Bij de islamitische hypotheek biedt het gedragtoezicht niet dezelfde wettelijke bescherming aan consumenten als bij conventionele hypotheek, omdat deze producten niet onder de Wft-definitie van financieel product vallen.
- Om diezelfde reden zal het in aanmerking komen voor een vergunning van de AFM moeilijk zijn.

Inmiddels valt bij de toezichthouders te vernemen dat sinds het uitkomen van het rapport 'geen ontwikkelingen' rond het dossier te melden zijn geweest.



'Veel islamitische instrumenten zijn hybrides, tussenvormen van eigen en vreemd vermogen.'

worden bijvoorbeeld contacten doorgevoerd met islamitische investeerders die hier actief willen zijn in vastgoed of private equity. Overigens groeit ook bij Loyens & Loeff deze internationale

praktijk niet zo snel als gehoopt toen er in 2008 mee werd begonnen. Hoofst: "Dat er in de retailmarkt bijna niets gebeurt in Nederland is begrijpelijk omdat het belangrijkste product, de

hypotheek, geen kans heeft om van de grond te komen. Dat heeft te maken met de fiscale aftrekbaarheid van hypotheekrente." Een hypotheek op islamitische basis kan worden opgezet als een soort lease-structuur of als een cost-plus sale waarbij de bank het huis koopt en met een opslag aan de klant doorverkoop.

Hoofst: "De belastingdienst stelt zich op het standpunt dat de opslag niet als rentecomponent aftrekbaar is. Gesprekken met de overheid hierover zijn tot nog toe op niets uitgelopen." ▣

Niels Muller (Loyens & Loeff):
'Kijk naar de bruisende activiteit van Luxemburg en Frankrijk op dit gebied. Maar daar wel gesteund door een even actieve overheid.'

Nederlandse particuliere markt

In Nederland wordt in de particuliere markt zo goed als niets aangeboden dat het etiket *Shari'a compliant* draagt. Niet door banken met een sterke klantenbasis in de Turkse of Marokkaanse gemeenschap, en evenmin door de grote banken. De vorig jaar in Nederland geopende bank Chaabi Du Maroc richt zich voornamelijk op betalingsverkeer. En bijvoorbeeld de Credit Europe Bank, eigendom van een Turkse groep en in Nederland actief op de internet spaarmarkt, laat via woordvoerder Robert Bakker weten geen enkel voornemen te hebben om islamitische retailproducten te lanceren. "De bank heeft er van huis uit geen affiniteit mee, en van een behoefte onder onze klanten hebben we niets gemerkt."

ETHISCH BELEGGEN

Dat de twee advocaten het 'jammer' noemen dat er hier geen islamitische financiële producten worden ontwikkeld, heeft te maken met de commerciële potentie die zij wel degelijk in deze markt zien.

Niels Muller: "Kijk eens naar de bruisende activiteit van Luxemburg en Frankrijk op dit gebied. Maar daar wél gesteund door een even actieve overheid. Recent verschenen daar bijvoorbeeld overheidscirculaires met aanwijzingen over hoe het belastingregime van toepassing zal zijn voor bepaalde islamitische structuren. Als Nederland dat ook zou doen zou een flink deel van die business zich hier vestigen, want fiscaal en juridisch zijn de omstandigheden hier in principe prima."

Kees Hooft gelooft zelfs dat de lessen van de financiële crisis ertoe kunnen leiden dat ook niet-islamitische consumenten meer openstaan voor *Shari'a compliant* beleggen in fondsen die ook een alternatief zijn voor een spaarrekening. "Er is opvallend veel overlap met duurzaam en ethisch beleggen. Principes zoals risico's samen delen, geen extreme leverage, het verbod op de financiering van verkoop en productie van alcohol en andere drugs sluiten perfect aan bij die van duurzaam beleggen."

'GEMISTE KANS'

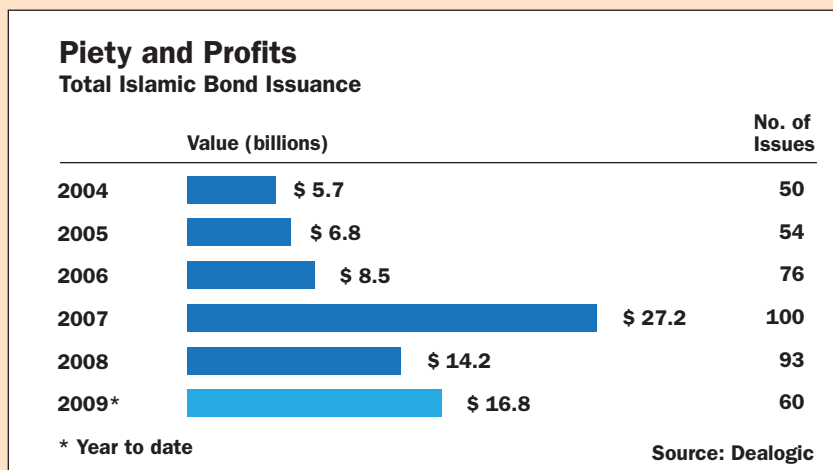
Hooft en Muller vinden het een gemiste kans dat de Nederlandse overheid de dienstverlening rond islamitisch beleggen en financieren niet wat meer

'Alles waar het woord Islam of Shari'a in voorkomt ligt politiek gevoelig.'

faciliteert. Temeer omdat ook Holland Financial Centre, de lobbyinstelling die Nederland als financieel centrum promoot, van 'Islamic Finance' geen speerpunt zal maken zolang die successen mede door die opstelling beperkt zijn.

Voor de reden achter die onwilligheid in Den Haag hoeven Hooft en Muller niet ver te zoeken: "Alles waar het woord Islam of Shari'a in voorkomt ligt politiek gevoelig." □

Uitgifte islamitische obligaties sinds 2004 wereldwijd



Bron: Online Wallstreet Journal 20 november 2009

Kees Hooft (Loyens & Loeff):
'Er is opvallend veel overlap met duurzaam en ethisch beleggen.'

