

Financiële handel in halal

De certificering van financiële producten als zijnde halal beoogt de transactiekosten voor beleggers in deze producten te verlagen. De certificering door shariageleerden is echter weinig transparant. Hier ligt een kans voor Nederland om als halal-handelsland een centrale rol in deze certificering te spelen.

Certificering van financiële producten wordt steeds belangrijker. Beleggers zijn vaak niet meer alleen geïnteresseerd in de hoogste risico-rendementverhouding van hun beleggingen maar willen ook weten wat er met hun geld gebeurt. Het duurzaam beleggen en beleggen in maatschappelijk verantwoord ondernemen neemt daarbij een vlucht. Certificering van financiële producten, bijvoorbeeld door aan te geven dat er niet in de wapenhandel en kinderarbeid wordt belegd, verschaft de beleggers informatie over de gewenste aard van de beleggingen. Het verlaagt daarmee de informatiekosten en dus de transactiekosten. Evenzeer is certificering van belang voor degenen die willen beleggen volgens de wetten van de islam – de *sharia*. Het gaat daarbij om certificering van financiële producten als *halal* zodat islamitische vermogensbezitters in overeenstemming met hun geloofsovertuiging in deze producten kunnen beleggen. Deze vorm van certificering wint aan gewicht, nu steeds grotere vermogens, voornamelijk uit de Arabische wereld, beschikbaar komen die volgens de normen van de sharia moeten worden belegd. De markt voor islamitische beleggingen heeft in recente jaren dan ook een gestage groei van rond de vijftien procent per jaar laten zien. Geschat wordt dat de waarde van halal financiële activa in 2010 wereldwijd ongeveer een biljoen Amerikaanse dollar bedraagt (Shanmugam en Zahiri, 2009; Hoepner *et al.*, 2011). Met een potentiële markt van meer dan een miljard moslims in de wereld zullen de vermogens die in halal-gecertificeerde producten kunnen worden belegd, nog sterk in omvang toenemen. Dit roept de vragen op hoe deze certificatiemarkt eruitziet en of deze werkt (Hayat *et al.*, 2011). Deze vragen zijn belangrijk omdat halal-certificering een cruciaal verschil betreft tussen een conventioneel en een islamitisch financieel systeem.

Achtergrond van halal-certificering

Vanuit het oogpunt van besparing van transactiekosten is certificering, en daarmee ook halal-certificering, het meest effectief, wanneer er sprake is van duidelijke, betrouwbare en liefst uniforme standaar-

den. Daarnaast is het van belang dat certificering op eenvoudige wijze kan plaatsvinden en niet te veel tijd in beslag neemt. Er bestaan echter vooral nog grote verschillen in de manier waarop de islamitische wetten ten aanzien van financiële producten worden gehanteerd. Sommige shariageleerden – de rekkelijken – aanvaarden meer bronnen dan zij die streng in de leer zijn (Shanmugam en Zahiri, 2009; Visser, 2009). Op de schaal van rekkelijk naar precies zijn er in de soennitische islam, waar veruit de meeste moslims zich toe rekenen, de volgende hoofdstromingen: *hanafi*, *maliki*, *shafi'i* en *hanbali*. De hanafischool is het meest populair. Deze staat bijvoorbeeld persoonlijke interpretatie (*ijtihad*) en analogierekening (*qiyas*) toe (kader 1). De hanbali-school is het meest conservatief en erkent alleen de Koran en *Hadith* als bronnen van het recht. De belangrijke landen voor islamitische financiële producten hangen hierbij verschillende leerscholen aan (Visser, 2009). Maleisië bijvoorbeeld volgt de

Kader 1

Voorschriften van de sharia

Het islamitisch financieel systeem bestaat uit alle financiële transacties die halal zijn (toegestaan volgens de islam). Belangrijk zijn het verbod op *riba* (rente), *gharar* (overmatige risico), *maysir* (gokken) en onethische sectoren, zoals alcohol en pornografie. Om als halal beschouwd te worden, dienen financiële producten door een raad van shariageleerden te worden gecertificeerd. Deze geleerden dienen experts te zijn in *fiqh al muamalat*, het islamitisch handelsrecht. Over wat al dan niet als halal wordt aangemerkt, bestaan verschillende opvattingen. Het verschil zit vooral in welke bronnen geaccepteerd worden om te weten wat halal is. De twee belangrijkste bronnen zijn de Koran (het heilige boek van moslims), en de Hadith (uitspraken en daden van de profeet Mohammed). Wat expliciet in de Koran of Hadith genoemd wordt, geldt als de islamitische wet (*sharia*). Over zaken die niet expliciet in deze geschriften worden vermeld, kunnen de islamitische geleerden debatteren. Wanneer ze consensus (*ijmā*) bereiken, wordt dat onderdeel van de wet. Daarnaast kunnen wetten gebaseerd worden op analogie-rekening (*qiyās*), persoonlijke interpretatie (*ijtihad*), juridische voorkeur (*istihsaan*) en bestaande gebruiken en gewoonten (*urf*).

SINDS 1916

FRANK DEN BUTTER
Hoogleraar aan de Vrije
Universiteit Amsterdam

RAPHIE HAYAT
Promovendus aan de Vrije
Universiteit Amsterdam

shafi'i-school, terwijl Bahrein en Saudi-Arabië de leer volgens maliki, respectievelijk hanbali hanteren. Deze geografische verschillen in opvattingen over de juiste voorschriften voor islamitische financiële producten is een reden dat er nog geen algemeen aanvaarde normen voor islamitische financiering zijn. Daardoor ook zal de markt voor halal-certificering waarschijnlijk niet toegroeien naar een *winner takes all*-markt, zoals dat veelal bij kwaliteitsstandaarden gebruikelijk is (Den Butter *et al.*, 2007). Zo'n toegroei naar één uniforme standaard is uit het oogpunt van verlaging van transactiekosten en benutting van positieve netwerkexternaliteiten gunstig, maar het kan ongunstig uitwerken wanneer hierdoor een monopoliepositie bij de certificering ontstaat. In de huidige situatie is er bij de halal-certificering echter een gebrek aan zowel uniformiteit als concurrentie tussen de verschillende leerscholen. Daarom is er ook nog geen algemeen aanvaarde autoriteit die toezicht houdt op halal-certificering en die handhaving van de kwaliteit van de halal-certificering voor financiële producten kan afdwingen. Wel zijn er een aantal belangrijke instituties die standaarden voor halal-certificering opstellen. De meest bekende en invloedrijke instituties zijn de Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) in Bahrein en de Maleisische Islamic Financial Services Board (IFSB). Beide organisaties stellen regels op voor de interpretatie van de islamitische wet waarbij de AAOIFI meer gericht is op de boekhouding en auditing en de IFSB meer op risicomanagement en corporate governance.

Shariageleerden

Om tot een oordeel te komen over de mate van marktmacht bij halal-certificering, en om daarbij de kosten en baten van certificering door aanbieders van financiële producten te kunnen afwegen, is het van belang te bezien door wie, en hoe, deze certificering plaatsvindt. Wereldwijd zijn er momenteel zo'n vierhonderd shariageleerden die zich met halal-certificering van financiële producten bezighouden. Per te certificeren product wordt vaak een combinatie gemaakt van deze geleerden (meestal drie) die dan een sharia-raad vormen om dat specifieke product te certificeren. Tabel 1 bevat een aantal gegevens over deze shariageleerden, ontleend aan Ünal (2011). Uit de tabel blijkt dat de markt voor halal-certificering van financiële producten voor een belangrijk deel in handen van een klein aantal geleerden is. Kolom drie en vier illustreren dit aan de hand van de verdeling van de top van shariageleerden op basis van het aantal lidmaatschappen van sharia-raden die zij innemen. Het blijkt dat de geleerden uit de top 3 21 procent van de gehele markt van halal-certificering in handen hebben, de top 20 zelfs 54 procent. Kortom, het gaat om veel marktmacht bij een beperkt aantal geleerden. Wie zijn deze geleerden? De eerste kolom van tabel 1 bevat de namen van de top 10 van geleerden die deel uitmaken van de raden die de certifice-

ring uitvoeren. Verder is er ook een toplijst te maken van geleerden die posities hebben in de organisaties die standaarden vaststellen, zoals in overheidsinstanties en de bovengenoemde instituties in Bahrein en Maleisië. Deze twee lijsten laten een hoge mate van overlap zien. Bijna alle top 10-geleerden uit de eerste lijst hebben een plaats in de top 20 van de laatste ranglijst. Het betekent dat degenen die deze markt in handen hebben ook verantwoordelijk zijn voor regelgeving en toezicht. Vanuit het perspectief van corporate governance is er dus te veel macht in de handen van een zeer kleine groep mensen. Deze verstrengeling van functies werkt willekeur en opportunisme in de hand. Het maakt effectief toezicht op deze markt lastig omdat de toezichthouders niet onafhankelijk zijn. Tevens blijkt uit tabel 1 dat de meeste van de topgeleerden afkomstig zijn uit het Midden-Oosten. Ook hebben ze bijna allen een doctoraat in het islamitisch handelsrecht. Hierbij blijkt uit gegevens dat vooral Egyptische en Saudi-Arabisch universiteiten erg populair zijn, met name de prestigieuze Al Azhar-universiteit. Maar, zoals tabel 2 laat zien, heeft slechts ongeveer een derde van deze geleerden een economische of financiële studie voltooid. De meesten hebben rechten of geesteswetenschappen gestudeerd. Dit roept twijfel op of deze geleerden wel voldoende kennis hebben om complexe financiële producten te beoordelen, te meer nu de complexiteit als gevolg van financiële innovaties in de komende jaren alleen maar zal toenemen.

Praktijk van halal-certificering

Hoe vindt het proces van halal-certificering plaats? Figuur 1 geeft de te volgen stappen bij certificering van een goed gedefinieerd financieel product. Het schema is gebaseerd op een offerteaanvraag die aan een aantal sharia-adviesbureaus gestuurd is voor de certificering van een islamitisch aandeelfonds. Dit zijn bedrijven die gespecialiseerd zijn in halal-certificering van financiële producten. Islamitische aandeelfondsen lijken sterk op conventionele beleggingsfondsen, behalve dat ze niet beleggen in bedrijven die als onethisch beschouwde producten of diensten leveren. Ook in bedrijven met een hoge schuldenlast mag niet worden geïnvesteerd: meestal mag het vreemd vermogen niet meer zijn dan 33 procent van het balanstotaal. Islamitische aandeelfondsen zijn de afgelopen jaren zeer populair geworden onder de moslim-investeerders, ook al blijken ze in veel gevallen niet goed te presteren (Hayat en Kraeussl, 2011; Hoepner *et al.*, 2011). In de offerteaanvraag is verzocht om een overzicht van het certificeringsproces en de kosten. Van acht van de aangeschreven adviesbureaus is antwoord ontvangen in de vorm van een offerte, waarbij zes een overzicht van het certificeringsproces hebben gegeven. De in figuur 1 samengevatte antwoorden tonen een aantal interessante kenmerken van het certificeringsproces. De betrokkenheid van de certificeerder is vanaf het begin van het proces vereist. Daarbij vergt de certificering zelf met twee tot drie dagen weinig tijd. De voorafgaande fase,

Tabel 1

Kenmerken van shariageleerden.			
Top 10 Shariageleerden	Land	Aantal posities in shariaraden	Cumulatief percentage
Nizam Mohammed Yacoubi	Bahrein	85	7
Abdul Satar Abdul Karim Abu Ghuddah	Syrië	85	15
Mohammed Ali Elgari	Saudi-Arabië	71	21
Abdul Aziz Khalifa Al-Qassar	Koeweit	39	25
Abdullah Sulaiman Al Manee'a	Saudi-Arabië	36	28
Hussein Hamid Hassan	Egypte	31	30
Mohammed Daud Bakar	Maleisië	27	33
Essa Zaki Essa	Koeweit	27	35
Ali Mohuddin Al'Qurra Daghi	Qatar	25	37
Ajeel Jasem Al-Nashmi	Koeweit	24	39
Rest		691	100
Totaal		1141	

Bron: Ünal, 2011

met de keuze van een certificeerder en het opstellen van een contract, duurt echter betrekkelijk lang, namelijk zo'n drie tot vier weken. De laatste fase is een doorlopend proces, waarin de sharia-raad het product regelmatig opnieuw beoordeelt en dan de certificering al dan niet continueert. Afhankelijk van het product gebeurt dat eens per jaar of eens per kwartaal. Al met al blijkt uit de offertes dat het een aanzienlijke tijd duurt om een halal-certificering voor een financieel product te krijgen. In een zich snel ontwikkelende industrie kan dit de groei belemmeren. Benaissa *et al.* (2007) noemen bijvoorbeeld het geval van een islamitische bank in de Golfregio die in twee maanden een nieuw financieel product had ontwikkeld, maar er vervolgens drie maanden over deed om het halal-gecertificeerd te krijgen.

Afgezien van de vertraging bij het krijgen van halal-certificering zijn natuurlijk ook de kosten van certificering belangrijk. Behalve wat anekdotische informatie (Devi, 2008) is hier weinig over bekend. Om hierover iets te weten te komen is in de eerder genoemde offerteaanvragen om een beschrijving van de kosten gevraagd. Zeven van de acht gevraagde adviesbureaus hebben een indicatie van deze kosten gegeven. Er zijn twee kostencomponenten, een vaste vergoeding voor de initiële certificering en een periodieke betaling voor de jaarlijkse continuering van de certificering. Deze geldt voor de gehele levensduur van het product. Op basis van deze informatie en Ünal (2011) is een globale schatting van de kosten gemaakt. De vaste kosten van halal-certificering variëren van 25.000 tot 125.000 Amerikaanse dollar en de jaarlijkse kosten variëren van 6000 tot 60.000 dollar met gemiddelden van 88.000 en 34.000 dollar voor de vaste en de jaarlijkse kosten respectievelijk. Gemiddeld komen de kosten van het verkrijgen van een halal-certificaat voor een financieel standaardproduct neer op 122.000 dollar in het eerste jaar en 34.000 in de jaren daarna. Verder zijn er volgens Ünal (2011) 1141 sharia-raden in de wereld. Aangezien voor elk nieuw Islamitisch financieel product een aparte sharia-raad wordt gevormd kan dit als een schatting gezien worden van het aantal certificaten dat per jaar wordt uitgekeerd. Hieruit kan een grove schatting gegeven worden van de marktomvang voor financiële halal-certificaten, namelijk 139 miljoen dollar (122.000 dollar maal 1141 raden). Als wordt aangenomen dat de bovengrens van de kosten in ieder geval geldt voor de top drie van shariageleerden, kan ook worden geschat wat hun jaarlijkse inkomen zijn. Aangezien de top drie samen 241 sharia-raden

Tabel 2

Het percentage shariageleerden dat een opleiding naast de sharia heeft gevolgd.

Totaal	50
waarvan:	
Rechten	28
Geesteswetenschappen	23
Economie	23
Financiële economie	11
Bedrijfskunde	6
Onderwijskunde	6
Anders	5

Bron: Ünal, 2011

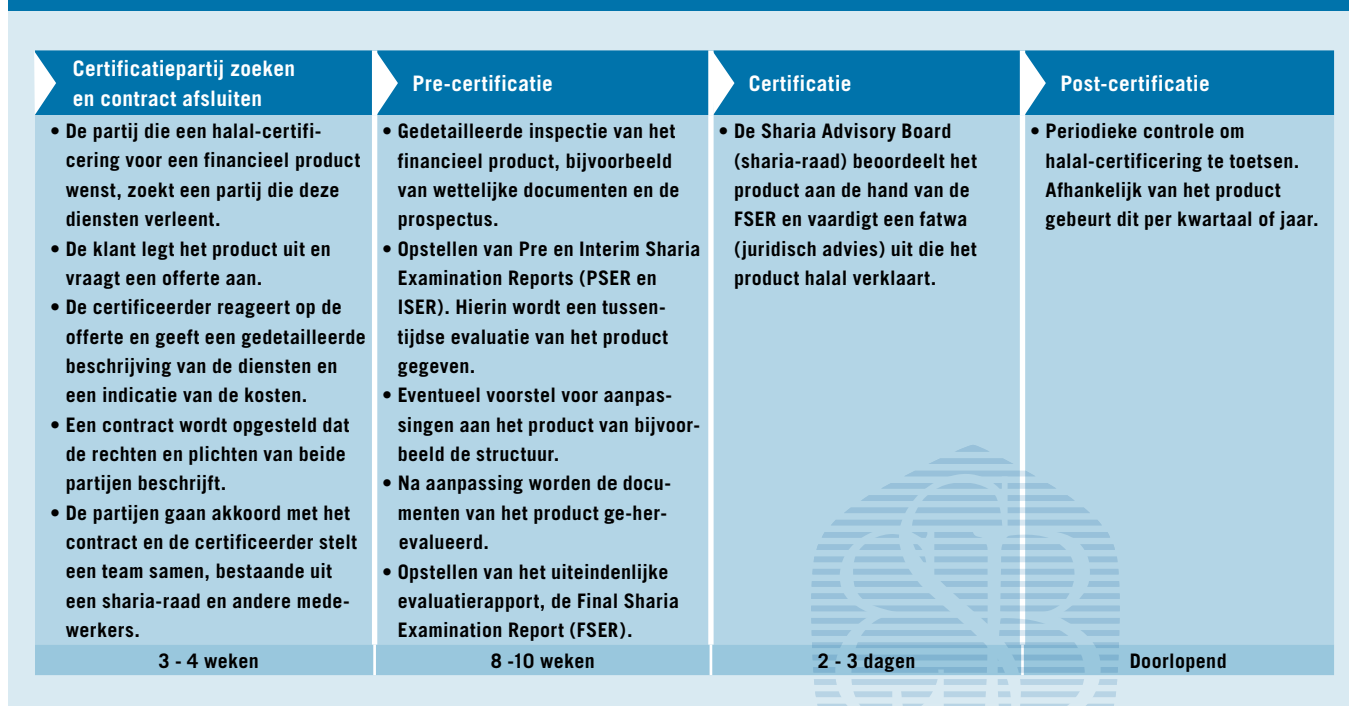
bezetten en zo'n raad gemiddeld 3,3 leden heeft, worden de inkomsten op 4,5 miljoen dollar (241 raden maal 185 gedeeld door 3 gedeeld door 3,3) per jaar per geleerde geschat. Zulke bedragen kunnen aanleiding zijn tot opportunistisch gedrag waarbij deze geleerden een sterke prikkel hebben om te schappelijk te zijn bij het uitgeven van halal-certificaten.

Suggesties voor verbeteringen

Gezien de voorgaande bevindingen is binnen de markt van halal-certificering een aantal verbeteringen mogelijk. Zo is het nodig dat het toezicht op de certificeerders transparanter en onafhankelijker wordt. Buiten Bahrein en Maleisië zijn er ook nationale sharia-raden in Koeweit, Indonesië en Pakistan (Grais en Pellegrini, 2007). Deze raden zouden kunnen concurreren, maar houden zich momenteel nauwelijks met toezicht bezig, veeleer met kwesties van interpretatie en geschillen binnen de sharia-

Figuur 1

Proces van halal-certificatie.



Bron: Zes ontvangen offertes van bedrijven die financiële halal-certificeringsdiensten verlenen

SINDS 1916

raden. Het is echter nog wel de vraag in hoeverre concurrentie op de markt van halal-certificering tot verbeteringen kan leiden. Hier is er een analogie met de kredietbeoordelaars. Aan de ene kant kan meer concurrentie geen kwaad, maar aan de andere kant bieden verschillende concurrerende meningen op het gebied van halal-certificering ook de mogelijkheid om te shoppen bij de meest gunstige beoordelaars (Farhi *et al.*, 2008; Becker en Milbourn, 2011). Op het gebied van reputatie is er eveneens een analogie tussen halal-certificeerders en kredietbeoordelaars. In beide gevallen zou het reputatiemechanisme ervoor moeten zorgen dat alleen kwalitatief hoogwaardige beoordelingen in de markt overblijven (Grais en Pellegrini, 2006). In dat geval is er dus geen toezicht op de kwaliteit van buitenaf nodig. Deze zelfreiniging door het reputatiemechanisme gaat echter alleen op in het geval van een kwaliteitsoordeel over eenvoudige producten. Wanneer de producten ingewikkeld zijn, zoals bij complexe financiële producten, en ook de voorschriften voor verschillende uitleg vatbaar, neemt de mogelijkheid tot opportunistisch gedrag en de klant naar de mond praten toe (Skreta en Veldkamp, 2009). Vanwege deze problemen van onvolledige en asymmetrische informatie, en vanwege de gebrekkige concurrentie door marktmacht van een beperkt aantal shariageleerden, is er sprake van marktfalen bij halal-certificering. Bovendien zou opportunistische gedrag van shariageleerden tot onnodig hoge transactiekosten kunnen leiden. Om dit marktfalen op te heffen, zou de certificering onder toezicht van de overheid kunnen plaatsvinden. Hiertoe zou een institutie kunnen worden opgezet waar het proces van halal-certificering zonder winstoogmerk wordt verricht. Natuurlijk dienen de voornaamste shariageleerden deel uit te maken van zo'n onafhankelijk certificeringsinstituut. Maar ook deskundigen die zowel goede kennis hebben van het islamitisch handelsrecht als van de moderne financiële producten zouden bij het certificeringsproces moeten worden betrokken om een verkeerde inschatting van een financieel product te voorkomen. Voorstelbaar is dat dit instituut de geleerden en deskundigen tegen een vast salaris in dienst heeft en dat de kosten via een opslag op financiële transacties door de islamitische gemeenschap worden gedragen. Het is dan niet noodzakelijk, of zelfs niet gewenst, dat zo'n instituut in een islamitisch land wordt gevestigd. Dit mede gezien de verschillende leerscholen die in deze landen de boventoon voeren. Een land zoals Nederland zou een goede vestigingsplaats kunnen zijn, een land met een goede financiële en juridische infrastructuur en veel kennis van verschillende vormen van handel drijven. Daarnaast vormt Nederland geen machtsspeler op het wereldtoneel, wat de geloofwaardigheid als onpartijdige en onafhankelijke beoordelaar bevordert. Vestiging in Nederland van zo'n certificeringsinstituut zou bovendien kunnen voorkomen dat halal-certificering van financiële producten eindigt in de *lock-in* van

een "twee-winnaars"-markt met Bahrein en Maleisië als winnaars. Naast de bevestiging van de marktmacht van een beperkt aantal shariageleerden heeft zo'n lock-in het nadeel dat deze starheid in het kwaliteitsoordeel van financiële producten bevordert. Bij deze aanbeveling gaat het niet alleen om de rol van Nederland als dominee, maar ook als koopman. Het betekent dat ook een gunstig vestigingsklimaat ontstaat voor fondsen die halal-gecertificeerde beleggingsproducten aanbieden.

Conclusie

Halal-certificering van financiële producten kent nog geen wereldwijde standaard. Daarbij is de markt in handen van een beperkt aantal shariageleerden die veel geld met de certificering verdienen en ook nog eens deel uitmaken van de instituties die de standaarden voor halal vaststellen. Hier schuilt een groot risico voor opportunistisch gedrag. Bovendien is er twijfel over of deze geleerden de specifieke kennis beschikken om te kunnen beoordelen of moderne en complexe financiële innovaties aan de vereisten van de wetten van de islam voldoen. Vooralsnog lijkt deze markt, gekenmerkt door weinig transparantie en gevoeligheid voor opportunisme, dus niet te werken. Het is de vraag of de aanzienlijke kosten voor het verkrijgen van een halal-certificering opwegen tegen de houvast die beleggers erin zoeken. Dat terwijl het juist deze houvast is die aanbieders van islamitisch financiële producten proberen te verkopen. Van Waarden en Van Dalen (2011) beschrijven soortgelijke problemen in de Nederlandse markt voor halal-certificering van voedsel.

LITERATUUR

- Becker, B. en T. Milbourn (2011) How did increased competition affect credit ratings? *Journal of Financial Economics*, 101(3), 493–514.
- Benaissa, N.-E., X. Jopart en O. Tanrikulu (2007) Rethinking regulation for Islamic banking. *The McKinsey Quarterly*, maart (special edition: reappraising the Gulf States).
- Butter, F.A.G. den, F. Lazrak en S.P.T. Groot (2007) Standaards als bron van welvaart. *Kwartaalschrift Economie*, 4(2), 139–165.
- Devi, S. (2008) Scholars and harmony in short supply. *Financial Times*, 17 juni.
- Farhi, E., J. Lerner en J. Tirole (2008) Fear of rejection? Tiered certification and transparency. *NBER Working Paper*, 14457.
- Grais, W. en M. Pellegrini (2006) Corporate governance in institutions offering Islamic financial services. *World Bank Policy Research Working Paper*, 4054.
- Grais, W. en M. Pellegrini (2007) Corporate governance in institutions offering Islamic financial services: issues and options. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 3(1), 1–40.
- Hayat, R. en R. Kraeussl (2011) Risk and return characteristics of Islamic equity funds. *Emerging Markets Review*, 12(2), 189–203.
- Hayat, R., F.A.G. den Butter en U. Kock (2011) Halal certification for financial products: a transaction cost perspective. *Tinbergen Institute Discussion Paper*, 2011(171/3).
- Hoepner, A.G.F., H.G. Rammal en M. Rezec (2011) Islamic mutual funds' financial performance and international investment style: evidence from 20 countries. *The European Journal of Finance*, 17(9-10), 828–850.
- Shanmugam, B. en Z.R. Zahiri (2009) *A primer on Islamic finance*. Charlottesville: Research Foundation Publications of CFA Institute.
- Skreta, V. en L. Veldkamp (2009) Ratings shopping and asset complexity: a theory of ratings inflation. *Journal of Monetary Economics*, 56(5), 678–695.
- Ünal, M. (2011) *The small world of Islamic finance – shariah scholars and governance – a network analytic perspective*. Onderzoeksrapport op www.funds-at-work.com.
- Visser, H. (2009) *Islamic finance*. Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Waarden, F. van, en R.V. Dalen (2011) Hallmarking halal. The market for halal certificates: competitive private regulation. *Jerusalem Papers in Regulation and Governance Working Paper*, 33.