

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

MINISTÈRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPÉRIEUR ET DE LA
RECHERCHE SCIENTIFIQUE



جامعة باجي مختار - عنابة

BADJI MOKHTAR - ANNABA UNIVERSITY
UNIVERSITÉ BADJI MOKHTAR - ANNABA



كلية العلوم

FACULTY OF SCIENCES
FACULTE DES SCIENCES

Département de Mathématiques
Laboratoire de Probabilités et Statistiques (LaPS)



THÈSE

Présentée en vue de l'obtention du diplôme de
Doctorat en Mathématiques

Option : Modélisation Mathématique

LES SUKUKS DANS LA FINANCE ISLAMIQUE ET LEUR
COMPARAISON AVEC LES OBLIGATIONS DANS LA FINANCE
CONVENTIONNELLE

Par : M. MEGUENAI Chaabane

Sous la direction de :

DIRECTEUR DE THÈSE : REMITA Med Riad Prof. U.B.M. Annaba

Devant le jury

PRESIDENT : BENOSMANE Mahfoud Prof. ESS Gestion Annaba

Examineurs : HAIOUR Mohamed Prof. U.B.M. Annaba

DJAOUAHDOU Réda Prof. U.B.M. Annaba

BOURAS Med Chérif Prof. U.B.M. Annaba

Année 2019

Sommaire

INTRODUCTION.....	1
CHAPITRE 1.....	3
I. Historique de la finance islamique	3
II. Les Principes de la finance islamique.....	7
1. Interdiction d'intérêt :.....	7
2. Interdiction d'incertitude et de la spéculation.....	7
3. Interdiction des investissements illicites.....	8
4. Principe du partage de Profits et de Pertes.....	8
5. L'adossement à un actif tangible ou l'Asset Backing	9
III. Le rôle du Charia Board.....	9
IV. Les institutions de la finance islamique :.....	10
1. La Banque Islamique de Développement :.....	10
2. International Islamic Fiqh Academy (IIFA)	10
3. Accounting & Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI).....	10
1. Islamic Financial Services Board (IFSB).....	11
2. International Islamic Financial Market (IIFM).....	11
3. Liquidity Management Center	11
4. Council for Islamic Banks And Financial Institutions (CIBAFI)	12
5. International Islamic Liquidity Management Corporation (IILM)	12
6. Islamic Reaserch and Traning Institute (IRTI).....	12
V. Les produits financiers islamiques :.....	12
1. Les instruments participatifs.....	13
1.1. Moudharaba :	13
1.2. Moucharka :	14
2. Les instruments de financement.....	16
2.1 Mourabaha :	16
2.2. Ijara :.....	20
2.3 Istisna :.....	21
3. Sukuk	21
4. Qard hassan	22
CHAPITRE 2.....	24
I. Définition des Sukuks :.....	24
II. Structuration générale des Sukuks :.....	25
III. Emergence des Sukuks :	25
IV. Emissions globales des Sukuks :.....	30

VII. Marché international des Sukuks :	37
VIII. Marché des Sukuks domestiques :	37
IX. Marché des Sukuks court terme	37
X. Marché secondaire des Sukuks :	37
1. Cotation des Sukuks :	38
2. Cotation sur le marché domestique Vs Cotation sur les marchés internationaux :	39
3. Les marchés secondaires internationaux :	40
4. Pourquoi les marchés secondaires sont peu développés?	42
5. Développement du marché secondaire :	43
CHAPITRE 2	45
I. Sukuk Sale -Based	45
1. Sukuk Al -Murabaha	45
2. Sukuk Al -Salam :	46
3. Sukuk Al-Istisna'a :	48
II. Sukuk Lease -Based	51
I. Sukuk Al -Ijarah:	51
II. Equity -Based Sukuk	53
1. Sukuk Al -Mudharaba	53
2. Sukuk Al-Musharaka	55
3. Sukuk Al-Wakala	58
4. Sukuk Al-Istithmar	60
CHAPITRE 3	63
I. Sukuks et droit de propriété	63
II. La propriété dans la logique des marchés	63
III. Sukuks Asset-Backed & Asset-Based	67
IV. Sukuks et Garanties	70
1. Le contrat Wa'd et la garantie	70
2. Une issue conforme à la loi islamique : l'engagement d'achat des actifs par leur valeur à la date d'exécution de l'achat	73
3. Les formes de garanties pratiquées par le marché des Sukuks	74
V. Titrisation des créances et vente de dettes	75
1. Interdictions et restrictions pour la vente de la dette	75
2. Regroupement des titres adossés à des actifs et des dettes	76
VI. Défauts des Sukuks	77
1. Description des défauts par volumes et typologies des Sukuks	79
2. Cas d'étude de défaut	81

3.	Tamweel PJSC.....	82
4.	Le rôle des agences de notation.....	84
VII.	Quelques problématiques des Sukuks Al-Ijarah	85
1.	Double Vente (‘ina) et Sukuk Al-Ijarah	86
2.	Vente assortie au droit de rédemption (Bay' Al-'Uhda).....	87
3.	Analyse jurisprudentielle de la vente avec condition de bail.....	88
4.	Résumé des problématiques des Sukuks Ijarah.....	91
5.	Historique et tendance de l'industrie des Sukuks	91
CHAPITRE 4.....		93
I.	Qatar Sukuk Global (2003)	93
1.	Informations basiques.....	93
2.	Structure de l'émission.....	93
3.	Répartition géographique des investisseurs dans les Sukuks	94
II.	Saxe-Anhalt Sukuk (Allemagne, 2004).....	95
1.	Information basique	95
2.	Structure de l'émission :.....	96
III.	Tamweel Sukuk (Dubai, 2007)	96
1.	Informations basiques.....	96
2.	Structure de l'émission.....	96
IV.	Sukuk DP World (Dubai, 2007).....	100
1.	Informations de base	100
2.	Structure de l'émission.....	100
V.	Villamar Sukuk (Bahreïn , 2008).....	101
1.	Informations basiques.....	101
2.	Structure de l'émission.....	101
VI.	Banque islamique de développement (BID, 2009)	102
1.	Information de base	102
2.	Structure de l'émission.....	102
VII.	General Electric Capital (Bermudes, 2009).....	103
1.	Introduction.....	103
2.	Description de la société : GE Capital Sukuk Limited	103
3.	Structure du Sukuk	105
4.	Aspects importants	105
VIII.	Indonesia Global Sukuk (2009,Indonésie)	109
1.	Informations basiques.....	109
2.	Structure de l'émission.....	110

IX. Khazanah Nasional Berhad (Malaisie, 2010)	110
1. Informations basiques.....	110
2. Structure de l'émission.....	110
X. Malaysia Global Sukuk Al-Wakalah (2011)	111
1. Informations basiques.....	111
2. Structure de l'émission.....	112
XI. Sukuk General Authority for Civil Aviation (Arabie Saoudite, 2012)	112
1. Informations basiques.....	112
2. Structure de l'émission.....	113
3. Distribution géographique des investisseurs dans les Sukuks	113
XII. Sukuk Al Farooj (France, 2012)	113
XIII. CBB Sukuk Al Salam (Bahreïn, 2012)	115
1. Informations basiques.....	115
2. Structure de l'émission.....	115
XIV. Sukuk Orasis (France, 2012)	117
CHAPITRE 3	119
I. Les obligations	119
1. Définition.....	119
2. Caractéristiques.....	119
II. Différences et similitudes entre sukuks et obligations	119
1. Nature des instruments.....	119
2. Risque liés	120
III. Impacts observés sur les rendements	122
1. Différences dans les niveaux de rendements	123
2. Liens avec les marchés boursiers.....	124
3. Relations avec les marchés des actions.....	124
4. Liens avec certains indicateurs des marchés et indicateurs macroéconomiques	
125	
IV. Comparaison des Sukuks et les obligations conventionnels	127
I. Introduction	127
1. Aperçu de la croissance de l'industrie des sukuks	128
2. Literature review.....	129
3. Résumé des différences entre les Sukuks et les obligations conventionnels	132
II. Methodology and Data Selection	132
Résultat.....	134
Bibliographie	140

Résumé

Dans cette thèse L'indice Dow Jones Global Sukuk a été utilisé comme indicateur du rendement de Sukuk et l'indice **JP Morgan Global Emerging Market Bond** a été choisi comme indicateur du rendement des obligations. On a appliqué une série de test non paramétriques pour déterminer si le rendement des Sukuks est supérieur au rendement des obligations, et pour voir aussi si il y'a une variance égale, pour voir si la structure de risque est différente. Les tests non paramétriques ont été choisis en raison de leurs simplicités lors de la comparaison de deux ensembles de données. En utilisant des statistiques non paramétriques, il n'est pas nécessaire de faire des hypothèses sur la distribution sous-jacente des données et de puissants résultats et inférence peuvent être tirés. . On a commencé tout d'abord par **le test de normalité** ou ajustement à la loi normale qui permet de statuer sur la compatibilité d'une distribution observée avec une distribution théorique associée à une loi de probabilité. Il s'agit de modélisation. Nous résumons une information brute, une série d'observations, à l'aide d'une fonction analytique paramétrée. L'estimation des valeurs des paramètres est souvent un préalable au test de conformité. Ensuite on a utilise le t-test car les données proviennent de la loi normale.

Le test de Wilcoxon et **le test de Kolmogorov-Smirnov** ont tous été utilisés pour vérifier si les Sukuks ont surperformé les obligations. **Un test de variance** a été utilisé pour vérifier si la variance de ces deux actifs présentait un risque similaire. Ces tests non paramétriques reposent sur l'hypothèse de normalité et indiqueront si les deux actifs sont statistiquement différents avec une bonne puissance et aucune violation des hypothèses.

Mots clés : Sukuk, Obligations, le test de normalité, le test de Wilcoxon, le test de Kolmogorov-Smirnov, Test de variance.

Abstract

In this thesis the Dow Jones Global Sukuk Index was used as an indicator of Sukuk performance and the JP Morgan Global Emerging Market Bond Index was chosen as an indicator of bond performance. A series of non-parametric tests were applied to determine whether the return on Sukuks is higher than the return on bonds, and also to see if there is equal variance, to see if the risk structure is different. Non-parametric tests were chosen because of their simplicity when comparing two sets of data. By using non-parametric statistics, it is not necessary to make assumptions about the underlying distribution of the data and powerful results and inferences can be drawn. We began with the normality test or adjustment to the normal distribution, which makes it possible to rule on the compatibility of an observed distribution with a theoretical distribution associated with a probability law. This is modelling. We summarise raw information, a series of observations, using a parameterised analytical function. The estimation of parameter values is often a prerequisite for the compliance test. Then the t-test is used because the data are from the normal distribution.

The Wilcoxon test and the Kolmogorov-Smirnov test were all used to test whether Sukuk outperformed bonds. A variance test was used to test whether the variance of these two assets had a similar risk. These non-parametric tests are based on the assumption of normality and will indicate whether the two assets are statistically different with good power and no violation of assumptions.

Key words: Sukuk, Obligations, the normality test, the Wilcoxon test, the Kolmogorov-Smirnov test, Variance test.

ملخص

في هذه الأطروحة ، استخدم مؤشر داو جونز للصكوك العالمية كمؤشر لأداء صكوك ، واختير مؤشر جيه بي مورغان العالمي لسندات الأسواق الناشئة كمؤشر لأداء السندات . وطُبقت سلسلة من الاختبارات غير البارامترية لتحديد ما إذا كان العائد على الصكوك أعلى من العائد على السندات ، وكذلك لمعرفة ما إذا كان هناك اختلاف متساو ، لمعرفة ما إذا كان هيكل المخاطر مختلفا . واختيرت اختبارات غير بارامترية بسبب بساطتها عند مقارنة مجموعتين من البيانات . وباستخدام إحصاءات غير بارامترية ، ليس من الضروري وضع افتراضات بشأن التوزيع الأساسي للبيانات ويمكن استخلاص نتائج واستنتاجات قوية . وبدأنا بالاختبار الطبيعي أو التعديل للتوزيع العادي، الذي يجعل من الممكن الحكم على توافق التوزيع الملاحظ مع التوزيع النظري المرتبط بقانون الاحتمالات . هذا هو النمذجة . نحن نلخص المعلومات الخام ، سلسلة من الملاحظات ، باستخدام وظيفة تحليلية بارامترية . وكثيرا ما يكون تقدير قيم البارامترات شرطا مسبقا لاختبار الامتثال . ثم يتم استخدام اختبار t لأن البيانات من التوزيع العادي .

وقد استخدم اختبار ويلكوكسون واختبار كولموجوروف - سميرنوف لاختبار ما إذا كان أداء الصكوك يفوق أداء السندات . واستخدم اختبار الفرق لاختبار ما إذا كان الفرق بين هاتين الموجودات ينطوي على مخاطر مماثلة . وتستند هذه الاختبارات غير القياسية إلى افتراض الوضع الطبيعي وستبين ما إذا كان هذان الأصلان مختلفين من الناحية الإحصائية مع وجود قوة جيدة ولا انتهاك للافتراضات .

الكلمات الرئيسية: الصكوك ، والالتزامات ، والاختبار الطبيعي ، واختبار ويلكوكسون ، واختبار كولموجوروف - سميرنوف ، واختبار التباين .

INTRODUCTION

La finance islamique moderne est une industrie récente : guère plus de 40 années nous séparent de l'émergence des premières banques islamiques. Elle a connu une évolution considérable durant cette dernière décennie. La création de plus en plus d'établissements financiers islamiques à travers le monde, ainsi que la présence croissante de banques conventionnelles, qui offrent aujourd'hui des solutions de financement conformes à la loi islamique, confirment l'essor de cette finance éthique.

Les estimations concernant la taille de ce marché varient selon les sources et se retrouvent rapidement dépassées. Globalement, le marché financier islamique, qui regroupe les banques islamiques, les compagnies de « Takaful » ou assurance islamique, et les fonds d'investissements compatibles avec la Shari'ah, représente plus de 1200 milliards de dollars, tous actifs confondus selon les derniers chiffres de 2017. Le marché de Sukuks, en particulier, occupe une place capitale dans l'industrie de la finance islamique avec un montant total d'émissions supérieur à 700 milliards de dollars à fin 2017.

A ce jour, les Sukuks sont les instruments de la finance islamique qui connaissent le plus grand succès aussi bien sur les marchés domestiques que sur le marché international. En matière de cotation, la bourse luxembourgeoise accueille les Sukuks depuis 2002. Le London Stock Exchange a listé, quant à lui, son premier Sukuk en 2006. En termes d'émissions, les Sukuks restent concentrés en Malaisie et dans les pays du Conseil de Coopération du Golf (CCG¹).

Dans le premier chapitre, nous reviendrons sur l'historique de la finance islamique et son développement au cours du temps. Ensuite, pour comprendre la particularité de la finance islamique, nous exposerons les différents principes qui régissent ce "nouveau" système, les différents produits proposés par les banques islamiques, ainsi que les institutions financières qui gouvernent cette finance.

Dans le but de mieux appréhender ces produits alternatifs, nous présenterons dans le deuxième chapitre, par le biais de données chiffrées, une vue d'ensemble sur le marché des Sukuks, son émergence, son évolution à travers le temps, et ses perspectives futures.

L'AAOIFI² (l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions), entité de référence en matière de finance islamique, dénombre 14 modalités de structuration des Sukuks. Nous présenterons dans le deuxième chapitre les structurations les plus répandues en pratique.

¹Conseil de Coopération du Golfe (CCG) est une organisation régionale regroupant au départ six pétromonarchies arabes et musulmanes du golfe : l'Arabie saoudite, Oman, le Koweït, Bahreïn, les Émirats arabes unis et le Qatar.

²L'AAOIFI, est un organisme islamique international basé à Bahreïn, autonome et sans but lucratif, qui fixe les règles de la finance islamique applicables à la comptabilité, l'audit, la gouvernance, la déontologie et les règles de la Shari'ah applicables aux établissements financiers islamiques.

Les premiers défauts de Sukuks qui ont succédés à la crise économique de 2008, ont mis le doigt sur des problématiques juridiques sérieuses dans la structuration des Sukuks, souvent établie sous la législation anglaise. La nature, légale ou bénéficiaire, de la propriété des actifs sous-jacents aux Sukuks, le droit des investisseurs en cas de défaut, la différence entre les Sukuks Asset-Based et Asset-Backed, la titrisation et les formes de garantie explicites ou implicites dans les structurations des Sukuks, continuent à susciter beaucoup de critiques et de divergence entre les juristes. Nous pensons qu'il est primordial, pour traiter en profondeur le sujet des Sukuks, de s'arrêter sur ces problématiques juridiques. Nous y consacrerons donc un sous chapitre complet. Nous analyserons les statistiques des défauts en mettant l'accent sur le marché malaisien et nous nous focaliserons sur le cas typique de défaut des Sukuks Tamweel. Et à la fin de ce chapitre, nous exposerons des études de cas. Il s'agit d'exemples soigneusement choisis, de Sukuks émis sur le marché afin d'illustrer les structures les plus utilisées.

Dans le dernier chapitre nous allons voir les différences et les similitudes entre les sukuks et les obligations conventionnelles, les risques liés les liens avec les marchés boursiers, et à la fin de ce chapitre nous exposerons notre article qui consiste : <<*Une comparaison entre les sukuks et les obligations conventionnelles*>> Notre objectif dans cet article est de déterminer s'il existe des différences entre les Sukuks et les obligations conventionnelles en termes de performance et de risque. On discutera de quelques similitudes et des différences entre les Sukuks et les obligations conventionnelles, ainsi que des risques auxquels les Sukuks sont exposés. Enfin, la performance de Sukuks sera mesurée par rapport à celle des obligations conventionnelles.

CHAPITRE 1

I. Historique de la finance islamique

Les musulmans ont pratiqué ce type de finance durant les premières années de l'Islam, entre le 6ème et le 12ème siècle. Bien que la pratique actuelle de la finance islamique diffère de celle pratiquée autrefois, à cause notamment du changement de contexte économique et l'accentuation de la concurrence avec les banques conventionnelles, les principes qui régissent cette finance sont les mêmes qu'il y a 1437 ans.

Parmi les produits phares de la finance islamique, il faut tout d'abord citer la Moudharaba. Aujourd'hui, on peut trouver ce type de contrat dans plusieurs produits comme les comptes des dépôts ou les placements d'investissements. C'est le contrat de base sur lequel on peut, aussi, souscrire une assurance (Takaful). Ce contrat Moudharaba existe au moins depuis le 6ème siècle (Saïdane, 2009). Les historiens affirment que le prophète Mohammed (sws) a souvent utilisé ce contrat dans ses activités commerciales, lorsqu'il finançait, avec l'argent de sa femme ou celui de ses riches voisins, les marchandises qu'il commercialisait. Au cours de cette période, ce contrat de Moudharaba constituait une pratique usuelle puisque plusieurs autres marchands l'utilisaient aussi. Puis, au cours du 11ème siècle, la Moudharaba a été adoptée dans plusieurs pays d'Europe (Italie) et d'Asie (Inde)³.

Au cours du 6ème siècle, les commerçants musulmans utilisaient, aussi, beaucoup les Sukuks. Certes ceux de cette période diffèrent de ceux d'aujourd'hui qu'on peut du reste maintenant assimiler à des bons au trésor. Les Sukuks utilisés au cours du 6ème siècle représentaient un certificat de paiement pouvant être échangé entre les personnes. Ils étaient essentiellement considérés comme un moyen de paiement. Par crainte de perdre leur argent ou de se le faire extorquer durant leur voyage, les marchands qui transitaient entre plusieurs pays confiaient donc leur argent au baieit al-mal (équivalent à la banque centrale). Ils recevaient alors un certificat de paiement qu'ils pouvaient échanger contre de l'argent dans d'autre pays (Chapra and Khan, 2000). Plusieurs historiens confirment enfin que ces Sukuks ont été ensuite adoptés par les occidentaux sous forme de chèque⁴.

A partir du 13ème siècle, période marquée par le commencement du déclin de l'Islam et la fin de ses heures les plus glorieuses, les contrats dominants commencent à s'éloigner des principes de l'Islam (Chachi, 2005). La chute de plusieurs royaumes et l'apparition de plusieurs autres sectes religieuses, ainsi que le manque d'organisation du pouvoir politique marquent le déclin de l'utilisation des contrats répondant aux principes de la finance islamique. Néanmoins, l'intérêt, en tant que tel et dans sa forme actuelle, restait une pratique très peu utilisée (Chachi, 2005). Au cours du 17ème siècle, et suite à la révolution industrielle, émergea un nouveau système

³ Voir Cizakca, 1996, pp. 20ff

⁴ Yves Thoraval, Dictionnaire de civilisation musulmane, Paris: Larousse 1995, p. 80.

bancaire qui permit d'accompagner les grands projets d'investissement par le transfert des capitaux entre les pays. Ce système était basé sur l'intérêt. Durant cette période, parce qu'ils avaient colonisé une grande partie du monde, les pays européens ont pu imposer leur système financier et les pays majoritairement musulmans ont été obligés d'adopter ces nouvelles règles. Les musulmans ont donc abdiqué leur héritage et leurs pratiques traditionnelles. Même si ce nouveau système ne répondait pas aux préceptes de l'islam, il était perçu comme une clef de réussite. Raison pour laquelle des musulmans ont accepté de s'y associer en avançant, pour se justifier, l'idée que l'intérêt utilisé par ce nouveau système n'était pas celui prohibé par l'Islam⁵.

En effet plusieurs savants religieux ont émis des fatwas autorisant l'utilisation de produits conventionnels si, toutefois, le taux d'intérêt utilisé n'était pas trop excessif. En parallèle, d'autres économistes ont rejeté ces « autorisations » et ont commencé à chercher des solutions alternatives à ce système adopté par la majorité des pays musulmans. Citons à ce titre Mohamed Mohsin en Arabie Saoudite, Anwar Iqbal Qureshi en Pakistan ou Mohamed Siddiqi en Inde. Ces économistes ont ainsi élaboré les modèles de fonctionnement des banques islamiques en harmonisant les contrats avec les préceptes de l'Islam et le contexte économique du moment.

Qureshi⁶ en 1946 fut le premier économiste à présenter des idées bien réfléchies sur sa vision de la finance islamique. Dans son livre « Islam and the Theory of Interest », il avait déjà imaginé à quoi pouvait ressembler une banque islamique. Il la voyait d'abord comme un organisme devant être soutenu par l'Etat. Cette banque islamique, selon Qureshi, ne devait ni verser des intérêts aux déposants, ni facturer des intérêts aux emprunteurs. Elle devait être considérée comme un service social. Sa vocation n'étant pas d'être rentable, elle devait plutôt chercher à améliorer les conditions de vie de ses clients. De fait, cet auteur précisait qu'elle pouvait partager les pertes mais qu'elle n'aurait pas sa part de bénéfice.

Mohsin (1982)⁷ a présenté un cadre plus sophistiqué de la banque islamique. L'image qu'il a essayé d'en donner correspondait à une banque capable de relever les défis de la période. Dans son modèle, étaient incorporés des services bancaires comme les comptes d'investissements et de placements, mais aussi des services non bancaires tels que le conseil, le factoring et la fiducie commerciale. Il a aussi envisagé que sa banque du futur puisse s'exercer dans un environnement capitaliste. Aussi n'a-t-il pas exclu une éventuelle coexistence avec les banques classiques.

Quant à Siddiqi (1983)⁸, il a essayé de concevoir un modèle plus élaboré de la banque islamique. Il a par exemple pris soin de détailler les différents contrats. Il a donné plusieurs modes de financement avec à chaque fois un calcul bien détaillé sur le partage des pertes et des profits selon les différents hypothèses. Sa vision de la banque était basée sur les contrats Moudharaba et Moucharka. Au final, son

⁵ Le terme Riba a un double sens. Il fait référence à la fois à l'usure au sens commun du terme, et au taux d'intérêt prédéterminé et fixé à l'avance.

⁶ Pour plus de détails, voir Qureshi, 1946, *Islam and the Theory of Interest*, Lahore.

⁷ Pour plus de détails, voir Mohsin, 1982, *Profile of riba-free banking*, in M. Ariff (ed.).

⁸ Pour plus de détails voir Siddiqi, 1983, *Banking Without Interest*, The Islamic Foundation, Leicester.

imagination lui a permis d'envisager la banque islamique comme une réelle alternative aux banques conventionnelles.

En 1963, après la décolonisation des pays arabes, a surgi la première tentative de création d'une banque sans intérêt en Egypte : la Mit Ghamr Saving Bank. Ahmed Al-Najjar l'a implantée dans une zone rurale où la population était considérée comme très religieuse et très réticente à l'idée de se placer dans le cadre d'un système bancaire conventionnel. Dans le but de favoriser leur inclusion financière, Al-Najjar s'est alors inspiré des banques coopératives allemandes. Durant la première année, le nombre des clients avoisinait les 18.000 ; au cours de la 3ème année, ils étaient presque 250.000. Mais, au milieu de l'année 1967 et pour des raisons politiques, l'état égyptien a considéré cette banque comme un organisme islamique susceptible de semer des troubles dans le pays et a ordonné sa dissolution.

Au cours de la même période, une autre tentative de banque islamique a vu le jour en Malaisie. Le Pilgrims Fund Board était un système d'épargne qui permettait aux musulmans malaisiens de collecter les frais de pèlerinage à la Mecque⁹. En 1963, cette banque a séduit 1300 clients, 10 ans plus tard elle comptait 800 000 déposants. Cette banque existe encore sous le nom de Lembaga Tabung Haji.

La finance islamique a bien su profiter des événements qui se sont déroulés ces dernières années. A commencer par le premier choc pétrolier dans les années 1970, date où le rêve de la finance islamique devint projet. Avec l'ascension du nationalisme et l'indépendance de certains pays, le débat sur le détachement économique eut cependant lieu. Des discussions furent entamées entre les ministres de finance de certains pays. Le but était de se couper de l'héritage bancaire dicté par les pays colonisateurs et de trouver un refuge au gisement financier gonflé par l'augmentation du prix de pétrole¹⁰. Dans ces conditions, l'Arabie saoudite s'est précipitée pour jouer un rôle de leader dans la région, d'autant qu'elle pouvait se parer du titre de pays tutélaire de l'islam et de gardien de sa pérennité. C'est pourquoi elle organisa une conférence à Djeddah en 1973, à la suite de quoi la Banque Islamique de Développement (BID) fut créée avec un capital de 2,277 million \$ dont 899,5 millions \$ immédiatement souscrits¹¹. Censé jouer le rôle de banque mondiale pour les pays musulmans, cet organisme financier débuta ses activités en 1975. L'objectif affiché était la promotion du développement économique et social dans les pays membres et l'assistance auprès des communautés musulmanes dans les pays non membres. En 2013, le nombre des pays membres s'élevait à 56¹² et son capital avait atteint les 100 milliards \$. En 1979, après la création de quelques banques comme la Dubaï Islamic Bank ou Albaraka Banking Group, le maniement à grande échelle de la finance islamique s'étendit avec notamment l'introduction graduelle dans le système du Pakistan (1979), ce pays souhaitant interdire l'utilisation de

⁹ *Le pèlerinage est un devoir pour chaque musulman ayant les moyens financiers et la santé physique nécessaires afin d'entreprendre le voyage jusqu'à la terre sainte (Mecque en Arabie saoudite). Il doit être effectué, au moins une fois dans la vie, entre le 8 et le 13 du dernier mois du calendrier islamique (Dou Al Hijja).*

¹⁰ Yoko Ishigaki (2009), *The development of the Islamic financial market - the Tokyo sukuk case study, Company Lawyer.*

¹¹ Abdelkader Sid Ahmed, *Finance islamique et développement In Tiers-Monde, 1982, tome 23, n°92, p 877-890.*

¹² www.isdb.org/irj/portal/anonymouse?NavigationTarget=navurl://750e51a0219adf78e6329e889512714e

l'intérêt (Hassan et Zaher, 2001). Le mouvement se propagea ensuite dans d'autres pays, à l'image de l'islamisation complète du système financier du Soudan (1979) et de l'Iran (1983).

Les institutions financières islamiques se sont donc multipliées dans les pays majoritairement musulmans comme le Bahreïn et les Émirats Arabes Unis. Dans les années 90, la croissance des actifs islamiques s'est accélérée. Les travaux et les études se sont focalisés sur la recherche des alternatives réelles permettant de récompenser les capitaux investis tout en respectant les normes coraniques. Ces années sont également marquées par les premières tentatives d'homogénéisation des normes législatives avec la création en 1991 de l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Finance Institution (AAOIFI)¹³.

Un deuxième événement a marqué la finance islamique : ce sont les attentats du 11 septembre 2001, qualifiés comme le tournant le plus important dans le développement de la finance islamique. Suite à ces événements, sa croissance s'est en effet fortement accentuée. Le taux de croissance annuel moyen des actifs islamiques a été alors estimé à 15 %. Durant la période qui suivit, les investisseurs musulmans ont été contraints de fuir les Etats-Unis et de rapatrier leurs capitaux vers leur pays d'origine. Ont beaucoup joué la crainte d'une assimilation avec le financement de terrorisme et la peur de leur confiscation. Ce flux de capitaux vint s'ajouter aux bénéfiques déjà accumulés dans les pays du Proche-Orient, suite à la flambée du prix du pétrole et à l'augmentation de sa production.

Ne peut-on pas noter enfin qu'à chaque fois qu'on a commencé à se désintéresser de cette finance, un événement hors du commun a surgi pour lui redonner de l'actualité. Il en va ainsi de la crise des subprimes. Or, en suscitant un rejet plus ou moins grand du système capitaliste, celle-ci a permis aux regards de se tourner vers la finance islamique. Au cours de cette période, le monde a été secoué par plusieurs événements qui vont marquer, à jamais, l'histoire contemporaine. On a assisté à une dégradation de la croissance économique et plusieurs banques¹⁴ et entreprises ont été condamnées à se déclarer en faillite. La pauvreté a fortement augmenté à cause, notamment, de la destruction massive de l'emploi. Les accusations ont été directement adressées au système capitaliste et à ses multiples abus. En contrepartie, la finance islamique a été perçue comme le rédempteur susceptible de nous mettre à l'abri de cette dépression générale, en un mot de « sauver le monde ».

En effet, grâce à ses principes fondamentaux qui prônent le partage des bénéfices et qui interdisent toute déconnexion avec l'économie réelle, plusieurs théoriciens et économistes ont conclu que cette crise n'aurait pas eu lieu avec la finance islamique. Cette idée qui s'est généralisée dans les pays arabes s'est alors traduite par une demande populaire de produits islamiques. Ensuite, le développement de la finance islamique a été rapide. Plusieurs pays se sont convaincus de la nécessité de mettre en place des politiques visant à s'intégrer dans le système financier global. D'où la réalité d'une croissance continue de la finance islamique.

¹³<http://www.aaofi.com>

¹⁴ Selon la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), 414 banques ont fait faillite entre Janvier 2008 et Décembre 2011, contre 27 faillites entre Octobre 2000 et Décembre 2007

II. Les Principes de la finance islamique

Les principes de la finance islamique découlent de cinq piliers principaux, les bases du modèle financier islamique. Il s'agit des interdictions du Riba (intérêt), du Gharar (spéculation) et du Maysir (incertitude), de l'exigence d'investissement dans les secteurs licites, de l'obligation de partage des profits et des pertes et, enfin, du principe d'adossement des investissements à des actifs tangibles de l'économie réelle. Ces principes font de la finance islamique une théorie bien distincte de la finance conventionnelle. La relation banque-client n'est plus basée sur l'endettement mais plutôt sur la coopération et le partage des avantages du travail humain et du capital financier¹⁵.

1. Interdiction d'intérêt :

Lorsqu'en droit musulman, on utilise le terme de « Riba », on veut signifier que l'une des parties d'un contrat perçoit un surplus et sans la moindre contrepartie. Le Riba est ainsi une forme d'avantage dont bénéficie l'un des contractants lors d'un échange direct entre deux choses de même nature. Mais on le définit aussi comme le surplus profitant à un contractant lors de l'acquittement d'un dû, étant entendu que son paiement et son délai ont été précisés de manière explicite ou implicite lors de la rédaction du contrat. Telles sont les deux pratiques que l'on retrouve le plus souvent dans les crédits, les prêts ou les placements que mettent en œuvre les traditionnels établissements bancaires et organismes financiers.

Selon Jacques Austruy (2006)¹⁶, la recherche d'un certain égalitarisme par la loi musulmane peut passer par l'interdiction du *Riba*. Il est un fait que, de manière très claire, la Charia interdit à tout prêteur de tirer le moindre profit du prêt qu'il a bien voulu accorder. A moins que l'emprunteur ne le lui propose après le remboursement du prêt. Mais cette proposition doit être totalement libre, elle ne doit pas découler de la moindre condition, tacite ou non, qui aurait accompagné l'accord du prêt. Une telle prohibition repose en fait sur deux postulats : l'argent n'a pas vocation à être productif et, seul, Dieu, est le maître du temps.

2. Interdiction d'incertitude et de la spéculation

Autre point que réclame la Charia : l'absence d'incertitude devant entourer toutes transactions. C'est ce qu'on nomme le « Gharar »¹⁷. Ce terme de *Gharar* désigne tout caractère flou, hasardeux ou incertain pouvant frapper le bien échangé. D'où la nécessité de préciser dans les moindres détails la nature d'une marchandise. Que ce soit qualitatif, quantitatif ou la fixation au préalable de son prix, rien ne doit faire défaut. Autant de « certitudes » qu'on ne retrouve pas forcément dans la finance conventionnelle, notamment dans le cadre des Futures,

¹⁵ Khan.M & Mirakhor.A, (1986). « Les pratiques bancaires islamiques », Finance et Développement ,FMI ,1986,p33

¹⁶ L'islam face au développement économique, 2006, collection économie et humanisme, les éditions ouvrières, p.52

¹⁷ Comprendre la finance islamique, Publication de la Cellule de Fiqh du Centre Islamique de la Réunion, avril 2008, Édition spéciale.

des Swaps ou d'autres produits financiers encore plus complexes, tels que les *subprimes*. C'est pourquoi la Charia interdit aussi les transactions spéculatives (*Maysir*). Elle impose donc que dans tout contrat doivent figurer des identifiants précis : identité des parties, définition et description de l'objet, prix et durée de réalisation. Chaque signature doit donc, selon les vœux des juristes musulmans, être précédée de la réunion de tous ces éléments.

Si la Charia permet un certain risque dans le cadre d'un investissement, elle interdit par ailleurs tout contrat détenant une part de *Gharar* et de *Maysir*. Les juristes musulmans veulent par-là que les fonds dont disposent les banques soient exclusivement utilisés pour financer l'économie réelle. L'autoriser au contraire contribuerait à entretenir et même alimenter des bulles financières, dépourvues de richesses tangibles et surtout inutiles pour la société (Zerouali, 2009). A leurs yeux, le *Gharar* contribue à l'incapacité à prévoir avec justesse l'évolution des marchés, quand bien même certaines informations seraient détenues de manière douteuse, voire illégale. Un tel point de vue apporte une distinction de taille entre les banques islamiques et les institutions traditionnelles de prêt avec intérêt, lesquelles peuvent notamment initier des ventes sans avoir la moindre possession préalable de l'objet.

En naît donc une spéculation qui tend à déséquilibrer en permanence le système bancaire.

3. Interdiction des investissements illicites

La Charia impose également aux musulmans de ne pas se livrer à des activités *Haram*, c'est-à-dire « illicites ». Il en va donc aussi de la finance islamique qui doit veiller à respecter ces exigences. Toutes ses activités doivent obéir à des impératifs moraux et religieux. Est ainsi prohibé tout investissement ayant un rapport avec les jeux de hasard, l'alcool, l'élevage du porc, le commerce des armes ou la pornographique. En interdisant toutes ces activités, le but est aussi de favoriser un développement se voulant durable et de privilégier des activités jugées beaucoup plus responsables sur le plan social.

4. Principe du partage de Profits et de Pertes

Parce qu'elle a établi un système basé sur le **P**artage des **P**ertes et des **P**rofits, qu'on nomme communément le principe des **3P**, la finance islamique apparaît souvent comme « participative ». Ce système impose que, lors de la signature d'un contrat, chaque participation doit être définie au préalable, selon une proportion et non selon un bénéfice futur. En d'autres termes, lorsque tel investisseur procure des fonds à tel entrepreneur, il est prévu qu'ils partageront les bénéfices. Mais, si tel est le cas en fonction de la performance de l'investissement, ils devront aussi tous deux partager d'éventuelles pertes. Seule la preuve établie d'une quelconque négligence ou d'une faute grave de la part de l'entrepreneur, libérerait l'investisseur de cette obligation. C'est pourquoi la finance islamique apparaît comme semblable au financement capital-rique.

Dans ces conditions, les clients de ces banques relèvent d'une sorte d'actionnariat. Les revenus qu'ils tirent de leurs fonds déposés ont trait à des dividendes.

5. L'adossement à un actif tangible ou l'Asset Backing

De tout ce qui précède, découle l'idée que la validité d'une transaction financière doit, selon la Charia, reposer sur l'existence d'un actif. Il doit être tangible, réel, doté d'une matérialité. De fait, sa détention paraît naturellement indispensable. Tout cela renforce la traçabilité et fortifie la maîtrise des risques. C'est le principe de l'« Asset Backing », lequel contribue au resserrement des liens entre les sphères financière et réelle.

III. Le rôle du Charia Board

Ce qu'on appelle le Charia Board, c'est un regroupement de savants, excellents connaisseurs de l'Islam, mais aussi des métiers de la banque et de la finance. Leur mission est de veiller à la conformité des produits financiers, autrement dit à ce que ceux-ci épousent les principes moraux et religieux, qu'eux-mêmes établissent pour la finance islamique. Chaque banque islamique ou banque conventionnelle proposant des contrats islamiques, doit disposer de son propre Charia Board. C'est en quelque sorte une commission qui, à chaque signature de contrat, se prononce, théoriquement et d'une façon indépendante, sur sa validité. Soit, elle donne son aval pour la commercialisation du produit, soit elle l'interdit, si elle ne juge les termes du contrat pas conformes aux principes de l'Islam.

Généralement et à cause de nombre réduit de ces connaisseurs, les mêmes membres de Charia Board appartiennent à plusieurs institutions. Ils ont à statuer sur la structure juridique des contrats. En définissant les caractéristiques des produits qui leur sont soumis, ils établissent et produisent une documentation utile aux différents établissements bancaires. Indépendants des directions des banques et se situant finalement au sommet de la hiérarchie du système financier islamique. On leur accorde beaucoup d'objectivité dans la mesure où s'observe une grande homogénéité dans leurs différences prises de position et dans l'examen des produits soumis à leur sagacité. Dans les pays du Golfe, la cohérence est ainsi assurée par le fait que la plupart des savants siègent dans plusieurs Charia Boards à la fois, et émettent par conséquent des décisions similaires à travers les différentes institutions financières.

Toutefois peuvent se produire certaines discordances provenant de l'appartenance des savants à différentes écoles de pensée islamique (Akkizidis et Khandelwal, 2008). Ces divergences sont dommageables car elles ralentissent la coordination et l'ajustement des produits des institutions financières islamiques à travers le monde. Raison pour laquelle la Banque centrale de Malaisie, par exemple, a mis en place un Charia Board central qui statue sur la conformité des produits financiers des différents établissements.

Notons que tous ces hommes exercent incontestablement une forte influence sur le développement des institutions où ils siègent, Godlewski et al (2014) affirment que la réputation des membres de Chaira Board à un impact significatif sur la crédibilité des produits émis par ces institutions.

IV. Les institutions de la finance islamique :

La création de plusieurs institutions indépendantes chargées de promouvoir et d'harmoniser les produits islamiques a largement participé à la croissance de la finance islamique. En établissant des règles et en dictant de judicieuses pratiques, elles ont d'abord limité les expériences négatives puis développé un environnement propre à la réussite du secteur. L'élaboration d'un encadrement juridique précis y a largement contribué. Ainsi en a-t-il été pour tous les domaines essentiels de l'activité financière islamique : comptabilité, gouvernance, surveillance des risques, contrôle interne, mise en œuvre et gestion des contrats. **Quelles sont donc ces institutions ?**

1. La Banque Islamique de Développement :

Établie en 1973 à Djeddah (Arabie saoudite) par la conférence des ministres des finances des pays musulmans, la Banque Islamique de Développement n'a cessé de jouer un rôle capital dans le développement de la finance islamique. Fin 2008, l'influence directe de la BID était étendue à 56 pays. Son principal objectif était bien le développement socio-économique de ses états membres. Pour cela, elle finance les projets des entreprises et fournit également une assistance dans le domaine social. Elle dispose enfin de fonds spéciaux destinés à l'assistance des populations musulmanes des pays non membres.

2. International Islamic Fiqh Academy¹⁸ (IIFA)

Également basée à Djeddah, l'IIFA est une Charia Board qui regroupe des juristes musulmans membres de l'Organisation de la Conférence Islamique. Son rôle est d'étudier et de formuler des avis juridiques, tels que se dégage des prises de position commune en matière d'économie, de finance et de banque. Très tournés vers les problématiques économiques ou financières, ses membres s'attachent particulièrement à l'étude des transactions. C'est pourquoi les Charia Board de nombreuses institutions financières islamiques s'adressent à l'IIFA pour s'assurer de la conformité de leurs règles de fonctionnement.

3. Accounting & Auditing Organization for Islamic Financial Institutions¹⁹ (AAOIFI)

Bien qu'ayant vu le jour en 1990 à Alger, l'AAOIFI s'est installée l'année suivante à Bahreïn. Venant de 40 pays différents, ses 155 membres proviennent tant des banques centrales que des banques islamiques. Et s'y mêlent divers intervenants, spécialistes de la finance islamique. Son objectif portant sur la réglementation de la finance islamique, l'AAOIFI s'efforce de définir des normes comptables communes, de développer l'audit et d'améliorer la gouvernance. Ainsi a-t-elle publié environ 50 normes afin d'harmoniser les pratiques bancaires dans le monde entier. Avec un certain succès, puisque, dans plusieurs pays²⁰, les autorités de contrôle bancaire

¹⁸ www.iifa-aifi.org

¹⁹ www.aaofii.com

²⁰ Arabie saoudite, Bahreïn, Jordanie, Qatar, Soudan.

imposent aux banques islamiques de s'y conformer pour pouvoir exercer des activités financières (Greuning et Iqbal, 2008).

Quant aux banques des autres pays, elles ont opté pour une adhésion volontaire.

Notons que ses normes sont plus ou moins calquées sur les normes internationales (IFRS) utilisées par la plupart des banques conventionnelles en Europe et en Asie.

1. Islamic Financial Services Board²¹ (IFSB)

Basée à Kuala Lumpur (Malaisie) depuis 2002, l'IFSB est un organisme qui, aujourd'hui, regroupe 189 membres. Parmi ses membres, se trouvent notamment le FMI, la Banque mondiale, La *Banque* des règlements internationaux (BRI), la Banque islamique de développement, la Banque asiatique de développement ainsi que plusieurs banques centrales, des autorités monétaires et diverses organisations actives dans le domaine de la régulation et la supervision des institutions agissant dans la sphère de la finance islamique.

L'IFSB s'est donné pour rôle de mettre en place, pour les banques islamiques, un corpus de standards et de pratiques conformes aux règles de surveillance internationale édictées par le Comité de Bâle et les organismes internationaux de contrôle. Aussi a-t-il édicté pour le secteur bancaire islamique un certain nombre de principes directeurs liés à la gestion des risques, la suffisance du capital, la gouvernance et la transparence.

2. International Islamic Financial Market²² (IIFM)

Créé à Bahreïn en 2001, il a pour principal objectif de définir le cadre conceptuel nécessaire au développement du marché monétaire autour des capitaux islamiques. Concernant la question des liquidités, elle a apporté des réponses, tout comme pour la création d'un marché secondaire propice à la négociation des instruments islamiques. A cela, s'ajoutent d'autres activités comme :

- Aider les institutions islamiques à s'implanter à l'étranger
- Promouvoir des avis juridiques, en veillant à leur harmonisation, dans le cadre de la structuration de produits islamiques.

3. Liquidity Management Center²³

Créé en 2002 à Bahreïn, le LMC est le fruit d'une collaboration entre les trois plus grandes banques islamiques dans le golfe persique : Bahreïn Islamic Bank, Dubaï Islamic Bank et Kuwait Finance House. Sa première visée était la mise en place d'un marché monétaire interbancaire. Non seulement il s'attache depuis à donner aux institutions islamiques des outils pour mieux gérer leurs liquidités, mais il s'efforce, aussi, de dessiner les contours d'un marché secondaire, qui leur permettraient de réaliser des opérations de trésorerie de court terme, tout en étant conformes à la Charia.

²¹ www.ifsb.org

²² www.iifm.net

²³ www.iifm.net

4. Council for Islamic Banks And Financial Institutions²⁴ (CIBAFI)

Organisme à but non lucratif basé à Manama (Bahreïn), le CIBAFI s'est, depuis sa formation en 2001, fixé pour objectif la promotion de la finance islamique. D'où le travail de sensibilisation qu'elle effectue auprès des médias et l'organisation de forums et de débats internationaux ayant pour thème les services financiers islamiques.

5. International Islamic Liquidity Management Corporation²⁵ (IILM)

L'IILM a été créée en Octobre 2010 dans le but premier de favoriser l'ouverture à l'international du marché monétaire islamique. Pour ce faire, elle ne se borne pas à tenter d'améliorer l'efficacité des marchés de capitaux islamiques, elle essaie de préparer au mieux les institutions islamiques pour faire face à d'éventuelles crises de liquidité.

6. Islamic Research and Training Institute²⁶ (IRTI)

Branche de la recherche de la BID, le IRTI a été créé en 1981 pour entreprendre des recherches et organiser des formations sur l'activité financière islamique. S'est donc développé un laboratoire de recherches, au sein duquel sont rassemblés nombre de ressources et de documents issus des séminaires, conférences, traductions, revues et autres articles (Askari et al., 2009). Aussi est-il devenu un centre de diffusion des connaissances.

Grâce aussi au crédit dont on a peu à peu gratifié ces différentes institutions, la finance islamique a acquis une certaine importance, au point de devenir un acteur remarqué dans la sphère financière actuelle. Mais, aujourd'hui, le rôle des acteurs locaux devient tout aussi vital que celui de ces grandes institutions. Car, c'est bien à ce niveau que se situe la clientèle, future ou non, des établissements bancaires. C'est donc là qu'il est nécessaire d'agir pour la capter et la conserver de manière durable. D'où la nécessité d'accroître une communication qui est longtemps demeurée dans l'ombre. La finance islamique n'étant plus un « sujet tabou », s'impose à présent l'appel à des campagnes publicitaires. Et toutes ont pour but de donner à cette finance singulière une image toujours plus flatteuse, si bien que les non musulmans pourraient être amenés à y voir une alternative fiable et éthique à la finance conventionnelle. Toutefois, le chemin est long à parcourir, d'autant que le mouvement se heurte à un manque de collaboration entre les différentes institutions. Semble donc indispensable la collaboration des gouvernements. A ceux de Bahreïn et de Malaisie, on doit par exemple la création d'un véritable cadre institutionnel qui soutient le développement du secteur financier.

V. Les produits financiers islamiques :

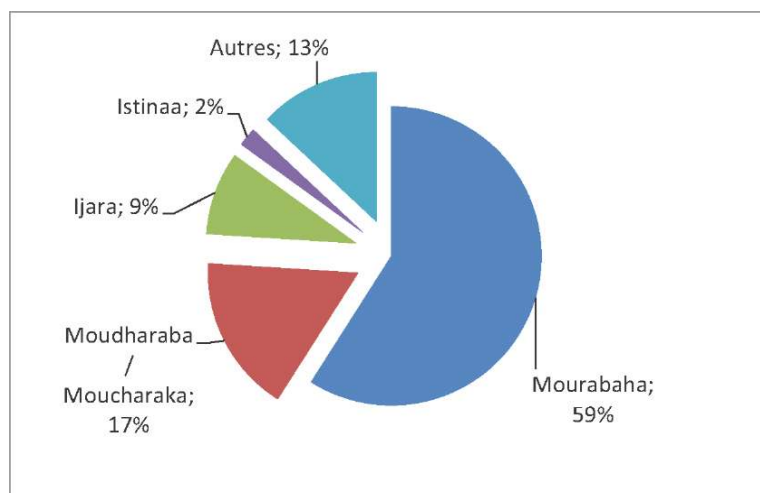
Si, dans la section précédente, nous avons exposé les principes sur lesquels repose la finance islamique, nous allons examiner à présent les différents contrats que les banques islamiques et les filiales islamiques des banques conventionnelles ont développés pour demeurer fidèles aux prescriptions islamiques. Divers et nombreux, ceux-ci ont joué un rôle prépondérant dans l'évolution croissante de la finance islamique, mais nous n'en envisagerons que les contrats les plus utilisés.

²⁴ www.cibafi.org

²⁵ www.iilm.com

²⁶ www.iilm.com

Commençons donc par dissocier les instruments dits « participatifs », tels que la *Moudharaba* et la *Moucharka*, de ceux dits « de financement », comme la *Mourabaha*, l'*Ijara* et l'*Istisna*. Le graphique²⁷ ci-dessous donne un aperçu de la répartition de ces différents contrats.



Graphique 15: Répartitions des actifs islamiques par type de produit

1. Les instruments participatifs

1.1. Moudharaba :

Ce contrat peut être utilisé par la banque en aval, dans sa relation avec ses clients entrepreneurs. Dans ce cas, le contrat Moudharaba apparaît dans le côté Actif du bilan. Mais, également, il peut être utilisé en amont avec ses clients déposants et, dans ce cas-là, il se trouve du côté Passif du bilan. Ce contrat permet à la banque de jouer le rôle d'intermédiation, mais d'une nouvelle façon avec plus de partenariat et de transparence.

Le principe de ce contrat est que le fournisseur de capitaux avance la totalité du montant du projet à l'entrepreneur, alors que ce dernier apporte ses compétences pour faire fructifier l'argent.

Dans le premier cas, si le contrat est enregistré dans le côté Actif, cela signifie que la banque va jouer le rôle de fournisseur de capitaux et va financer le projet d'un entrepreneur. L'avantage de ce contrat est propre aux deux parties. D'une part, l'entrepreneur peut mener à bien son projet et donc réaliser un profit. D'autre part, la banque peut faire fructifier les capitaux dont elle dispose. Le profit sera partagé entre les deux partenaires, selon une répartition prévue par les termes du contrat. Mais, en cas de perte, seule la banque doit en subir les conséquences.

Le remboursement du capital à la banque s'effectuera au terme d'une période convenue dans le contrat, majoré de sa part de bénéfice calculée à partir des profits

²⁷ www.daily-bourse.fr/images/analyses/2009/07/08/repartition-actifs-islamiques

réalisés pendant cette période. La Moudharaba est pour la banque un contrat risqué, il repose uniquement sur la confiance qu'elle peut avoir quant à la compétence et l'intégrité de son client.

Dans le second cas, si le contrat est enregistré dans le Passif, cela signifie que la banque sera le gestionnaire qui essaiera de faire fructifier les capitaux de ses déposants. La souscription de ce contrat impose systématiquement que le titulaire du compte de dépôt (appelé aussi compte d'investissement) va confier son argent à la banque et accepte de partager les bénéfices et les pertes avec la banque. Le déposant sera rémunéré sur la base du résultat du projet où son argent est investi. En outre, sa rémunération peut être nulle ou même négative, car il peut, en principe, perdre le capital engagé.

Lors de la signature du contrat toutes les clauses doivent être mentionnées : l'objet du contrat, l'échéance, les proportions du partage de profit et de perte. Même la nature du projet peut être spécifiée, le client ayant le droit de choisir, soit un projet particulier qui attire son intention, soit un pool d'investissement.

Graphique 16: Le contrat Moudharaba

1.2. Moucharka :

«Moucharka» est un mot d'origine arabe qui signifie littéralement le partage. Dans le contexte des affaires et du commerce, cela signifie une entreprise commune dans laquelle tous les partenaires se partagent les profits ou les pertes de la joint-venture. C'est donc un autre contrat islamique qui a été approuvé en 1979²⁸ lors de la conférence des banques islamiques tenue à Dubaï. Il existe cependant beaucoup de ressemblance entre les contrats Moudharaba et Moucharka. Il s'agit toujours d'un contrat d'association mais, dans ce cas-là, la banque et l'entrepreneur apportent conjointement le capital, l'entrepreneur dans ce contrat étant obligé d'avoir un apport personnel en capital.

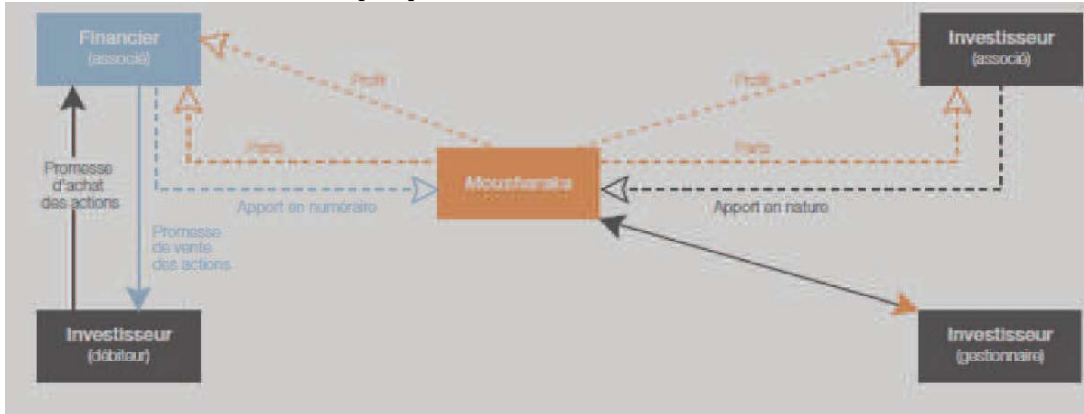
L'entrepreneur reçoit d'abord une part du profit dégagé, comme un salaire correspondant à son travail, le reste étant partagé entre lui et la banque en proportion des apports en capital. Les pertes aussi sont supportées en fonction du pourcentage de capital investi par les deux parties.

Le contrat est généralement comparé au contrat de type joint-venture car on fait souvent appel à ce contrat lors d'une augmentation du capital d'une entreprise déjà existante ou lors du développement d'un nouveau segment ou d'une nouvelle activité.

Ce type de contrat est très avantageux pour les deux parties, d'une part pour la banque parce qu'il lui permet de placer sa liquidité à long terme et de générer des revenus non négligeables, mais aussi pour les entreprises car ce contrat est très approprié pour les projets d'expansion de leurs activités en ne les obligeant pas à disposer de garantie pour le financement.

²⁸ Hij Siti Faridah Abd Jabbar, 2009, Sharia-compliant financial instruments: principles and practice, Company Lawyer.

Graphique 17: Le contrat Moucharka



Herbert Smith (2009), Le guide de la finance islamique

Ces deux contrats sont une alternative idéale pour un financement axé sur les crédits avec les intérêts. Dans l'économie capitaliste moderne, l'intérêt est le seul instrument qui permet de rentabiliser des fonds investis. En Islam, l'intérêt est totalement prohibé, il ne peut être utilisé pour faire fructifier des fonds. Par conséquent, la Moudharaba et la Moucharka peuvent jouer un rôle essentiel dans une économie fondée sur les principes islamiques. L'intérêt prédéterminé à un taux fixe consenti entre l'emprunteur et le prêteur, indépendamment des bénéfices réalisés ou les pertes subies, ne répond pas au besoin de l'économie. Tandis que les contrats participatifs n'envisagent pas un taux de rendement fixe, le rendement de ces contrats est basé sur le profit réel réalisé par l'entreprise. Le bailleur de fonds dans un prêt classique ne peut pas subir de pertes, alors que dans les contrats islamiques cela peut se produire, si l'entreprise ne parvient pas à produire de bénéfices. L'Islam a désigné l'intérêt comme un instrument de financement injuste car aboutissant à une perte, soit celle du créancier, soit celle du débiteur. Si le débiteur subit une perte, il est injuste de la part du créancier de lui réclamer un taux de rendement fixe, et si le débiteur reçoit un taux de rendement très élevé, il est injuste de sa part, aussi, de donner seulement une petite proportion du bénéfice en conservant le reste pour lui.

Dans le système économique moderne, ce sont les banques qui prêtent l'argent des déposants aux industriels et aux commerçants. Pour financer un projet de plusieurs millions d'euros, la grande partie du projet est réalisée grâce à des emprunts bancaires à hauteur, généralement, de 90%, le reste est financé par les fonds propres de l'entreprise. Cela signifie que 90% du projet a été créé par l'argent des déposants, alors que seulement 10% a été créé par des capitaux propres. Si tel grand projet apporte des bénéfices énormes, seule une petite proportion, 14 ou 15%, iront aux déposants dans la banque sous forme d'intérêt, alors que tout le reste sera retenu par les industriels dont la véritable contribution au projet ne dépassait pas les 10%. Au contraire, si dans une situation extrême, l'entreprise devient insolvable, sa propre perte ne dépasse pas 10%, tandis que les 90% restants sont totalement pris en charge par la banque et, dans certains cas, par les déposants. De cette façon, le taux d'intérêt est la principale cause des déséquilibres dans le système de distribution, lequel a une tendance à favoriser les intérêts des « riches » au détriment des « pauvres ».

Inversement, l'Islam affiche un principe clair pour le financement des projets : un financier doit déterminer d'avance s'il veut attribuer un prêt à une personne, soit pour des raisons humanitaires, soit qu'il désire partager ses profits. S'il veut aider le débiteur, il ne doit pas réclamer d'excédent sur le capital de son prêt, parce que son but est tout d'abord de lui venir en aide. Cependant, s'il veut avoir une part dans ses bénéfices, il est nécessaire qu'il participe également à ses pertes. Ainsi, le rendement du bailleur de fonds dans les contrats participatifs islamiques est lié aux bénéfices réalisés. Si l'entreprise réalise des profits énormes, elle ne doit pas en profiter toute seule, le bénéfice devant être partagé avec l'ensemble des déposants de la banque. De cette façon, la Moucharka et la Moudharaba ont tendance à favoriser « le peuple » plutôt que les seuls « riches ».

Telle est la philosophie de base qui explique pourquoi l'Islam a suggéré ces contrats participatifs comme des alternatives au financement par intérêt. Sans doute, ces contrats engendrent-ils un certain nombre de problèmes pratiques dans leur mise en œuvre. Il est parfois présumé que la Moucharka est un vieil instrument qui ne peut pas suivre le rythme accéléré d'aujourd'hui. Toutefois, cette présomption est due à l'absence d'une bonne connaissance de ses principes.

En fait, l'Islam n'a pas prescrit une forme spécifique pour la Moucharka. Il a plutôt fixé des principes généraux qui peuvent accueillir de nombreuses formes et procédures. Ainsi, une nouvelle forme de Moucharka ne peut pas être rejetée, simplement par le fait qu'elle n'a pas été utilisée auparavant. On peut toujours inventer des nouvelles formes et des nouvelles combinaisons, à condition que ces nouveaux contrats respectent les conditions de base de la Moucharka et ne violent aucun principe fondamental de la finance islamique.

Les conditions qui doivent être satisfaites pour que le contrat Moucharka soit un contrat conforme aux préceptes islamiques et soit donc accepté par la Charia sont les suivantes :

1. La proportion du bénéfice à répartir entre les partenaires doit être convenue au moment de la conclusion du contrat.
2. Le montant du partage des bénéfices pour chacun des partenaires doit être déterminé proportionnellement aux bénéfices réels. Il ne peut être ni fixe, ni en fonction du montant investi.
3. Il est nécessaire que le ratio de profit de chacun des partenaires soit conforme au ratio des capitaux investis.
4. Dans le cas de perte, chaque partenaire doit subir la perte exactement selon le rapport de son investissement.

2. Les instruments de financement

2.1 Mourabaha :

Dans ce contrat, la banque ne fournit aucun capital monétaire mais des biens meubles ou immeubles à la demande de son client.

Dans un premier temps, la banque achète sous ordre de son client un bien et lui revend ce bien avec un coût majoré d'une prime appelée « marge commerciale ».

Ce contrat ressemble beaucoup à un prêt ordinaire avec intérêt. Toutefois, la différence majeure entre ces deux contrats réside dans le fait que, dans le premier, la marge est fixée en amont et elle ne varie pas avec le délai de paiement, ce qui n'est pas sans conséquence puisque la banque, en cas d'un retard de paiement, ne peut faire payer au client des intérêts de retard.

Ce contrat est le plus répandu dans la finance islamique. Il représente en effet 59% de l'activité des banques. La plupart des banques et institutions financières islamiques utilisent la Mourabaha comme un mode de financement islamique, et la plupart de leurs opérations de financement sont fondés sur ce produit.

La Mourabaha, en fait, se réfère à un type particulier de vente. Si un acheteur est d'accord avec son vendeur pour lui fournir un produit spécifique en rajoutant une marge sur le coût de revient de produit, cette transaction est appelée Mourabaha. L'ingrédient de base de la Mourabaha est donc que le vendeur décrit le coût réel qu'il a engagé dans l'acquisition du bien puis ajoute une marge de profit. Ce bénéfice peut être forfaitaire ou peut être basé sur un pourcentage.

Le paiement dans le cas de la Mourabaha peut être fait au comptant, comme il peut l'être à une date ultérieure convenue par les deux parties. Par conséquent, la Mourabaha n'implique pas nécessairement la notion de paiement différé, comme le croient, généralement, les gens qui ne connaissent pas la jurisprudence islamique et qui ont entendu parler du Mourabaha seulement en relation avec les transactions bancaires.

La Mourabaha, dans sa connotation islamique d'origine, est tout simplement une vente. La seule caractéristique qui la distingue des autres types de vente, c'est que le vendeur dit expressément à l'acheteur combien a coûté le produit, et quel bénéfice il va réaliser. Tel est le sens réel du terme "Mourabaha" qui est une vente pure et simple. Si elle permet de réaliser un profit, l'acheteur doit être informé du coût de revient et de la marge appliquée sur ce dernier.

Cependant, ce type de vente est utilisé par les banques et institutions financières islamiques en y ajoutant quelques options, comme un mode de paiement différé. Mais la validité de cette opération dépend de certaines conditions qui doivent être dûment respectées pour les rendre acceptables dans le cadre de la Charia, et c'est en quelque sorte ces conditions, qui les différencient des produits des banques conventionnelles.

Afin de saisir correctement ces conditions, il faut, en premier lieu, comprendre les règles qui gouvernent les opérations de vente Mourabaha. Par conséquent, cette partie débute par la présentation de quelques règles fondamentales de la vente, sans laquelle elle ne peut être tenue comme conforme aux principes de la Charia. Ensuite, nous discuterons de certaines règles particulières régissant les contrats Mourabaha en particulier et, à la fin, nous essaierons de lever le doute sur la ressemblance de ce contrat avec le crédit classique.

Plusieurs tentatives ont été faites pour réduire les principes détaillés dans des notes concises. On peut aussi approcher cette démarche à travers les circulaires envoyées par le conseil de Charia aux banques islamiques. Ces circulaires ont été abrégées le plus possible, de sorte que les points fondamentaux de l'objet peuvent être saisis d'un seul regard et peuvent être conservés comme une référence aisée.

La vente est définie dans la Charia comme l'échange d'une chose de valeur avec une autre chose de valeur, suite à un consentement mutuel. La jurisprudence islamique a établi des règles régissant les contrats de vente, et les juristes musulmans ont rédigé un grand nombre de livres sur ce sujet. Mais si une opération de vente peut être facile à pratiquer, l'étude de ses principes est beaucoup plus complexe. Aussi espérons-nous faire ici un exposé des règles les plus pertinentes pour les opérations de Mourabaha effectués par les institutions financières :

- Règle 1. L'objet de la vente doit exister au moment de la vente.
- Règle 2. L'objet vendu doit être la propriété du vendeur au moment de la vente.
- Règle 3. La vente doit être immédiate et absolue.
- Règle 4. Le sujet de la vente doit être une propriété de valeur.
- Règle 5. Le sujet de la vente ne doit pas être un produit utilisé à des fins illicites, comme le porc, le vin, etc....
- Règle 6. Le sujet de la vente doit être spécifiquement connu et identifié par l'acheteur.
- Règle 7. La livraison de la marchandise vendue à l'acheteur doit être certaine et ne doit pas dépendre d'une éventualité ou du hasard.
- Règle 8. La certitude de prix est une condition nécessaire pour la validité d'une vente.

À l'origine, la Mourabaha est un type particulier de vente et non pas un mode de financement. Le mode idéal de financement conforme à la Charia est la Moudharaba ou la Moucharka qui ont été examinées dans la partie ci-dessus. Cependant, dans la perspective de l'ensemble des places économiques actuelles, il demeure un certain nombre de difficultés qui s'opposent à l'utilisation des instruments de Moudharaba et Moucharka dans certains domaines de financement.

Il faut noter que la Mourabaha permet d'éviter l'intérêt mais elle n'est nullement l'instrument idéal pour la réalisation des objectifs économiques selon les préceptes de l'Islam. Par conséquent, cet instrument doit être utilisé comme une étape transitoire dans le processus de l'islamisation de l'économie, et son utilisation devrait être limitée aux seuls cas où la Moudharaba et la Moucharka ne sont pas réalisables.

Le contrat Mourabaha est, généralement, exécuté sur la base d'un paiement différé. La banque achète un bien au comptant et le met à la disposition de son client. Le prix de vente sera égal au prix d'achat majoré d'une marge commerciale déterminée par la banque. A travers ce contrat, le client s'engage à payer périodiquement une fraction du prix de vente.

Ce contrat présente une analogie avec la vente à crédit. Plusieurs partisans de système capitaliste font valoir qu'il n'y a aucune différence entre ces deux transactions, excepté la substitution du mot « intérêt » par celui de « marge commerciale ». Ce point de vue est complètement erroné, car plusieurs différences existent entre le contrat Mourabaha et le crédit classique. Mais, pour éclaircir cette idée, il faut se baser sur des notions monétaires plus profondes qu'on va détailler point par point.

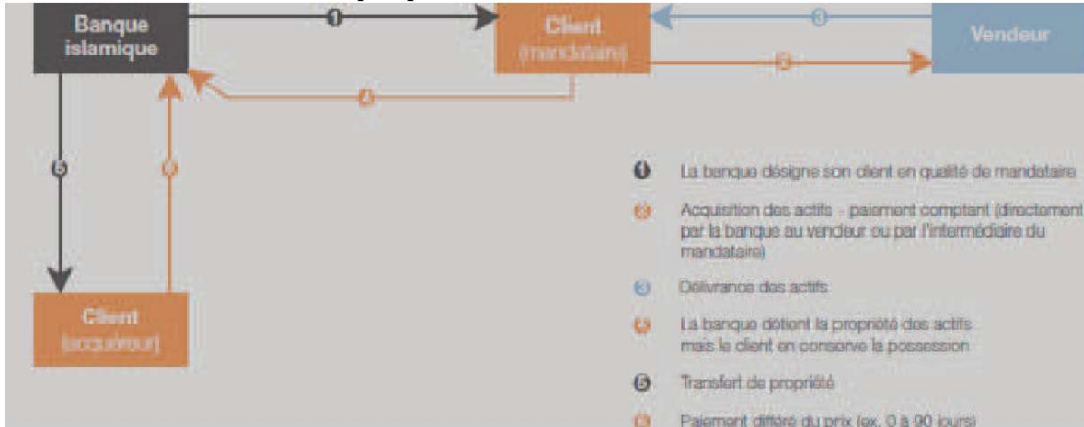
Premièrement, selon les principes de l'Islam, la monnaie n'a pas les mêmes caractéristiques qu'un simple bien commercial. Dans un crédit classique, le client reçoit le montant qu'il a demandé alors que dans la Mourabaha le client reçoit le bien. Et ce, contrairement au système capitaliste, où on ne fait pas de distinction entre ces deux éléments. La monnaie et le bien y sont en effet traités sur la base de leur valeur nominale, aussi peuvent-ils être échangés sans aucune restriction, tant que les deux parties sont consentantes sur les conditions d'échange. Or, les principes de l'Islam, ne partagent pas cette théorie car, selon eux :

- La monnaie n'a pas d'utilité. Elle ne peut pas être utilisée pour satisfaire les besoins de l'Homme directement.
- Les biens ont des qualités différentes, alors que la monnaie n'a pas de qualité.
- Toutefois, le prix d'un même bien peut être différent d'un commerçant à un autre, mais cela ne contredit pas les principes de la Charia. La différence de prix, elle, peut s'expliquer par plusieurs facteurs. L'Islam stipule que la vente est conforme à ses principes, dès que le vendeur n'a pas forcé le client à acheter.

Une autre critique est souvent adressée aux institutions de financement islamiques concernant l'utilisation de taux d'intérêt pour estimer leur bénéfice ou leur marge. L'argument souvent avancé est que toute transaction basée sur le taux d'intérêt devrait être aussi interdite. Précisons toutefois que la ressemblance est plus marquante, quand les institutions islamiques utilisent le taux d'intérêt comme référence. Mais cela n'implique nullement que le contrat Mourabaha est non conforme à la Charia. Certes, l'utilisation du taux d'intérêt pour la détermination des bénéfices ne peut être souhaitable, mais il ne faut pas oublier que la condition la plus importante pour que la Mourabaha soit validée est qu'il s'agisse d'une véritable vente avec tous ses éléments et ses conditions. Et, si le taux d'intérêt est utilisé comme un point de repère, l'opération elle-même ne contient pas d'intérêt.

Il est cependant vrai que les banques et les institutions financières islamiques doivent se débarrasser de cette pratique, parce que, d'une part, un taux d'intérêt comme référence de marge pour une entreprise qui proclame les principes islamiques n'est pas souhaitable et, d'autre part, ces institutions doivent se détacher des institutions financières conventionnelles et donc développer leur propre point de repère. Cela peut se faire par la création d'un marché interbancaire basé sur les principes islamiques. L'objectif peut être atteint par la création d'un fonds commun qui investit dans les instruments adossés à des actifs comme Moucharka, Ijara etc. Les banques ayant un excédent de liquidités peuvent acheter ces unités et, quand elles ont besoin de liquidités, elles peuvent les vendre. Cette disposition peut créer un marché interbancaire et la valeur des parts peut servir d'indicateur pour déterminer le rendement du montant investi.

Graphique 18: Le contrat Mourabaha



Herbert Smith (2009), *Le guide de la finance islamique*

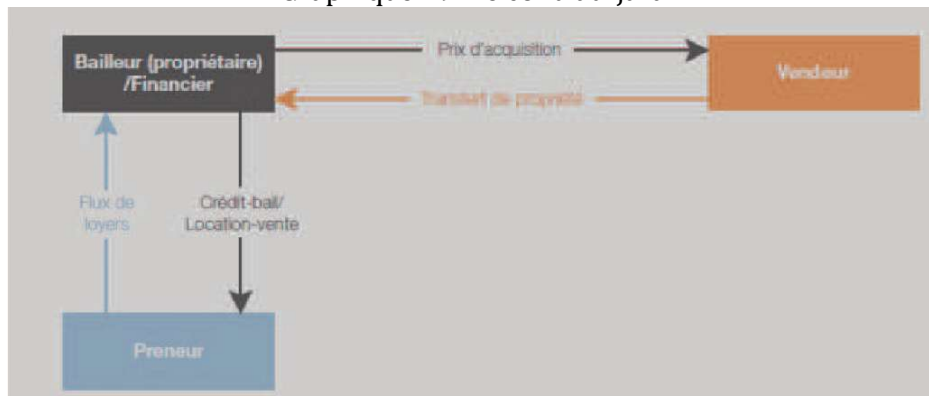
2.2. Ijara :

Le contrat Ijara se rapproche beaucoup du crédit-bail, dans la mesure où il fait intervenir trois agents : la banque, le locataire du bien et son fournisseur.

Une fois que le locataire du bien a défini ses préférences et ses spécifications du bien après une négociation avec le fournisseur, il prend contact avec sa banque et signe un contrat Ijara. Ce contrat engage la banque à acheter le bien et à le mettre à la disposition de son client en contrepartie d'un loyer mensuel prédéfini. A maturité, le locataire peut, ou ne pas, acheter le bien, cela dépendant du type de contrat : Ijara ou bien Ijara *wa Iktina* (avec acquisition).

Toutefois, ce contrat est plus risqué pour la banque islamique que celui de crédit-bail pour la banque conventionnelle. Dans ce contrat, la banque islamique supporte tous les risques de propriété sans pouvoir imposer des clauses dans le contrat pour se déresponsabiliser de l'état de son bien et de son entretien. Ainsi, lorsque le bien est rendu inapproprié à l'usage, le locataire peut résilier le contrat contrairement au crédit-bail où il sera obligé de verser le montant du loyer.

Graphique 19: Le contrat Ijara

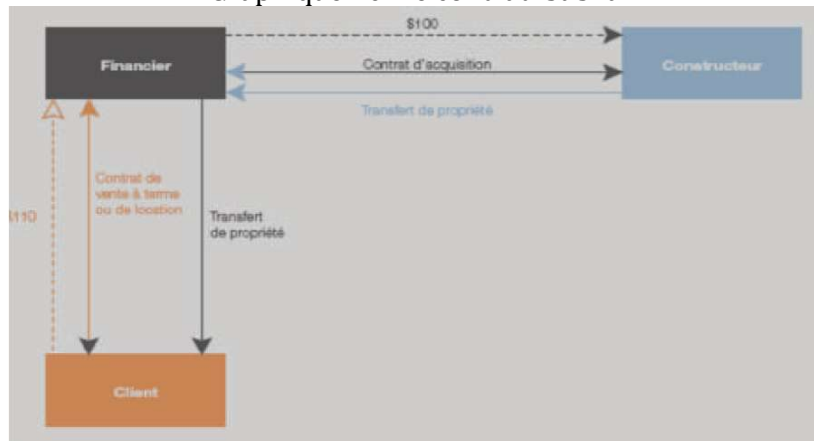


Herbert Smith Herbert Smith (2009), *Le guide de la finance islamique*

2.3 Istisna :

L'Istisna est un moyen de financement progressif. C'est un contrat de fabrication (ou de construction) au terme duquel le participant (vendeur) accepte de fournir à l'acheteur, dans un certain délai et à un prix convenu, des biens spécifiés après leur fabrication (construction) conformément au cahier des charges. En effet, le vendeur s'engage à fournir, dans un délai précis et à un prix préalablement convenu, le bien selon les conditions émises lors de l'élaboration du cahier de charges. En contrepartie, l'acheteur s'engage à payer le vendeur en fonction de l'avancée des travaux.

Graphique 20: Le contrat Istisna



Herbert Smith (2009), Le guide de la finance islamique

3. Sukuk

L'âge d'or des Sukuks a commencé à travers une série d'émission d'obligations islamiques au cours des années 2001 et 2002 par les trois pays les plus actifs, à savoir : Bahreïn, l'Indonésie et la Malaisie. Les Sukuks sont des produits islamiques très semblables aux obligations, excepté le fait qu'elles doivent être émises par des sociétés licites. Elles sont émises exclusivement à leur valeur nominale, elles ne donnent pas lieu à un paiement d'intérêt, elles ne peuvent pas être assorties à des lots et doivent obligatoirement être adossées à un actif sous-jacent. Il existe 2 types de Sukuk : les asset-based et les Sukuks asset backed.

On a assisté ces dernières années à une diversification des types d'émetteurs. Après les multiples tentatives des banques et des compagnies industrielles d'émettre des Sukuks, ils sont plus nombreux, mais cela n'empêche nullement les émetteurs souverains de continuer à émettre. Le fait que le Royaume-Uni et le Japon souhaitent émettre des Sukuks l'atteste avec force. De plus, Hong Kong entend se positionner comme intermédiaire entre le monde musulman et la Chine, qui a elle-même annoncé qu'elle allait essayer de rejoindre l'IFSB²⁹.

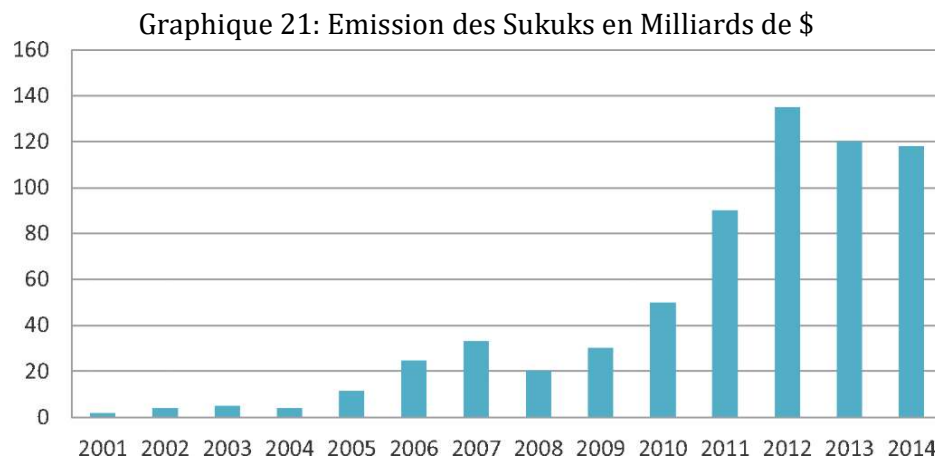
Le marché de Sukuks à intérêt à être plus liquide, ce qui entrainera un échange fluide sur des marchés profonds et efficaces. Tout cela n'aura que des conséquences positives et susceptibles de favoriser l'émergence graduelle de la finance islamique. Le marché de Sukuks devrait aussi se diversifier

²⁹ *Islamic Financial Services Board.*

géographiquement. La majorité des émissions est maintenant dominée par les trois pôles islamiques (Bahreïn, l'Indonésie et la Malaisie). Plus de 70% des Sukuks sont émis depuis les plates-formes des établissements financiers islamiques de ces pays. Pour cela, ces établissements sont contraints de davantage s'internationaliser, mais avec un rythme prudent, car toute mauvaise expérience peut avoir des conséquences néfastes sur l'image de la finance islamique.

Autre critique souvent adressée au marché de Sukuks, sa forte corrélation par rapport au prix du pétrole : en effet, toute fluctuation des prix des hydrocarbures engendre systématiquement des variations proportionnelles et, dans le même sens, des prix des actifs de la part des banques islamiques. Les liens entre ces deux marchés subsistent et ils sont même qualifiés d'historiques à cause du recyclage des pétrodollars. Mais la finance islamique a tout intérêt à se détacher du marché pétrolier, afin de poursuivre ses perspectives ambitieuses. Du reste, la démarche semble être enclenchée avec le financement des marchés mobiliers et l'investissement dans de grands projets d'infrastructures et d'industrie.

Le marché obligataire islamique devrait croître progressivement, dans la mesure où il a déjà dépassé toutes les prévisions antérieures. En 2016, ce marché est évalué à 294,7 milliards de dollars³⁰. Il doit non seulement dépasser les 400 milliards avant l'année 2020 mais la nature, l'origine géographique et la qualité de crédit des émetteurs sont aussi appelés à se diversifier de manière considérable.



Source : calcul de l'auteur à partir des rapports des IFSIS³¹ et WIBC³².

4. Qard hassan

Qard hassan est un contrat par lequel la banque s'engage à prêter à son client une somme d'argent sans demander aucun intérêt, ni rendement, en sus du remboursement de son montant. La banque, de plus, ne peut en aucun cas réclamer l'argent prêté avant la fin du contrat. En pratique, Qard hassan est limitée aux banques islamiques. Il est considéré comme un privilège spécial qu'elles offrent à

³⁰Islamic financial services industry stability report, 2016, p. 7.

³¹ibid

³²World Islamic Banking Competitiveness.

leur clientèle. Certaines banques le réservent à ses clients titulaires de comptes de placement. D'autres l'accordent aux étudiants nécessiteux ou aux personnes avec des modestes revenus. Mais, généralement, ce prêt est accordé aux nouveaux entrepreneurs ou aux petits agriculteurs qui ne peuvent accéder aux crédits d'une autre manière. Dans ces conditions, le but de ce prêt est bien de les aider à démarrer une vie professionnelle. Afin d'assurer le retour de tel prêt, une garantie peut être demandée auprès de son bénéficiaire. Mais la banque ne doit en aucun cas partager avec lui le bénéfice qui résulte de son utilisation. L'emprunteur est seulement tenu de rembourser le principal au moment où il est dû, et sans aucune majoration. Ces prêts ont une valeur actuelle nette négative

CHAPITRE 2

Définition et vue d'ensemble sur le marché des Sukuks

I. Définition des Sukuks :

Institutions (AAOIFI) définit les Sukuks comme étant des titres de copropriété représentatifs d'un actif tangible. Plus simplement, les Sukuks (Saak au singulier) sont des titres dont le rendement est lié à la performance d'un actif sous-jacent. Les Sukuks d'investissement sont des titres financiers hybrides négociables dont la rémunération et, le cas échéant, le principal, sont indexés sur la performance d'un ou plusieurs actifs sous-jacents détenus directement ou indirectement par l'émetteur. Leur porteur bénéficie d'un droit assimilé à un droit de copropriété sur ce ou ces actifs. Le ou les actifs concernés peuvent être des services, biens ou droits ou l'usufruit de ces biens ou droits.

Les Sukuks sont appelés « obligations islamiques » dans le langage courant. Expression que nous reprendrons également, mais il convient de garder à l'esprit qu'il ne s'agit pas d'une obligation classique dont le coupon est une rémunération de la dette. En effet, dans le cas des Sukuks, le coupon est lié à la performance de l'actif sous-jacent. Ainsi, en théorie, la rémunération du porteur peut varier au fil du temps et peut être nulle si le sous-jacent réalise une performance nulle ou négative. La plupart des Sukuks requièrent la création d'une SPV (Special Purpose Vehicle), entité indépendante qui détient les actifs contre l'émission de certificats aux détenteurs des Sukuks.

Une cible de rémunération (« taux de profit espéré ») est indiquée aux porteurs de Sukuks d'investissement, de titres de créance et de prêts indexés ; celle-ci est souvent plafonnée à un taux de marché reconnu (par exemple : Euribor, Libor), augmenté d'une marge conforme aux pratiques observées sur le marché des titres de créance. Pour parvenir à servir le « taux de profit espéré », le contrat peut prévoir un lissage dans le temps de la rémunération des porteurs au travers de l'activation d'un « compte de réserve » mis en place par l'émetteur. Ce compte est alimenté lorsque la performance du ou des actifs est supérieure au « taux de profit espéré ». Les montants accumulés serviront à compenser l'éventuelle sous-performance des actifs par rapport au taux espéré. Ainsi, dans la majorité des Sukuks, seule la rémunération correspondant au « taux de profit espéré » est exigible aux échéances de paiement prévues par le contrat (mensuelles, trimestrielles...). Le compte de réserve est clôturé à l'échéance du titre. L'éventuel excédent de profit par rapport au taux de profit espéré, est alloué selon les modalités propres au contrat, incluant les porteurs de titres selon l'indexation retenue dans le contrat, voire un tiers. Il peut également être utilisé pour compenser aux porteurs de titres tout ou une partie d'une éventuelle perte de capital lors de la revente des actifs.

L'AAOIFI énumère au moins 14 modalités de structuration des Sukuks. Dans la pratique, les structurations les plus répandues sont :

- Sukuks Al-Ijarah
- Sukuks Al-Wakala/Mudharaba
- Sukuks Al-Musharaka
- Sukuks Al-Salam

II. Structuration générale des Sukuks :

Les Sukuks sont généralement structurés de la manière suivante :

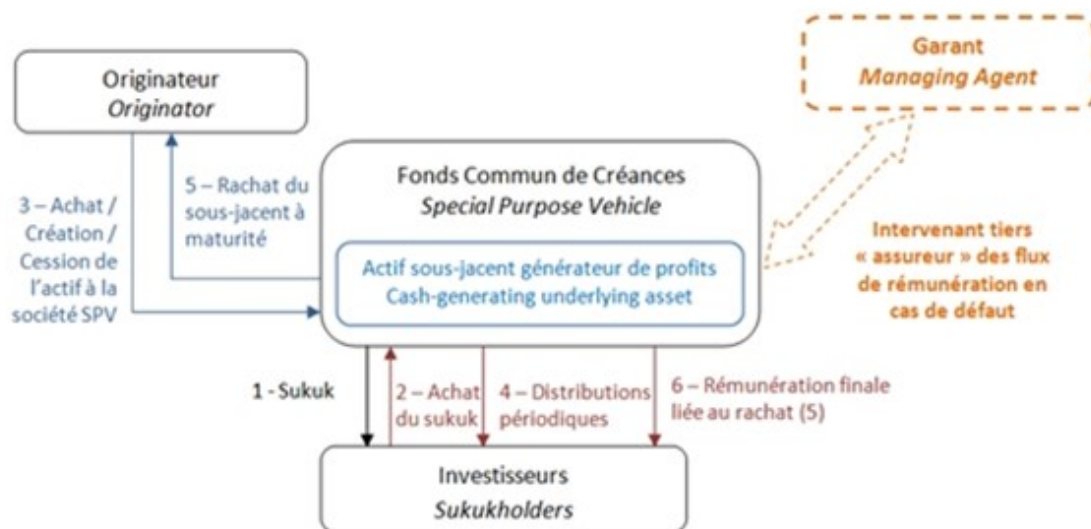


FIGURE 1: SCHEMA DE STRUCTURATION DES SUKUKS

III. Emergence des Sukuks :

Le développement de la finance islamique moderne commença dans les années 70 avec la création de trois banques : "Islamic Development Bank", "Dubai Islamic Bank" et "Faisal Islamic Bank" pour offrir des produits bancaires en adéquation avec les principes de la Shari'ah.

Le succès des institutions financières islamiques fut accompagné d'un besoin d'instruments de marché financier pour la gestion des liquidités dans leurs bilans. Dans le but d'accomplir cet objectif, le conseil de la jurisprudence islamique de l'OIC (Organisation of Islamic Conference) en sa quatrième session qui eut lieu à Jeddah, en Arabie Saoudite du 18 au 23 Jumada Al-Thani 1408 de l'hégire (correspondant au 6-11 Février 1988)³³ a légitimé le concept des Sukuks. Ceci a ouvert la voie à une source alternative de financement répondant aux principes de la Shari'ah au lieu d'investir dans les titres de créances conventionnels.

L'évolution du marché des Sukuks a connu plusieurs faits marquants :

- En 1990, le premier Sukuk fut émis en Malaisie par Shell MDS. L'émission, libellée en Ringgitmalaisien, fut d'une taille modeste de 125 millions

³³Résolutions et Recommandations du conseil de l'académie de jurisprudence islamique 1985-2000, Résolution No. 30 (5/4), p61.

(Equivalent à 30 millions de dollars Américains environ). Elle a été basée sur le principe de Bai' Bithaman Ajil³⁴.

- En 2000, des certificats domestiques souverains à court terme de Al-Musharaka, libellés en livres soudanaises d'une valeur de 77 millions furent émises par le gouvernement soudanais³⁵.
- En 2001, le marché des Sukuks devint international suite à l'émission par le gouvernement du Bahreïn du premier Sukuk Al-Ijarah souverain et international. Il fut libellé en dollar américain et d'une taille de 100 millions, avec une échéance de 5 ans. Par ailleurs, une série de Sukuks Al-Salam domestiques, souverains et court terme (moins d'un an d'échéance) furent émis par la banque centrale du Bahreïn (Autrefois, l'Agence Monétaire du Bahreïn) au nom du gouvernement Bahreïni. Durant la même année, le premier Sukuk Al-Ijarah institutionnel de 5 ans d'une valeur de 150 millions de dollars fut émis par une société malaisienne Kumpulan Guthrie Berhad ou Guthrie Group Limited³⁶. Après cela, plusieurs émissions souveraines et institutionnelles de Sukuks apparurent dans plusieurs juridictions telles que les émirats arabes unis (E.A.U.), l'Arabie Saoudite, l'Indonésie, le Qatar, le Pakistan, Brunei Darussalam, Singapour, Kuwait etc.

Depuis, le marché des Sukuks émergea en tant qu'une des principales sections de l'IFSI (Islamic Financial Services Industry) et plusieurs innovations prirent place dans ses structures telles que l'Ijarah, Musharaka, Mudharaba, Hybride, changeable et Convertible.

Le tableau suivant synthétise les caractéristiques des émissions globales de Sukuks entre 2001 à 2010 :

Dated'Émission	Émetteur	Description	Montant en Millions \$	Echéances (mois)
Juin 2001	Gouvernement du Bahreïn	Premier d'une série de Sukuks souverains internationaux à court terme (Sukuk Al Salam) émis par la banque centrale du Bahreïn (Jadis, Agence Monétaire du Bahreïn)	25	3
Sep 2001	Gouvernement du Bahreïn	Premier Sukuk souverain international émis par la banque centrale du Bahreïn (Jadis, Agence Monétaire du Bahreïn)	100	60
Déc 2001	Kumpulan Guthrie Berhad, Malaisie	Premier Sukuk institutionnel international (Sukuk Al Ijarah)	150	60
Juin 2002	Gouvernement de la Malaisie	Premier Sukuk international souverain émis par la Malaisie (Sukuks Al-Ijarah)	600	66

³⁴Malaysian Sukuk Market Handbook, RAM Ratings Services Berhad, Malaysia.

³⁵Données provenant de "Economics & Policy Wing", Central Bank of Sudan (2009).

³⁶Guthrie Group Limited et Kumpulan Guthrie Berhad était une entreprise Malaisienne qui jadis s'occupait des plantations. Elle fusionna avec 3 autres groupes de plantations pour former la plus grande entreprise de plantation mondiale sous le nom Sime Darby Berhad.

Juil 2003	Islamic Development Bank	Premier Sukuk international quasi-souverain et premier par une institution à développement financier multilatéral.	500	60
Sep 2003	Gouvernement du Qatar	Première émission de Sukuk souverain international par le Qatar (Sukuk Al Ijarah).	700	84
Nov 2003	SKS Power Sdn Berhad, Malaisie	Premier Sukuk Al-Istisna'a (Émission domestique en devise locale)	1,471	160
Nov 2004	Département de l'aviation civile, Dubaï, E.A.U	Premier Sukuk international quasi-souverain émis par l'E.A.U	1,000	60
Déc 2004	Société financière internationale, Banque Mondiale	Premier Sukuk émis par une institution financière conventionnelle à développement multilatéral.	132	36
Jan 2005	Durrat Al Bahreïn	Premier Sukuk international hybride	152	60
Jan 2005	Gouvernement du Pakistan	Premier Sukuk international souverain émis par le Pakistan (Sukuk Al Ijarah)	600	60
Août 2005	Cagamas MBS Berhad, Malaisie	Premier Sukuk de prêt hypothécaire islamique à l'habitation	540	160
Jan 2006	Autorité Portuaire de Dubaï, E.A.U	Sukuk Al-Musharaka international le plus important	3,500	24
Juil 2006	Société SABIC (Saudi Basic Industries Corporation)	Premier Sukuk corporate émis en Arabie Saoudite (Sukuk Al-Istithmar)	800	240
Juil 2006	Gouvernement de Brunei Darussalam	Émission d'une série de Sukuks souverains domestiques à court terme (Sukuk Al-Ijarah) par le Brunei Darussalam.	104	3
Sep 2006	Khazanah Nasional Berhad, Malaysia	Premier Sukuk international échangeable	750	60
Déc 2006	Le Groupe Nakheel, E.A.U	Le plus important Sukuk corporate international (Sukuks Al-Ijarah)	3,520	36
Fév 2007	Aldar Properties, E.A.U	Une des plus grandes émissions de l'année de Sukuks corporate internationaux échangeables.	2,530	60
Jun 2007	Cagamas Berhad, Malaisie	Sukuk corporate domestique à échéance longue et de taille importante (Sukuk Al-Ijarah).	5,790	480
Jun 2007	Dubaï International Financial Center, UAE	Sukuk international quasi-souverain émis par l'E.A.U (Sukuk Al-Mudharaba)	1,250	60
Août 2007	Société SABIC (Saudi Basic Industries Corporation)	Une des plus grandes émissions de l'année de Sukuks corporate domestiques (Sukuks Al-Istithmar).	2,100	240

Août 2007	National Industries Group Holding Company SAK, Koweït	Le plus important Sukuk corporate (Sukuk Al-Mudharaba).	475	60
Nov 2007	Jebel Ali Free Zone, E.A.U	Une des plus grandes émissions de l'année de Sukuks corporate domestique (Sukuks Al-Musharaka)	2,042	60
Jan 2008	Gouvernement du Soudan	Sukuk domestique de taille importante à court terme, émis par le Soudan et poursuivi malgré la crise économique (Sukuk Al-Musharaka).	2,300	12
Jan 2008	Groupe Nakheel Group, E.A.U	Sukuk corporate international échangeable	750	48
Fév 2009	Gouvernement d'Indonésie	Premier Sukuk domestique souverain de détail (Sukuk Al-Ijarah).	464	36
Avril 2009	Ministère des finances, Indonésie	Premier Sukuk souverain international (Sukuk Al-Ijarah) émis par l'Indonésie.	650	60
Jun 2009	Gouvernement du Bahreïn	Première émission de Sukuk souverain international à taux fixe (Sukuk Al-Ijarah).	750	60
Août 2009	Petroliam Nasional Berhad (Petronas), Malaisie	Sukuk corporate international émis après la crise (Sukuk Al Ijarah).	1,500	60
Nov 2009	Société financière internationale, Banque Mondiale	Premier Sukuk international quasi-souverain (Sukuk Al-Ijarah) émis par une institution financière conventionnelle à développement multilatéral. Émission	100	60
Nov 2009	GeneralElectric, États-Unis	d'un Sukuk corporate international le plus important (Sukuk Al Ijarah) américaine.	500	60
Mai 2010	Saudi Electricity Company, Arabie Saoudite	Émission d'un Sukuk corporate domestique de taille importante (Sukuk Al-Istithmar).	1,867	84
Juin 2010	Banque Nationale d'Abu Dhabi, E.A.U	Émission d'un Sukuk Al Murabaha par un émetteur étranger dans un marché domestique i.e. libellé en Ringgit malaisien.	155	60
Juil 2010	Nomura Holding, Japon	Première émission d'un Sukuk corporate international (Sukuk Al-Ijarah) par une société Japonaise.	100	24
Août 2010	Khazanah Nasional Berhad, Malaisie	Émission d'un Sukuk Al-Wakala par un émetteur étranger dans un marché domestique i.e. libellé en dollarSingapourien.	662	120
Août 2010	KT Turkey Sukuk	Première émission d'un Sukuk	100	36

	Limited, Turquie.	corporate international (Sukuk Al Murabaha) par une société Turquie.		
Août 2010	Cagamas Berhad, Malaisie	Sukuk corporate domestique (Sukuk Al-Ijarah) basé sur une structure innovante i.e. Sukuk Al-Amanah Li Al-Istithmar (ALIM) avec enchère au remboursement de coupons au lieu d'un engagement d'achat.	318	36
Oct 2010	Abu Dhabi Islamic Bank, E.A.U	Émission d'un Sukuk international de taille importante (Sukuk Al-Musharaka).	750	60
Nov 2010	Gouvernement du 2010 Pakistan	Émission d'un Sukuk domestique de taille importante (Sukuk Al-Ijarah).	592	36

Tableau 1: Caractéristiques de Sukuks mondiaux, émissions et tendances – sur une année (d'un montant de 100 million de dollars ou plus). Source IIFM Sukuk Issuance Database (2001-2010)

Le tableau suivant liste les dix plus grandes émissions de sukuk dans l'année 2011 et 2012 :

Date d'Émission	Émetteur	Description	Montant en Millions \$	Échéance
Jan 2011	Gouvernement du Qatar	Émission souveraine d'un Sukuk de type Ijarah en Riyal Qatari.	9062	3ans
Apr 2011	Gouvernement du Bahreïn	Émission souveraine d'un Sukuk de type Ijarah en Dirham bahreïnien.	530	5ans
Mai 2011	Banque islamique de développement, Arabie Saoudite	Émission quasi-souveraine d'un Sukuk de type Wakala Bel-Istithmaren USD.	750	5ans
Juil 2011	Gouvernement de la Malaisie	Émission internationale souveraine d'un Sukuk de type Wakala Bel-Istithmaren USD	1200	5ans
Août 2011	Nakheel, E .A .U	Émission quasi-souveraine d'un Sukuk de type Wakala Bel-Istithmar en AED (Dirham des Émirats arabes unies).	1035	5ans
Août 2011	First Gulf Bank, E.A.U	Émission d'un Sukuk international de type Wakala en USD.	650	5ans
Oct 2011	SATORP, Arabie Saoudite	Émission corporate d'un Sukuk Musharaka par la société SATORP (Saudi Aramco Total Refining and Petrochemical Company) en USD.	1000	14ans
Nov 2011	Banque centrale du Bahreïn	Émission internationale souveraine d'un Sukuk de type Ijarah en USD.	750	7ans
Nov 2011	Gouvernement de	Émission internationale souveraine	1000	7ans

	l'Indonésie	d'un Sukuk de type Ijarah en USD.		
Déc 2011	Gouvernement du Pakistan	Émission souveraine d'un Sukuk de type Ijarah en roupie pakistanaise.	775	3ans
Jan 2012	GACA (General Authority of Civil Aviation), Arabie Saoudite	Émission quasi-souveraine par les autorités générales de l'aviation civile d'un Sukuk de type Murabahaen USD	4000	10ans
Janv 2012	Gouvernement de la Malaisie	Émission souveraine d'un Sukuk de type Musharakaen Ringgit malaisien	1795	26ans
Fév 2012	Maxis Communications Berhad, Malaisie	Émission domestique corporate par un opérateur de réseau mobile, de type Musharaka, en Ringgit malaisien.	800	10ans
Mars 2012	Gouvernement de l'Indonésie	Émission souveraine d'un Sukuk de type Ijarahen roupie indonésienne	1490	3.5ans
Mars 2012	SEC(SaudiElectricity Company),Arabie Saoudite	Émission internationale d'un Sukuk de type Ijarah, en USD	1250	10ans
Juin2012	Banque islamique de développement, Arabie Saoudite	Émission internationale quasi-souveraine d'un Sukuk de type Wakala Bel-Istithmar, en USD	80	5ans
Juin2012	PTPTN, (corporation de financement d'enseignement supérieurnational), Malaisie	Émission domestique souveraine par une institution affiliée au ministère de l'enseignement supérieur, de type Murabaha, en Ringgit malaisien.	787	10ans
Juil 2012	Gouvernement du Qatar	Émission internationale souveraine d'un Sukuk de type Ijarahen USD	2000	5.5ans
Juil 2012	Gouvernement du Qatar	Émission internationale souveraine d'un Sukuk de type Ijarahen USD	2000	10.5ans
Sept 2012	Gouvernement de la Turquie	Premier Sukuk souverain de la Turquie. L'émission est de type Ijarah en USD.	1500	5.5ans

Tableau 2: les dix plus grandes emission de sukuks dans l'année 2011 et 2012. Source Zawya.

IV. Emissions globales des Sukuks :

Les taux de croissances records enregistrés par le marché des Sukuks, particulièrementdurantles années précédant la crise financière globale de 2008, ont été uniques. Le marché a atteint sonpic en 2007 avec une taille globale des émissions avoisinant 49 milliards de dollars. Le marché des Sukuks n'a pas été épargné des conséquences de la crise citée. En effet la tendance décroissance a été renversée provoquantla déclinaison des émissions de Sukuks durant les années2008 et 2009, qui ont enregistré 18.8 milliards et 25.6 milliards de dollars respectivement³⁷. Le

³⁷ IIFM Sukuk Issuance Database (2001 - 2010)

graphique ci-dessous trace la valeur totale des émissions de Sukuks durant la période 2001-2012.

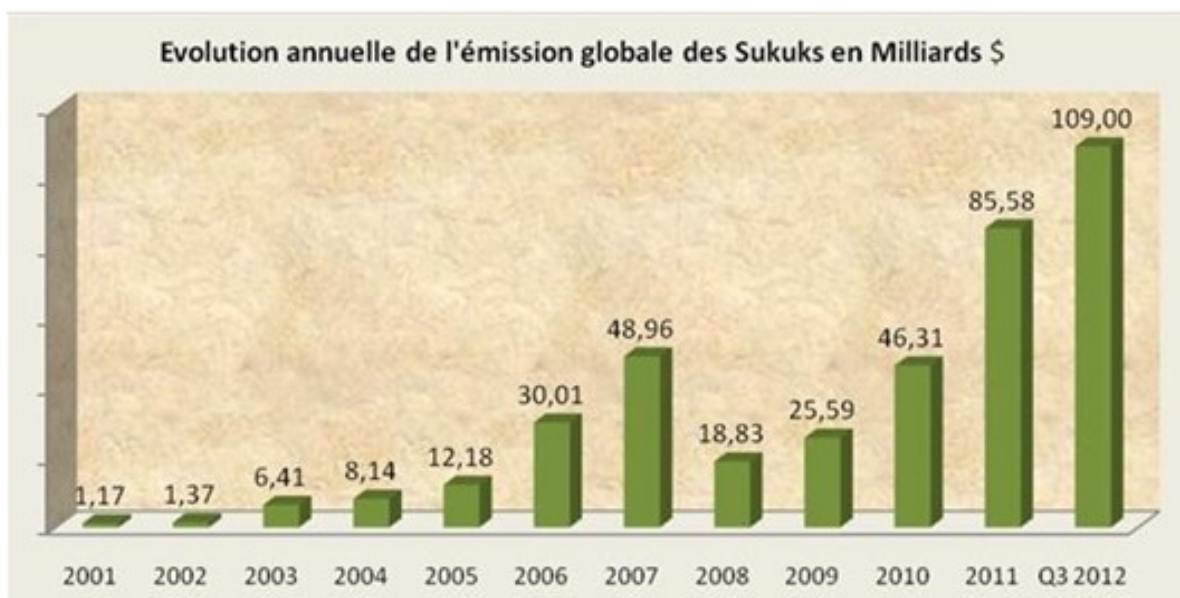


FIGURE 2: EMISSIONS GLOBALES DE SUKUKS (IIFM SUKUK ISSUANCE DATABASE, ZAWYA)

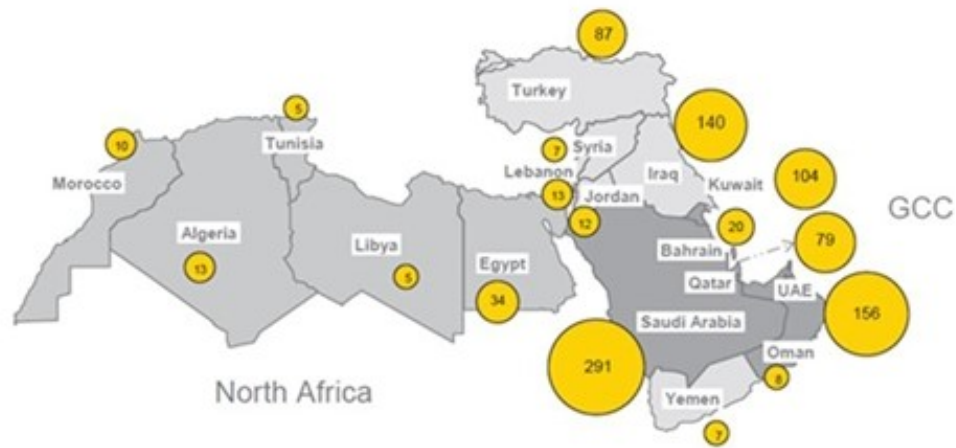
Comme le montre le graphique ci-dessus, l'année 2010 fut une année de renaissance pour les marchés mondiaux grâce notamment aux incitations des gouvernements. Cela a eu une répercussion positive sur les marchés de finance islamique. L'émission des Sukuks en 2010 est revenue quasiment à son niveau d'avant la crise, avec un montant global des émissions de 46.3 milliards de dollars³⁸, dû essentiellement aux émissions de Sukuks domestiques en Malaisie.

Selon les chiffres officiels de Zawya³⁹, le marché des Sukuks a atteint un montant record de 85,5 milliards de dollars en 2011, soit une croissance de 74% par rapport au chiffre enregistré en 2007. Cette dynamique de croissance a été confirmée par le montant global des émissions au cours de l'année 2012. Celui-ci a atteint, selon Zawya, 109 milliards de dollars à la fin du troisième trimestre seulement.

Les actifs conformes à la Shari'ah représentent une part considérable (13% en 2010) du total des actifs du système bancaire de la région MENA (Middle East North Africa). Un rapport publié par E&Y en 2011 a soulevé qu'en 2015, l'industrie bancaire islamique MENA devrait atteindre 990 milliards USD, ce qui représente une croissance significative par rapport à 2010 (416 milliards USD).

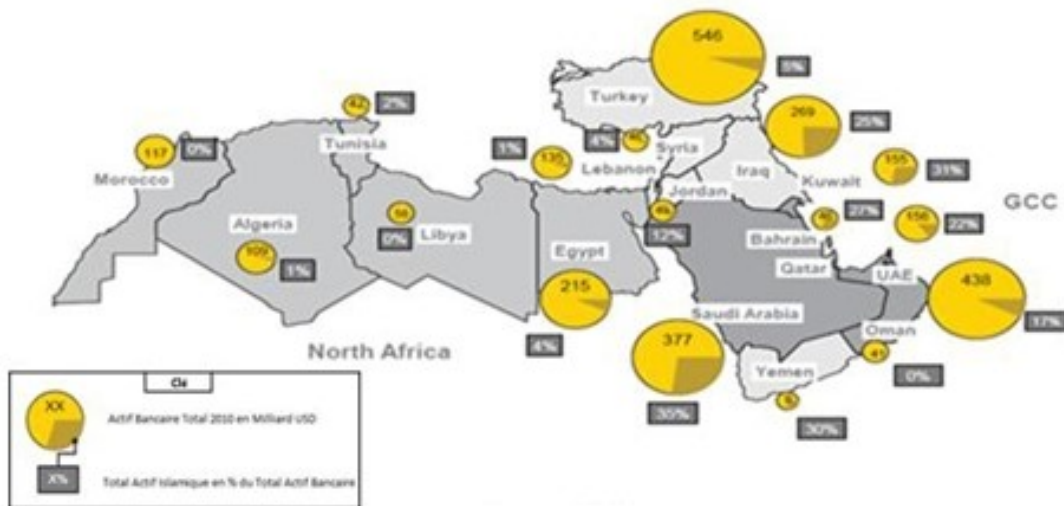
³⁸ IIFM Sukuk Issuance Database (2001 - 2010)

³⁹ Zawya est une des principales sources d'informations financières concernant la région MENA qui fait partie du groupe Thomson Reuters, société mondiale d'édition professionnelle milliards USD, ce qui représente une croissance significative par rapport à 2010 (416 milliards USD)



SOURCE E&Y

Figure 3: parts actifs Islamique en 2010 – Région Mena



SOURCE E&Y

Figure 4: Actifs Islamique en 2015 – Région Mena

Le rapport met en exergue plusieurs indicateurs positifs qui prévoient un avenir meilleur pour l'industrie des Sukuks, en particulier, dans les années prochaines. Nous en citons :

- La mise en œuvre des schémas et des initiatives gouvernementales qui sont des éléments clé de la croissance économique pour les années à venir.
- L'augmentation du nombre des émetteurs souverains utilisant le marché des Sukuks.
- La croissance économique et le développement des marchés émergents en Asie, au Moyen-Orient et ailleurs permettront de dépasser la croissance record de 6.4% constatée en 2011.

- Plusieurs émissions souveraines ont intégré le marché des Sukuks en 2012, les gouvernements devront continuer à lever des fonds pour soutenir la croissance économique et pallier aux déficits budgétaires.
- De nouveaux acteurs des marchés émergents ainsi que de nouveaux émetteurs de pays non-musulmans sont attendus pour exploiter le marché des Sukuks.
- La demande croissante, la popularité des produits conformes à la Shari'ah et les structures post-crise financière constitueront une base forte de la demande pour que les Sukuks puissent aller de l'avant.
- Les initiatives prises par différentes juridictions dans l'élaboration de cadres législatifs et réglementaires, visant à attirer des investissements étrangers, permettraient à ces nouveaux investisseurs d'explorer l'industrie des Sukuks pour la première fois.
- Un certain nombre de nouvelles juridictions ont manifesté leur intérêt pour l'émission de Sukuks, comme l'Egypte, la Tunisie, le Sénégal et le Nigeria tandis que la France, le Japon et Hong Kong continuent à faire des incursions de réglementation pour les émissions futures.

V. Distribution des émissions globales de Sukuks en fonction du statut de l'émetteur :

La crise a mis en avant un certain nombre de problèmes tels que les droits de propriété dans le cas de non-paiement ou de restructuration des Sukuks. Durant la période d'avant la crise, le marché des Sukuks était porté par les entreprises privées. Cependant, depuis le début de la crise, les émissions corporates, et en particulier celles des pays du CCG, étaient faibles en nombre. On peut citer le Sukuk de Dar Al Arkan's à 450 millions de dollars, le Sukuk de Abu Dhabi Islamic Bank à 750 millions de dollars et le Sukuk de Qatar Islamic Bank à 750 millions de dollars. L'autre tendance intéressante est l'arrivée sur le marché d'acteurs faisant partie de l'économie stable et croissante de l'Asie du Sud-Est. Des nouvelles émissions ont vu le jour telles que le Sukuk de Khazanah Nasional's Singapore à 1.5 milliards de dollars singapourien et le Sukuk de la banque nationale d'Abu Dhabi à 500 millions de RM (Ringgit malaisien).

Suite à la crise de 2008, l'appétit pour le risque des corporates, notamment dans la zone CCG a largement diminué. Ceci a impacté négativement les encours d'émissions de Sukuks. Néanmoins, les émissions de Sukuks souverains, tels que ceux du Bahreïn, Qatar, Ras Al Khaimah (E.A.U), Indonésie, Malaisie et Pakistan, ont apporté un support pour ce marché et ont permis de garder intact son rythme de croissance. Les émissions de Sukuks souverains (quasi-souverains dans certains cas à cause de garanties gouvernementales simplifiées) par la Malaisie, l'IFC (International Finance Corporation ; Groupe de la banque mondiale) et la banque islamique de développement en particulier ont été le fer de lance du marché des Sukuks durant la période post-crise. Le graphe suivant illustre la répartition, sur les deux plans domestique et international, des émissions, entre souveraines, quasi-souveraines et corporate durant la période 2001 à 2011 :

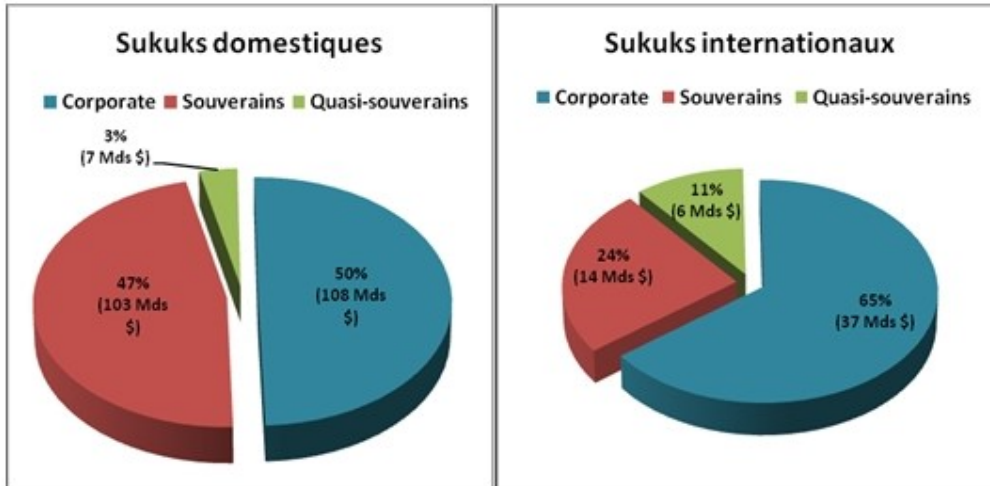


Figure 5 Total des émissions globales des Sukuks toutes devises- Répartition selon le statut de l'Emetteur de Janvier 2001 a Décembre 2011 (Source IIFM Sukuks Issuance Database)

VI. Répartition des Sukuks par pays, devise, secteur, maturité et type de structuration:

Nous présentons dans cette section la répartition des Sukuks par cinq autres critères : le pays émetteur, la devise d'émission, le secteur d'activité de l'émetteur, la maturité des Sukuks et le type de structure.

- **Répartition par pays :**

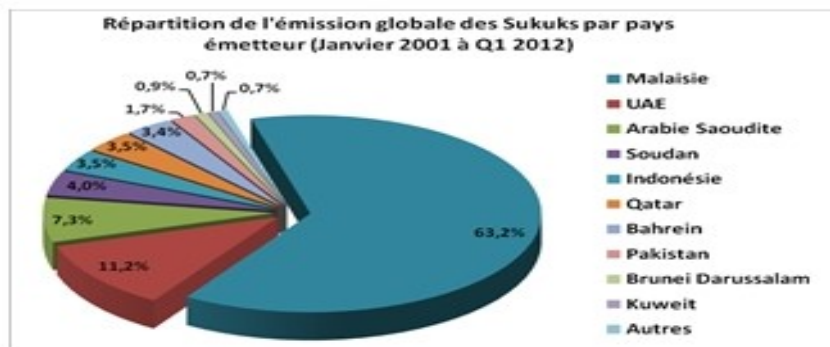


Figure 6: Source - IIFM Sukuk Issuance Database

La Malaisie est le premier émetteur de Sukuks dans le monde avec 63.2% de contribution dans la taille globale, succédée par les pays du CCG qui contribuent ensemble à 26.1%. Le dixième restant est partagé par les autres pays, essentiellement le Soudan, l'Indonésie, le Pakistan et le sultanat de Brunei.

- Répartition par devises :

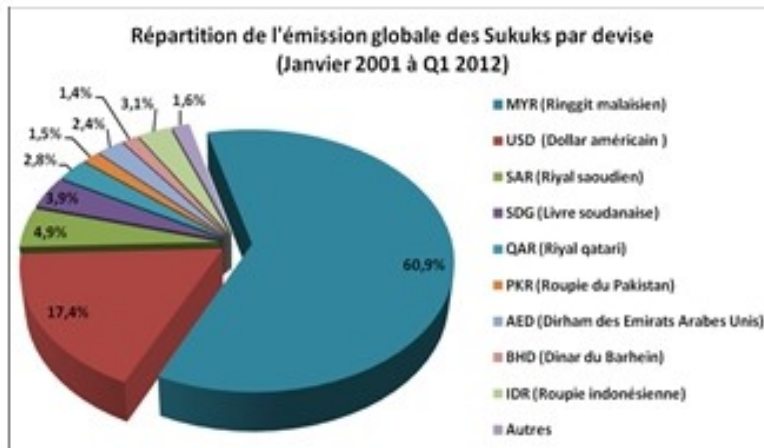


Figure 7: Source IIFM Sukuk Issuance Database

Comme l'illustre le graphe, la première devise d'émission dans le marché est le Ringgit malaisien (MYR) avec 61% du marché suivi par le dollar américain avec 17%. Cette domination s'explique par la grande taille du marché de Sukuks malaisien, qui émet principalement en devise locale. La position du dollar en tant que deuxième devise d'émission s'explique, quant à elle, par la masse des Sukuks originaires du CCG, émis majoritairement en dollar américain.

- Répartition sectorielle :

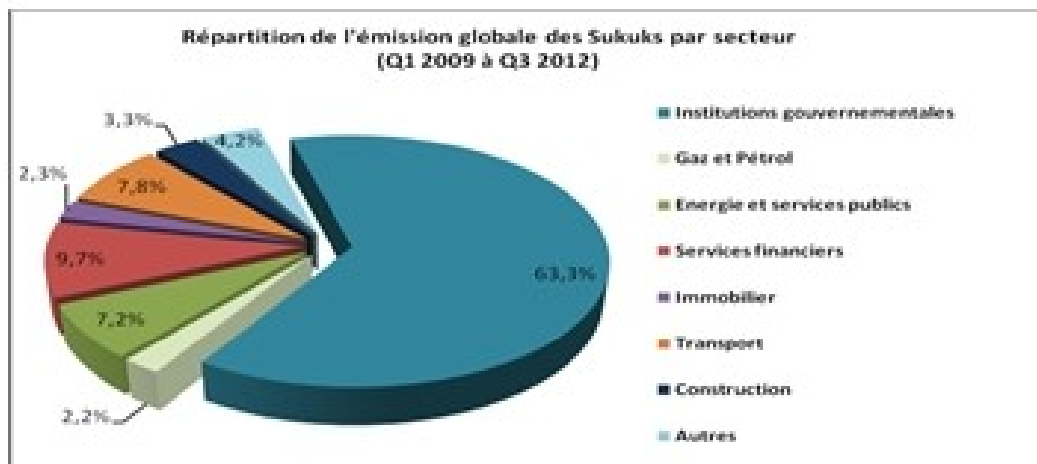


Figure 8: Source Zawya

- Les institutions gouvernementales sont les émetteurs dominants des Sukuks avec une part de 63%, suivies, avec une contribution de 10%, par le secteur des services financiers. Le secteur du transport ainsi que celui de l'énergie et des services publics contribuent avec plus de 7% chacun. Le 12% restant est partagé entre les sociétés spécialisées en construction, immobilier, gaz et pétrole, télécom, agriculture, industrie alimentaire ...

- Répartition par maturité:

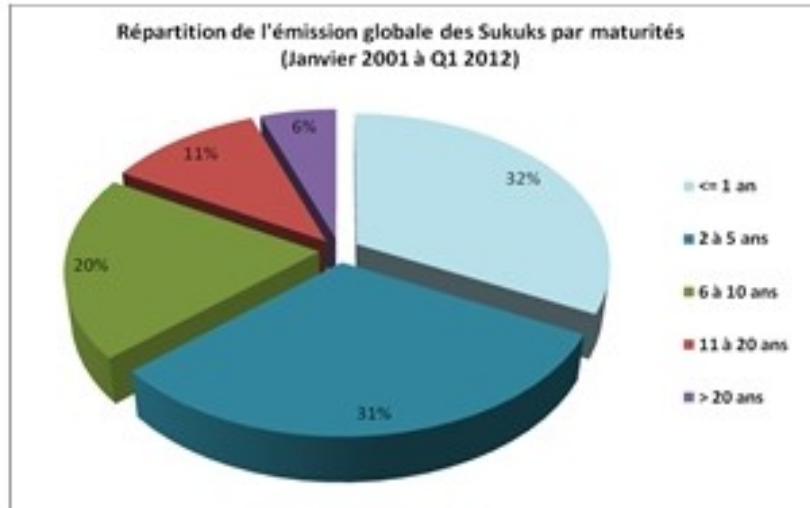


Figure 9: Source IIFM Issuance Database

D'une manière générale, les Sukuks sont émis majoritairement à horizon moyen-terme : 51% des Sukuks ont une maturité de 2 à 10 ans. Les Sukuks court-terme, de maturité inférieure ou égale à 1 an, représentent le tiers des émissions et sont essentiellement de type Al-Salam. Les Sukuks de longue maturité sont moins présents. 17% des Sukuks seulement, ont un horizon supérieur à 11 ans, tandis que les Sukuks d'une maturité supérieure à 20 ans ne dépassent pas 6%.

- Répartition par structure :

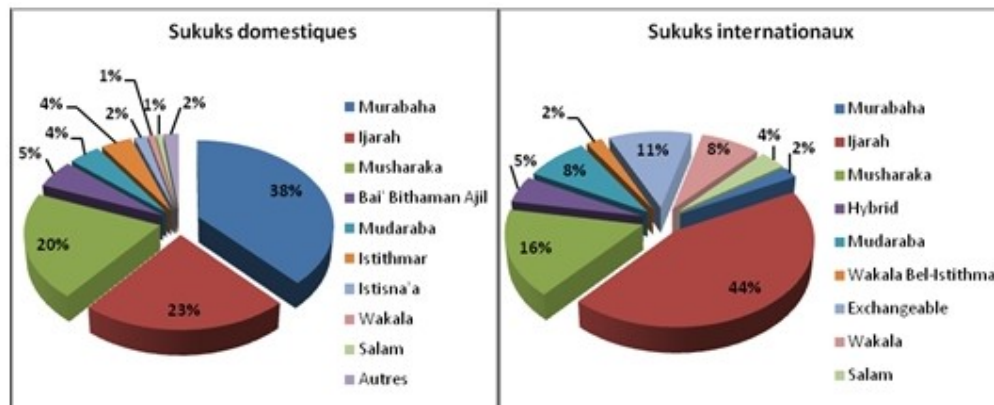


Figure 10: Source IIFM Sukuk Issuance Database (Janvier 2001 à Q1 2012)

La structuration Ijarah règne sur les structures utilisées dans le marché des Sukuks, succédée par la Murabaha et la Musharaka.

VII. Marché international des Sukuks:

Le marché des Sukuks compte plusieurs acteurs internationaux tels que : l'Etat Indonésien, la banque mondiale, General Electric (Etats-Unis), Nomura (Japon) et la toute puissante banque d'investissement américaine Goldman Sachs.

Les Sukuks échangés sur les marchés européens peuvent être traités par les chambres de compensation Euroclear et Clearstream, et cotent sur le London Stock Exchange et la Bourse du Luxembourg, ainsi que celle de l'Irish Stock Exchange. Les plus grandes banques mondiales travaillent dans l'arrangement des Sukuks. On peut citer à titre d'exemple : HSBC, Barclays et BNP PARIBAS. De grands cabinets d'avocats participent à ces opérations. On trouve par exemple des cabinets tels que Norton Rose, Herbert Smith, Clifford Chance....

VIII. Marché des Sukuks domestiques:

En ce qui concerne le marché domestique, la Malaisie est aussi bien le leader en termes de volume qu'en termes de montant. Elle représente l'émetteur le plus gros, avec 72% de parts des émissions de Sukuks domestiques. Les 28% d'émissions restantes sont réparties sur plusieurs pays, tels que le Soudan, l'Arabie Saoudite, E.A.U, le Bahreïn, le Brunei, le Pakistan et l'Indonésie.

Le marché domestique des Sukuks est devenu de plus en plus dynamique dans de nombreux pays. Les banques centrales offrent désormais des solutions de placement aux banques islamiques afin de leur permettre d'investir leurs surplus de liquidité dans des programmes gouvernementaux.

IX. Marché des Sukuks court terme

Les Sukuks court terme (de maturité inférieure à 1 an) sont essentiels pour la gestion de liquidité. Le Soudan est le leader dans les émissions des Sukuks domestiques à maturité courte suivi du Bahreïn, Brunei et la Malaisie. L'intérêt pour les Sukuks court terme est d'autant plus important que les échéances des Sukuks sont de plus en plus longues pour ces émetteurs. La tendance vers l'émission des Sukuks court terme augmente lentement et est dirigée par des émetteurs souverains au travers des banques centrales. Le Bahreïn est le marché le plus actif de la région du CCG et l'un des émetteurs réguliers de Sukuks court terme Al-Salam et Sukuks Alljarah qui connaissent toujours un excès de souscriptions.

Les perspectives futures pour les émissions de Sukuks court terme sont encourageantes. Le groupe saoudien Bin Laden a montré la voie pour d'autres sociétés émettrices de la région du CCG pour accéder au marché du court terme. De plus, il est prévu que les états du Bahreïn, Brunei, Soudan ainsi que plusieurs nouveaux entrants contribuent au développement du marché court terme.

X. Marché secondaire des Sukuks :

Afin de décortiquer les marchés secondaires des Sukuks nous avons procédé à l'analyse statistique qui suit. Elle a été réalisée sur les Sukuks en cours de vie au 30

Septembre 2012 (fin du Q3 de 2012), et elle se restreint aux Sukuks originaires de la Malaisie, de l'Indonésie et des pays du CCG.

1. Cotation des Sukuks :

Les deux graphiques ci-dessous, représentent pour chaque pays émetteur (émissions Corporates et souveraines du pays comprises), le nombre des Sukuks côtés et leur taille globale en milliards de dollars.

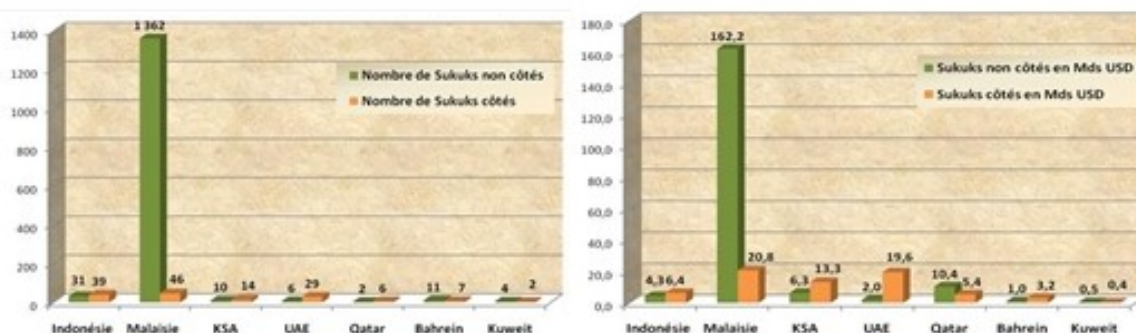


Figure 11: Nombre et taille de sukuks Cotes

Les deux graphiques suivants exposent les mêmes informations mais en agrégeant les pays du CCG, pour une meilleure comparabilité.

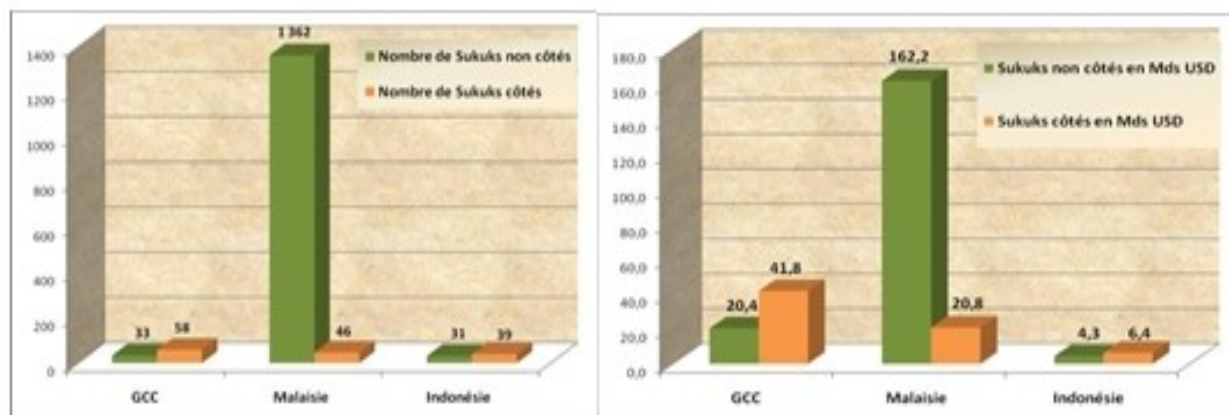


Figure 12: Nombre et taille des Sukuks Cotes (Emission CCG AGREGES)

On note, pour les émissions issues du CCG, que deux Sukuks sur trois sont côtés sur les marchés secondaires (58 sur 91). Cela représente deux tiers des montants émis (41,8 Mds de dollars sur un total d'émission de 62,2 Mds de dollars).

Pour l'Indonésie, un peu plus qu'un Sukuk sur deux est négociable sur les marchés secondaires (39 sur 70). Cela représente 60% des montants émis (6,4 Mds de dollars sur 10,7 Mds de dollars) Quant à la Malaisie, on enregistre un taux de cotation très faible : seulement 3.27% des Sukuks sont négociables. Ces Sukuks listés représentent moins de 12% de la taille globale des émissions.

Parmi les facteurs explicatifs de cette faible présence des Sukuks malaisiens dans les marchés secondaires, est l'abondance des Sukuks Al-Murabaha qui sont, par leur nature, non-négociables.

2 .Cotation sur le marché domestique Vs Cotation sur les marchés internationaux :

Les deux graphiques ci-dessous, représentent pour chaque pays émetteur (émissions corporate et souveraines du pays comprises), le nombre des Sukuks côtés sur le marché domestique et sur les marchés internationaux et leur taille globale en milliards de dollars.

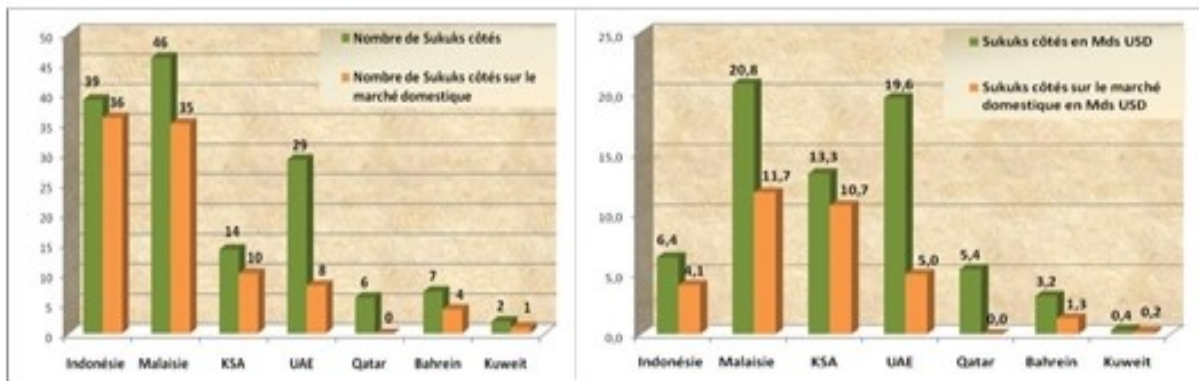


Figure 13: Cotation Globale VS sur les marchés domestiques

Les deux graphiques suivants exposent les mêmes informations mais en agrégeant les pays du CCG, pour une meilleure comparabilité.

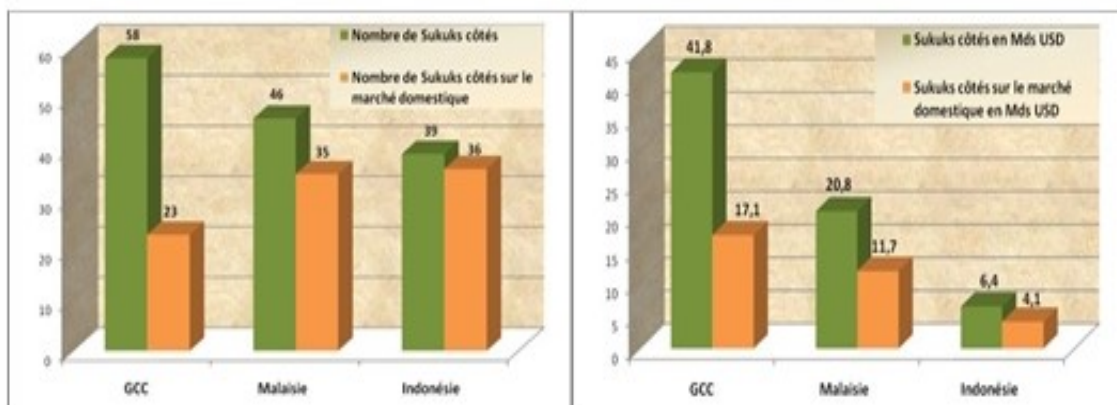


Figure 14: COTATION GLOBALE VS COTATION SUR LES MARCHES DOMESTIQUES (EMISSIONS CCG AGREGES).

On note que 40% des Sukuks originaires des pays du CCG sont côtés sur le marché domestique du pays émetteur. Ce ratio varie considérablement entre lesdits pays. Alors que l'Arabie Saoudite, privilégie une cotation sur son marché secondaire domestique «Tadawul» avec un ratio de 80% (10,7 milliards \$ sur 13,3 milliards \$), les émetteurs Qataris listent leurs 6 Sukuks de 5.4 milliards \$ sur le « London Stock Exchange » et le «

Luxembourg Stock Exchange ». Entre les deux modèles, les Sukuks des Emirats Arabes Unis sont partagés entre le marché domestique (« Nasdaq Dubaï » et « Dubaï Financial Market ») et les marchés internationaux (principalement le « London Stock Exchange »), avec un ratio de cotation sur les places domestiques de 25% (5 milliards \$ sur 19,6 milliards \$).

Les émetteurs malaisiens et indonésiens favorisent clairement la négociation de leurs Sukuks sur les places secondaires domestiques, « Bursa Malaysia » et « Indonesia Stock Exchange ». Pour l'Indonésie, seulement 3 Sukuks sur 39 sont listés à l'étranger (à « Singapore Exchange »). Par contre, ces trois Sukuks sont assez significatifs en termes de taille. Ils représentent un montant de 2,3 milliards\$, soit 35% de la taille des émissions cotées.

De même pour la Malaisie, parmi les 46 Sukuks cotés, les 10 plus grandes émissions qui représentent 36% de la taille globale cotée, sont listées à l'étranger (« Hong Kong Exchange » et « Singapore Exchange »).

3. Les marchés secondaires internationaux :

Le « London Stock Exchange » est le plus grand marché secondaire international pour les Sukuks. Il liste principalement les Sukuks originaires des EAU (12 milliards \$), Qatar (5 milliards \$), l'Arabie Saoudite (2 milliards \$) et le Bahreïn (1,8 milliards \$). La bourse de la Malaisie et la place de l'Arabie Saoudite « Tadawul » viennent en deuxième et troisième position respectivement avec plus de 10 milliards \$.

Une présentation des différentes places internationales en fonction de la taille globale des Sukuks cotés et de leur nombre figure ci-dessous :

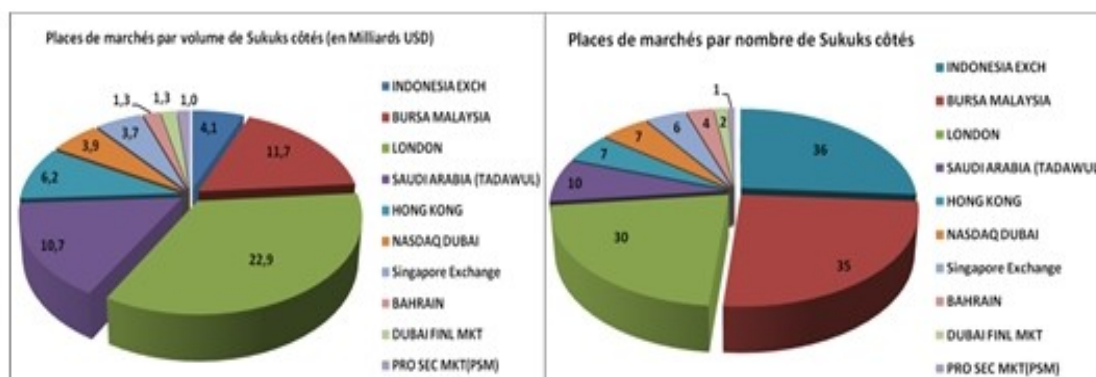


Figure 15: PLACE DE MARCHÉ PAR NOMBRE ET TAILLE DE SUKUKS COTES

La qualité d'un marché secondaire, est jugée par, sa liquidité et le nombre de transactions réalisées. Un focus sur les volumes de Trading des Sukuks sur le marché malaisien et la place saoudienne « Tadawul » montre en effet que les marchés secondaires des Sukuks font encore leur premiers pas.

- **La place Malaisienne :**

Le graphique suivant représente le volume des transactions réalisées sur les Sukuks dans la « Bursa Malaysia » depuis 2005 et jusqu'au 30 janvier 2012 :



Figure 16: VOLUME TRANSACTIONS SUKUKS - BURSA MALAYSIA

On y voit que le pic des transactions a été atteint au cours de l'année 2011 avec 546 millions de Ringgits Malaisiens soit un peu moins que 1,8 millions \$, pour une dizaine de milliards de Sukuks négociables.

Le graphique ci-dessous montre que les Sukuks de courte maturité (inférieure à 3mois) sont les plus négociés :

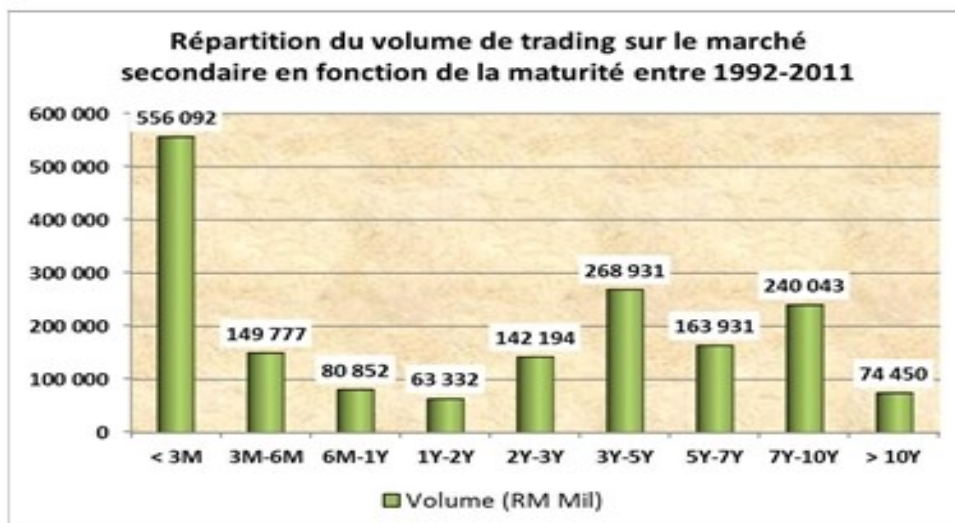


Figure 17: VOLUME TRANSACTIONS SUKUKS PAR MATURITE - BURSA MALAYSIA

- **La place « Tadawul » :**

Issus des données du site officiel de l'indice saoudien « www.tadawul.com.sa », les deux graphiques ci-dessous représentent, respectivement, les volumes annuels des transactions réalisées sur les Sukuks en millions de riyals saoudiens et le nombre total des transactions effectuées annuellement

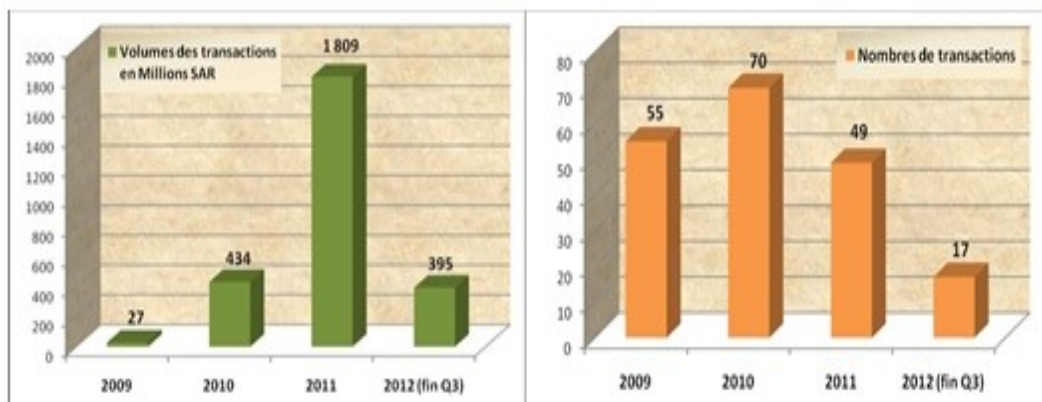


Figure 18: VOLUME ET NOMBRE DE SUKUKS - MARCHE SAUDIEN

L'année 2011 a connu le plus grand volume de Trading avec 1809 millions SAR, soit 482 millions \$ sur les 10,7 milliards \$ négociables sur le marché « Tadawul ». Ce chiffre significativement bas, se justifie par le faible nombre d'opérations d'achats/ventes de Sukuks qui avait atteint, à peine, 4 transactions en moyenne par mois en 2011 et moins de 6 transactions par mois en 2010.

4 Pourquoi les marchés secondaires sont peu développés?

Les Sukuks émis ne sont pas cotés systématiquement dans les marchés secondaires. Au contraire, à la fin du troisième trimestre de 2012, moins d'un Sukuk sur 10 était listé sur les marchés secondaires domestiques et internationaux inclus. Ils représentent en revanche 27% des montants émis.

Les obstacles qui freinent le développement des marchés secondaires des Sukuks sont multiples, nous en citerons ici les principaux :

- Le marché primaire des Sukuks, qui malgré un montant d'émissions en cours de vie de l'ordre de 260 milliards de dollars, reste relativement réduit. Ce volume limité d'émissions contribue au chiffre, assez faible, de négociations enregistrées sur les marchés secondaires.
- Les Sukuks structurés selon le contrat Murabaha ou Salam, sont exclus par défaut du marché secondaire comme ils tendent dans leurs formes contractuelles à une dette, dans le sens large de la dette selon la jurisprudence musulmane. En effet, dans le cadre d'un contrat Murabaha, le montant redevable par le client final envers le vendeur du sous-jacent, est qualifié de dette, tout comme l'engagement de livraison du bien à maturité dans le cadre d'un contrat Salam. La majorité des juristes interdisent la revente de ces deux types de Sukuks. A titre indicatif, parmi les 1426 Sukuks non cotés, 366 sont de type Murabaha, soit un peu plus d'un Sukuk sur quatre.
- La stratégie d'une grande partie des investisseurs en Sukuks consiste à acheter les titres et les porter jusqu'à leurs maturités, ce qui se répercute négativement sur la liquidité du marché secondaire. Plusieurs raisons sont derrière cette stratégie de «buy and hold» :
 - Comme le choix est très restreint sur le marché secondaire, il est difficile de trouver un Sukuk beaucoup plus intéressant, que celui qu'on détient. A noter qu'en raison de l'illiquidité du marché, les Sukuks offrent souvent des

rendements plus élevés que les obligations conventionnelles de même maturité et de même note de crédit.

- Les divergences des juristes sur la validité de certaines structurations de Sukuks,
- le manque de transparence sur la nature de propriété des actifs et les droits en cas de défaut, continuent à susciter une aversion auprès des investisseurs. Ces derniers ont tendance à placer leur argent dans le « bon » Sukuk et le conserver à maturité.
- Vu la complexité des structures des Sukuks, il est difficile de les évaluer avec des modèles quantitatifs communs, contrairement aux actions par exemple ou aux obligations conventionnelles. Pour évaluer un Sukuk, il faut analyser attentivement les actifs réels sous-jacents et les « cash-flow » économiques qui en proviennent. Par conséquent, il est beaucoup plus difficile aux traders de détecter l'opportunité de revendre un Sukuk sur le marché secondaire.
- Les gérants des fonds de retraite et les compagnies d'assurances, souvent à la recherche d'un placement stable et à long terme, représentent l'épine dorsale des marchés secondaires des obligations. Cette catégorie d'investisseurs s'intéresse très peu aux marchés secondaires des Sukuks à cause de l'absence de Sukuks de longue maturité.

5. Développement du marché secondaire :

Le développement des marchés secondaires des Sukuks nécessite en réalité un travail de fond sur l'industrie entière des Sukuks, voire sur l'activité des banques et des institutions financières islamiques. Nous citons ici quelques démarches essentielles pour faire évoluer ces marchés :

- Il va falloir faire recours, de plus en plus, aux Sukuks en tant qu'outils de gestion de risques et de liquidité. Les banques centrales peuvent jouer un rôle majeur dans le développement des programmes d'émission de Sukuks, à l'instar de l'expérience de la Banque Centrale du Bahreïn (CBB), qui émet mensuellement des Sukuks Al-Salam avec une maturité de 3 mois.
- Il y a actuellement une offre limitée de Sukuks sur le marché. Ceci conduit à élargir la catégorie d'investisseurs avec un profil « buy and hold » et à affaiblir la taille des marchés secondaires. Avec des émissions diversifiées en termes de risques et de maturités, les investisseurs doivent avoir plus de choix de sélection :
 - Majoritairement, les Sukuks sont émis sur l'horizon moyen terme. Il est donc nécessaire de développer encore plus les Sukuks de courte maturité (inférieure à 1 an) ainsi que les Sukuks de longue maturité (supérieure à 10 ans).
 - Il est primordial que la catégorie d'émetteurs soit diversifiée en termes de qualité de crédit et de profil de risque. En plus des émissions souveraines, il faut encourager d'avantage les émissions de Sukuks Corporates pour le financement de projets à l'exemple de « Dubaï Port Sukuk ».
- La double cotation des Sukuks est largement recommandée pour élargir leur portée sur les différents marchés secondaires.
- Les aménagements des lois pour baisser les taxations sur les opérations d'achat/vente des Sukuks sont nécessaires pour aider à stimuler les marchés secondaires.

- Développer et fiabiliser les benchmarks relatifs aux Sukuks, à l'exemple de « Dow Jones Sukuk Index » et « Thomson Reuters Global Sukuk Index » récemment lancé par le fameux groupe spécialisé dans l'information financière.
- Travailler sur la normalisation et la standardisation de l'industrie des Sukuks:
- En effet, le manque d'harmonisation dans les structures existantes des Sukuks et la différence d'opinions entre les juristes en particulier entre la Malaisie et le CCG contribue à isoler les marchés secondaires d'une région, des investisseurs de l'autre. Les comités et les organisations spécialisés dans les recherches et Fatwas sont censés collaborer encore plus pour converger vers des structurations et des règles communes.
- Investir dans le développement de l'IT et de l'infrastructure des places de marchés pour arriver à des conditions de cotation et de négociation similaires aux marchés organisés conventionnels. Aujourd'hui, les courtiers travaillant sur les Sukuks n'ont toujours pas la possibilité de fournir la fourchette des prix (bid-ask) sur une base temporelle continue.

CHAPITRE 2

Structuration des Sukuks

Nous allons présenter dans ce chapitre, les principales structurations des Sukuks, réparties en trois catégories : Sukuk Sale-Based, Sukuks Lease-Based et Sukuk EquityBased.

I. Sukuk Sale -Based

1. Sukuk Al -Murabaha

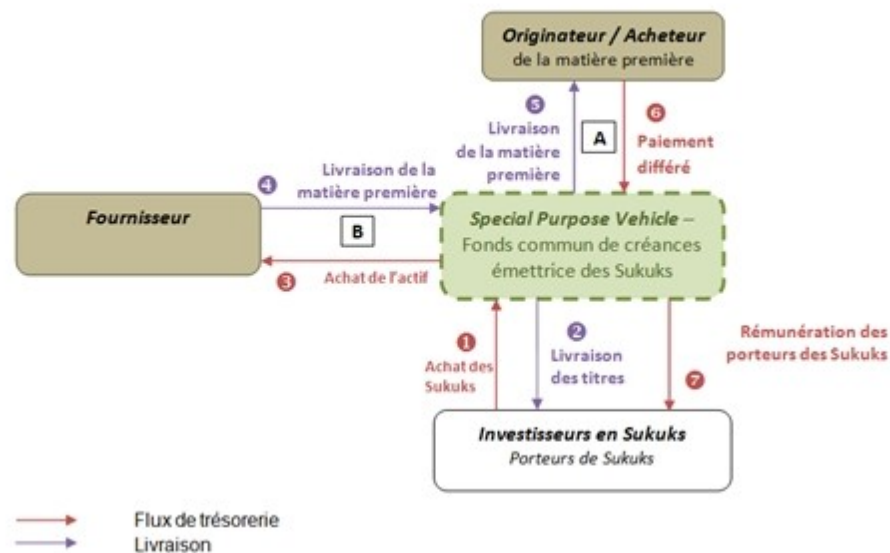


FIGURE 29: SCHEMA DU SUKUK AL-MURABAHA

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks sur le marché, qui ont une valeur de participation au capital de la SPV. Elle promet aux investisseurs une rémunération similaire à un zéro coupon bond.

1. L'investisseur intéressé achète des Sukuks...
2. ... Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement. Une fois les fonds suffisants rassemblés, la SPV achète l'actif corporel que l'acheteur final lui a demandé. Dans un premier temps, elle ne dispose pas encore de cet actif. C'est la raison pour laquelle elle va s'adresser sur le marché à un vendeur...
3. auquel elle va acheter les matières premières en question au comptant.
4. Le vendeur livre les matières premières à la SPV. Dès lors que la SPV rentre en possession de l'actif, elle le livre au destinataire final, initiateur de la transaction.
5. La SPV livre instantanément la matière première, après qu'elle s'est accordée au préalable avec l'acheteur pour un paiement différé du montant correspondant au prix du sous-jacent majoré d'une prime.
6. A maturité, l'acheteur règle sa dette auprès de la SPV.

7. La SPV redistribue ce flux de rémunération aux porteurs des Sukuks.

Documentation Contractuelle Nécessaire :

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Murabaha sont :

Type de contrat	Contractant	Conséquences
Contrat Murabaha	Le client originateur de la Murabaha mandate la SPV pour acheter et lui livrer un bien toute de suite, sachant qu'il ne s'acquittera pas de son paiement que plus tard.	Les deux contreparties posent contractuellement les dates de livraison et de paiement différé, la marge facturée par la SPV etc. afin de lever toute ambiguïté.
Contrat D'achat-vente	La SPV achète au fournisseur le bien objet de la Murabaha en A et s'acquitte d'un paiement au comptant	La complétion de la transaction donne lieu à un transfert de propriété de l'actif entre le fournisseur et la SPV. La SPV restera juridiquement le propriétaire du bien tant que l'originateur ne se sera pas acquitté de son versement différé.

S'agissant d'une dette (de l'originateur envers la SPV), ce Sukuk n'est pas négociable sur un marché secondaire que si et seulement s'il est revendu à sa valeur nominale et non avec une décote ou une majoration. Ceci s'explique par le principe de la finance islamique qui veut qu'il soit interdit de faire du profit sur de la dette.

2. Sukuk Al-Salam :

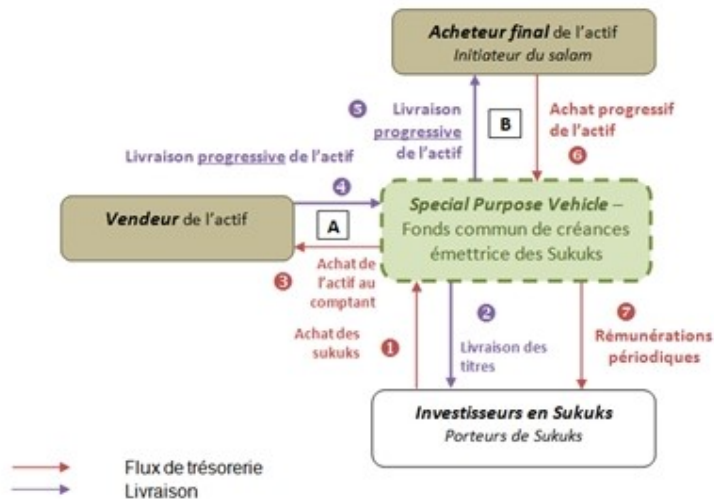


FIGURE 30: SCHEMA DU SUKUK AL-SALAM

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks sur le marché, qui ont une valeur de participation au capital de la SPV.

Elle promet aux investisseurs une rémunération dont l'échéancier est similaire à celui d'une obligation.

1. L'investisseur intéressé achète des Sukuks...
2. ... Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement. Une contrepartie sollicite la SPV pour acheter à terme un actif. Cet acheteur souhaite contracter l'équivalent d'un forward (que lui vendra la SPV) afin de fixer le prix de l'actif souhaité à terme. Enfin, l'acheteur du bien ne peut jouir de la pleine propriété du bien qu'à maturité. L'acheteur final du bien et la SPV s'accordent contractuellement sur l'échéancier de livraison du bien et sur l'échéancier des paiements des Cash-flows de l'achat du sous-jacent par l'émetteur lui-même.
3. La SPV achète au comptant le bien en intégralité.
4. Le vendeur livre l'actif « par tranches » à la SPV.
5. La SPV livre la tranche de l'actif sous-jacent reçue en 2012 à l'initiateur du contrat Al-Salam.
6. L'acheteur verse en contrepartie de la réception de la fraction de l'actif un paiement à la SPV.
7. La SPV redistribue ce paiement à ses actionnaires, en l'occurrence aux porteurs de Sukuks.

Certains événements peuvent précipiter l'échéancier prévu de livraison et provoquer la livraison intégrale du bien entre le vendeur et la SPV, puis de la SPV à l'acheteur final. Du point de vue des porteurs des Sukuks, cela correspondra à un remboursement anticipé du capital.

Notons que ce Sukuk ne peut pas être échangé sur le marché secondaire vu que cela est assimilé par les juristes à une vente de la dette prohibée par la Shari'ah.

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Salam sont :

	Type de contrat	Contractant	Conséquences
A	Contrat Salam	La SPV contracte une vente Salam avec le vendeur	Ce document donne le droit aux souscripteurs de recevoir le sous-jacent à terme, qui une fois livré, sera vendu à l'acheteur final (Initiateur du Salam), afin de générer les Cash-flows. Pour le vendeur, ce document lui permet de se financer.
B	Promesse d'achat	Garantie de l'acheteur final pour la SPV	La livraison en une seule fois de l'actif à l'acheteur ne donnerait lieu qu'à une seule redistribution de cash aux investisseurs en Sukuks (comme un zéro coupon bond). Afin d'imiter l'échéancier obligataire, la SPV va fractionner la livraison de l'actif en plusieurs fois correspondants aux échéanciers obligataires.
C	Promesse de vente (Wa'd)	Garantie de vente de la SPV à l'acheteur final	Permet à l'acheteur final d'acheter à la SPV le sous-jacent (seulement après que le vendeur délivre physiquement ou bien constructivement le sous-jacent à la SPV)

3. Sukuk Al-Istisna'a :

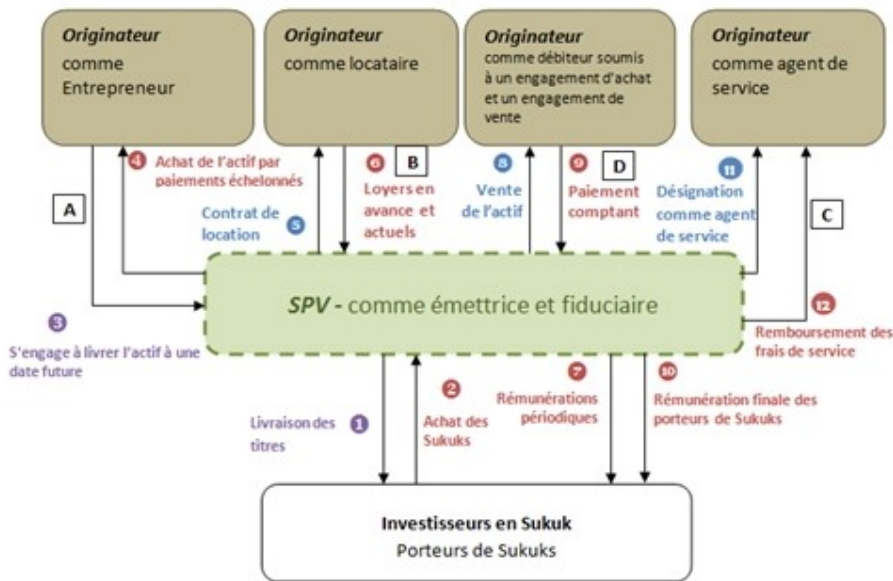


FIGURE 31: SHEMA DE SUKUK AL-ISTISNA'A

1. La SPV émet les Sukuks, qui représentent une part indivisible de droit de propriété dans un actif sous-jacent ou une transaction. Ils représentent également un droit de toucher de la part de la SPV un paiement périodique de coupons ainsi qu'un paiement final lors de la dissolution.
2. Les investisseurs souscrivent aux Sukuks et payent le prix des titres à la SPV ("Montant principal"). La SPV déclare une fiducie sur la somme récoltée (ainsi que sur tout actif acquis en utilisant la somme récoltée). Ainsi elle agit comme fiduciaire pour le compte des investisseurs.
3. L'originateur rejoint le fiduciaire dans le contrat Istisna'a, dans la mesure où, l'originateur accepte de fabriquer ou de construire certains actifs et s'engage à les délivrer à une date future. Le fiduciaire accepte de mettre à disposition ces actifs à cette date future.
4. Le fiduciaire paye un prix à l'originateur (typiquement par paiements échelonnés) pour l'acquisition de l'actif à un prix égal au "Montant Principal".
5. Le fiduciaire s'engage à louer l'actif à l'originateur sous un contrat bail forward (aussi connu sous le nom d'Ijarah Mawsufah fi Al-Dimmah) pour une durée globale qui reflète la maturité des Sukuks.
6. L'originateur (en tant que locataire) effectue des paiements de deux sortes :
 - Loyers en avance, i.e. avant la livraison de l'actif,
 - Loyers actuels après la livraison de l'actif, à des intervalles réguliers pour le compte du fiduciaire (en tant que bailleur). Ces loyers sont égaux à la distribution périodique des Sukuks à cet instant. Ces montants peuvent être calculés par référence à un taux fixe ou variable (Par exemple : LIBOR ou EIBOR), selon la valeur nominale des Sukuks émis et sous réserve d'accord mutuel des parties à l'avance.

7. La SPV émettrice assure la distribution périodique de coupons aux investisseurs en utilisant les loyers en avance qu'elle reçoit de l'originateur.
8. Si la livraison des actifs a lieu au moment où se produit :
 - Un événement de défaut ou à l'échéance (sous la responsabilité du fiduciaire dans le cadre de l'engagement d'achat).
 - L'exercice d'un appel en option (S'il est applicable aux Sukuks) ou l'occurrence d'un événement d'imposition (tous les deux sous la responsabilité de l'originateur dans le cadre de l'engagement de vente).

Dans chacun de ces deux cas, le fiduciaire vend et l'originateur achète l'actif au prix applicable à l'exercice qui sera égal au Montant Principal plus les charges ou le montant des impayés des distributions périodiques de coupons qui reviennent aux investisseurs. Toute rupture intervenant avant la date de livraison de l'actif devra être traitée dans le cadre du contrat Istisna'a - avec un remboursement ou compensation (appelé "Montant de rupture du contrat Istisna'a"). Ceci est nécessaire pour que la SPV puisse réclamer à l'originateur un montant suffisant pour couvrir le prix de dissolution (sachant que la SPV doit également rembourser à l'originateur (à titre de locataire) tous les loyers en avance payés, dans le cadre du contrat de bail).

9. Paiement du prix d'exercice par l'originateur (en tant que débiteur) ou, si une rupture a lieu avant la livraison de l'actif, paiement du "Montant de rupture du contrat Istisna'a" par l'originateur (en tant qu'entrepreneur).
10. La SPV émettrice paye le prix de dissolution aux investisseurs en utilisant le prix d'exercice (ou, si une rupture a eu lieu avant la livraison, en utilisant le "Montant de rupture du contrat Istisna'a") qu'elle aura reçu de l'originateur.
 - Le fiduciaire et l'originateur entrent dans le cadre du contrat de service, par lequel le fiduciaire chargera l'originateur d'être son agent de service, dès la livraison de l'actif, pour que ce dernier puisse s'occuper de certaines obligations du fiduciaire, notamment l'obligation d'entreprendre toute action de maintenance, assurance (ou Takaful) et paiement d'impôts relatifs à l'actif. Dans ce sens, l'originateur (comme agent de service) réclame les coûts et dépenses engagés pour la réalisation de ces obligations ("Frais de services"). Le prix de loyer actuel pour la période de location ultérieure dans le cadre de la location forward sera augmenté d'un montant équivalent. Cette augmentation due par l'originateur (en tant que locataire) servira à remplir l'obligation du fiduciaire à payer les frais de service.

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Istisna'a sont :

	Type de contrat	Contractant	Conséquences
A	Contrat Istisna'a	Originateur (en tant qu'entrepreneur) et fiduciaire (en tant qu'acheteur)	Ce document émis par le fiduciaire donne la propriété de recettes générées par les actifs à une date future.
B	Contrat de location (Ijarah Mawsufah fi Al-Dimmah	Fiduciaire (en tant que bailleur) et Originateur (en tant que locataire)	<p>Ce contrat contient un engagement de location, de telle sorte qu'après la livraison de l'actif, le fiduciaire loue l'actif à l'originateur de la manière suivante :</p> <p>i. procure à l'originateur le droit de possession et d'utilisation de l'actif de tel sorte que son activité principale puisse continuer sans interruption</p> <p>ii. Grâce aux loyers actuels, ceci génère un profit basé sur la dette pour le fiduciaire (et les investisseurs).</p> <p>Avant la livraison de l'actif, des loyers en avance sont payés par l'originateur pour générer un profit basé sur la dette pour le fiduciaire (et les investisseurs)</p>
C	Contrat de service	Fiduciaire (comme bailleur) et l'originateur (comme agent de service)	A partir de la livraison de l'actif, ceci permet au fiduciaire de transférer certaines de ses responsabilités de maintenance, assurance (ou Takaful) et paiement d'impôts (les obligations du propriétaire) à l'originateur. Les remboursements et frais de services sont compris dans (i) en ajoutant un loyer supplémentaire dans le contrat de location ou (ii) en ajoutant un montant supplémentaire dans le prix d'exercice (payable dans le cadre de l'engagement d'achat ou l'engagement de vente).
D	Engagement d'achat (Wa'd)	Garanti par l'originateur (en tant que débiteur) en faveur du fiduciaire	Ceci permet au fiduciaire de vendre l'actif à l'originateur si un événement de défaut se produit ou à échéance. L'originateur est obligé de payer tous les montants manquants (dans le prix d'exercice) afin que le fiduciaire puisse payer les investisseurs. S'applique uniquement à partir de la livraison de l'actif.

E	Engagement de vente (Wa'd)	Garanti par le fiduciaire en faveur de l'originateur (en tant que débiteur)	Permet à l'originateur d'acheter l'actif du fiduciaire dans des circonstances limitées (exemple : l'occurrence d'un événement lié à l'imposition). Dans ce cas, l'originateur doit payer tous les montants manquants (dans le prix d'exercice) afin que le fiduciaire puisse payer les investisseurs. S'applique uniquement à partir de la livraison de l'actif.
---	----------------------------	---	--

II. Sukuk Lease -Based

I. Sukuk Al -Ijarah:

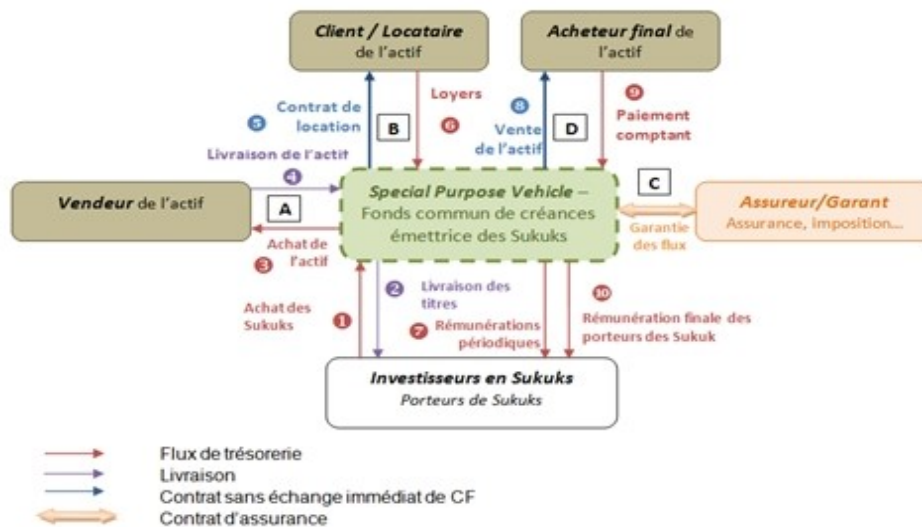


FIGURE 32: SHEMA DES SUKUKS AL-IJARAH

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks sur le marché, qui ont une valeur de participation au capital de la SPV. Elle promet aux investisseurs une rémunération dont l'échéancier est similaire à celui d'une obligation.

1. L'investisseur intéressé achète des Sukuks...
2. Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement. Une fois les fonds suffisants rassemblés, la SPV achète un actif sous-jacent susceptible d'être loué à une contrepartie. Dans un premier temps, elle ne dispose pas encore de cet actif. C'est la raison pour laquelle elle va s'adresser sur le marché à un vendeur...
3. auquel elle va acheter le bien en question au comptant.
4. Le vendeur livre l'actif à la SPV. La SPV est désormais propriétaire de l'actif et doit assumer les risques liés à cette propriété. Elle loue l'actif à un locataire puis à terme revend l'actif. Ce sont tous les flux de trésorerie dont la SPV va bénéficier qui vont financer les redistributions périodiques aux porteurs de

Sukuks.

5. La SPV conclut un contrat de location avec la contrepartie et lui livre le bien. Si le bien est immobilier, la contrepartie va occuper les lieux et verser un loyer au propriétaire, en l'occurrence la SPV.
6. A échéance régulière, la SPV perçoit des loyers.
7. La SPV redistribue ces loyers à ces actionnaires, en l'occurrence aux porteurs de Sukuks. En raison de l'incertitude liée à la perception des loyers et au montage financier en général, la SPV a la possibilité d'avoir recours à un garant, qui s'occupera également de traiter les charges liées aux questions de propriété.
8. Au terme du contrat de location, la SPV revend l'actif soit au locataire mentionné en 5. soit à une tierce contrepartie.
9. L'acheteur de l'actif verse au comptant le montant de la transaction à la SPV...
10. qui le reverse aux porteurs des Sukuks (CF de remboursement final).

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les modalités de structuration d'une Ijarah sont définies dans l'AAOIFI Shari'ah Standard #9 Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Ijarah sont :

	Type de contrat	Contractant	Conséquences
A	Contrat d'achat-vente	La SPV est acheteuse de l'actif à une contrepartie vendeuse.	A la signature du contrat, la SPV devient propriétaire de l'actif, source de profit. Le montant versé au vendeur a été financé par les fonds apportés par les porteurs de Sukuks.
B	Contrat de location	Le client s'engage dans un contrat de location de l'actif auprès de la SPV avec option facultative de rachat à maturité (crédit-bail).	Le sous-jacent peut-être un bien immobilier, un outil de production etc. La SPV est toujours propriétaire de l'actif et à ce titre perçoit les revenus de la location.
C	Contrat de gestion	La SPV délègue à un agent financier externe la responsabilité fiscale, d'assurance et d'entretien du sous-jacent.	Permet à la SPV de transférer au gérant la responsabilité liée aux paiements relatifs à la maintenance, l'assurance islamique (Takaful) et autres paiements et charges supplémentaires (Taxes..).
D	Promesse de remboursement du capital	La SPV doit impérativement revendre l'actif à un acheteur à maturité. Cette contrepartie acheteuse peut être l'ancien locataire du bien	Le remboursement de l'actif peut être anticipé en cas de détérioration (ex : incendie de l'immeuble, panne de machine) qui entraînerait une cessation de versement de loyers. Cette promesse de revente permet d'assurer le paiement du flux final aux porteurs de Sukuks.

II. Equity -Based Sukuk

1. Sukuk Al -Mudharaba

Les Sukuks de Al-Mudharaba sont des outils d'investissement qui divisent le capital de la Mudharaba en plusieurs unités inscrites sous le nom des porteurs de Sukuks, qui sont considérés comme détenteurs des actifs du capital de la Mudharaba et de tous les bénéfices et rendements proportionnellement au pourcentage investis dans la Mudharaba.

La SPV joue alors le rôle de Rab Al-Mal, et les investisseurs sont alors copropriétaires sans pouvoir intervenir dans la gestion qui est confiée au Mudharib. La participation du Mudharib avec son travail et son savoir-faire, et celle des porteurs des Sukuks avec le Cash investi dans le capital de la SPV permettrait par la suite de rémunérer les deux parties sur une base préalablement établies dans le contrat.

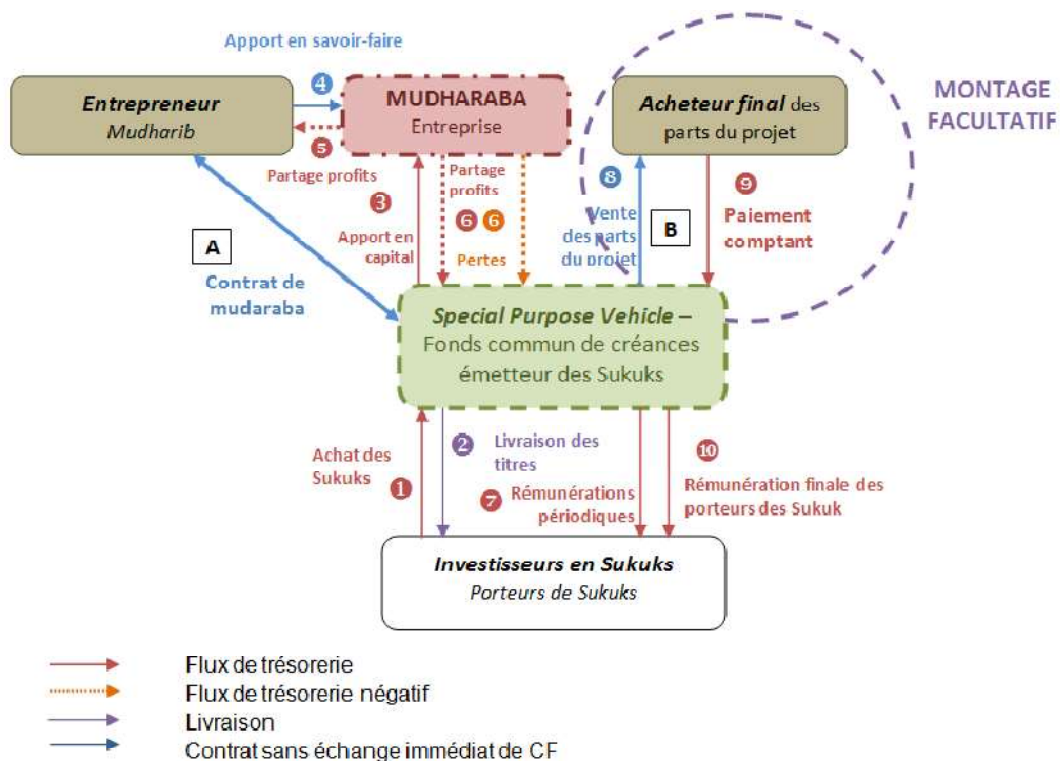


FIGURE 33: SHEMA DES SUKUK AL-MUDHARABA

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks qui ont une valeur de participation au capital de la SPV. Elle promet aux investisseurs une rémunération dont l'échéancier est similaire à celui d'une obligation. La Mudharaba étant un contrat participatif, le sous-jacent est un projet dont la rentabilité n'est pas garantie a priori. Dans le cas de la Mudharaba, le financier du projet (ici la SPV) s'engage contractuellement à assumer l'intégralité des pertes si le projet financé est déficitaire. Le partage des profits est en revanche contractuellement statué.

1. L'investisseur intéressé achète des Sukuks...
2. Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement. La SPV s'arrange contractuellement avec un partenaire (le Mudharib) en manque de financement pour son projet. La SPV lui apporte des fonds tandis que lui contribue dans le projet avec son expertise et son travail. Lors de la signature du contrat sont déterminés la répartition des profits entre la SPV et le Mudharib, la durée prévue du partenariat ainsi que ses modalités d'interruption. Les pertes seront exclusivement à la charge de la SPV, et donc des porteurs de Sukuks.
3. La SPV emploie les fonds récoltés grâce à son émission des Sukuks pour financer le projet.
4. Le partenaire, initiateur du projet, apporte son savoir-faire. Au fil de l'activité économique du partenariat, à échéances régulières, l'entreprise génère des revenus, ou éventuellement des pertes.
5. Une partie de ces revenus est redistribuée au Mudharib comme convenu contractuellement.
6. Une partie de ces revenus est redistribuée à la SPV comme convenu contractuellement. S'il s'agit de pertes, la SPV devra intégralement les assumer.
7. La SPV répercute les gains/pertes immédiatement aux porteurs de Sukuks. S'il s'agit de pertes, ces derniers se doivent, sauf cas prévu contractuellement, d'assumer les pertes.
8. Au terme du contrat de Mudharaba, la SPV revend ses parts de partenariat à une tierce partie. En général, l'acheteur final est le Mudharib lui-même.
9. L'acheteur de l'actif verse au comptant le montant de la transaction à la SPV...
10. qui le reverse aux porteurs de Sukuks (CF de remboursement final).

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Mudharaba sont :

	Type de contrat	Contractant	Conséquences
A	Contrat de financement (Mudharaba)	La SPV finance le projet d'un entrepreneur.	La signature du contrat accorde un droit de propriété des détenteurs des Sukuks sur le projet financé en partenariat, ce qui leur garantit un ayant-droit aux profits. Le Mudharib perçoit les fonds dès lors qu'il s'est engagé dans le contrat de financement.
B	Promesse d'achat-vente (Wa'd) FACULTATIVE	La SPV doit impérativement revendre ses parts du projet à un acheteur à maturité. Cette contrepartie acheteuse peut être le Mudharib lui-même.	Le remboursement de l'actif peut être anticipé en cas d'événement corporate (ex : faillite du projet) qui entraînerait une cessation de flux de rémunérations. Cette promesse de revente permet d'assurer le paiement du flux final aux détenteurs de Sukuks.

2. Sukuk Al-Musharaka

La seule différence notable entre les contrats de Mudharaba et de Musharaka se manifeste dans la relation entre le gestionnaire du projet et les porteurs de Sukuks.

La SPV, qui est désignée comme entité de gestion du projet collecte les participations des investisseurs, et le Musharik, qui est en pratique la banque islamique, participe généralement par des lots de terrains ou des biens immobiliers dans le contrat de la Musharaka. Il est à noter que les investisseurs peuvent participer dans la gestion du projet sans y interférer excessivement.

La SPV émet des Sukuks de Al-Musharaka avec des dates de maturités fixes.

A l'émission des Sukuks la SPV partage les profits avec les investisseurs (généralement coupon = Libor + X points de base) sur une base semi-annuelle par exemple. Lorsque le projet génère des profits supérieurs au coupon convenu, les investisseurs perçoivent juste le coupon.

Exemple :

Une banque islamique voudrait lever des fonds pour la construction de bureaux dans un lot de terrains qu'elle possède par le biais de Sukuks Al-Musharaka. Le terrain coûte 10 M€ et la construction coûterait à peu près 90 M€. L'émission des Sukuks Al-Musharaka dans le marché est cotée avec un coupon fixe de 6% et un nominal de 100 M€. A chaque période, on peut avoir trois scénarios :

- Le projet génère assez de bénéfices pour payer les coupons $6\% \times 6/12 \times 100 \text{ M€} = 3 \text{ M€}$ distribué. Les investisseurs reçoivent $9/10$ de $3 \text{ M€} = 2,7 \text{ M€}$ et la banque reçoit $0,3 \text{ M€}$;
- Le projet génère un profit supérieur au coupon, par exemple 5 M€. Dans ce cas les investisseurs recevront $2,7 \text{ M€}$ et la banque $2 \text{ M€} + 0,3 \text{ M€}$;
- Le projet ne génère pas assez de profits (2 M€) : la banque reçoit alors $0,2 \text{ M€}$ et les investisseurs $1,8 \text{ M€}$.

L'exemple montré ci-dessus n'est qu'un modèle simplifié, en réalité un compte de réserves est créé pour accumuler à chaque date de détachement du coupon, les éventuels profits excédant la valeur du coupon. Ainsi, en cas d'insuffisance de profits pendant une période future, le gérant fait appel à ce compte pour compenser au maximum le déficit et payer exactement la valeur du coupon si le montant des réserves le permet. Si à la maturité des Sukuks, il reste encore du Cash dans le compte de réserves, il pourrait être utilisé pour compenser le déficit éventuel au remboursement du nominal des Sukuks, et s'il en reste encore après le remboursement du nominal, il pourrait être attribué au gérant (la banque islamique) en tant que prime sur le résultat. Les différentes modalités de gestion du compte des réserves doivent être précisément décrites dans le contrat d'émission des Sukuks.

On note que l'attribution systématique au gérant, du restant dans le compte de réserves à maturité sous forme de prime, rencontre des objections auprès de certains juristes, qui optent plus à ce que la liquidation des réserves soient d'une manière participative comme tout profit durant la vie des Sukuks ou à ce que la prime soit un pourcentage raisonnable du Cash restant (autour de 10% pour certains).

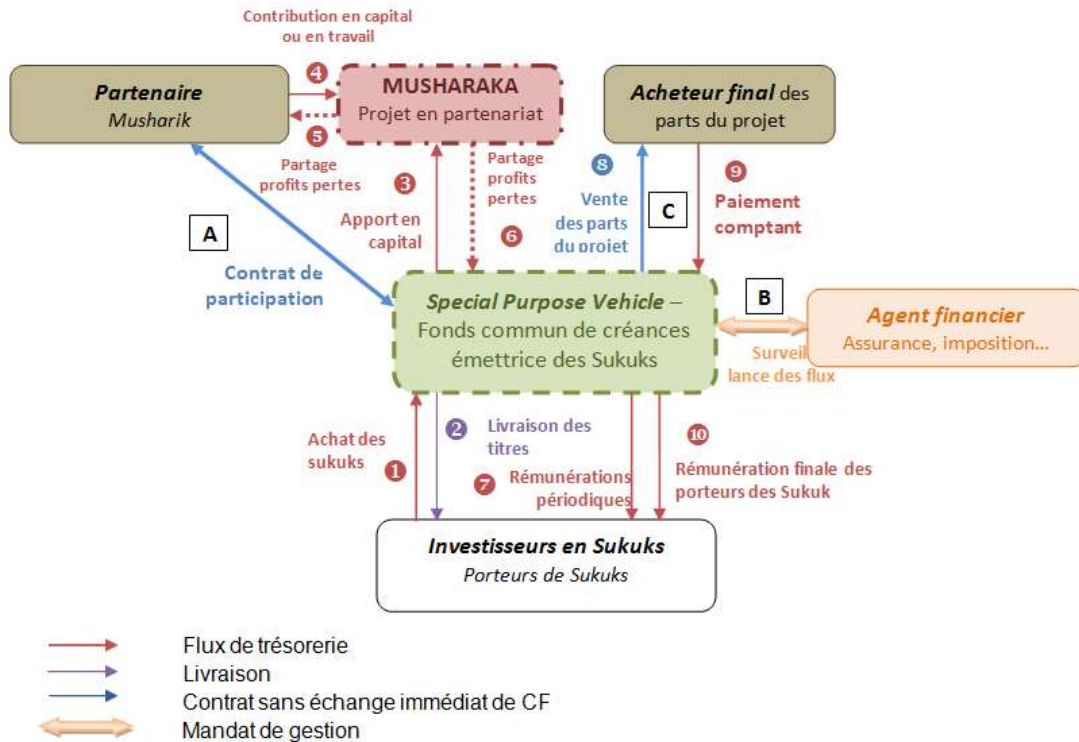


FIGURE 34: SCHÉMA DU SUKUK AL-MUSHARAKA

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks qui ont une valeur de participation au capital de la SPV. Elle promet aux investisseurs une rémunération dont l'échéancier est similaire à celui d'une obligation. Comme la particularité de la Musharaka est que le financier peut en cas de piètre performance de l'actif financé amortir les pertes du projet, les détenteurs d'un Sukuk Al-Musharaka doivent être avertis de la possibilité de devoir financer les pertes au cours de la durée du Sukuk.

1. L'investisseur intéressé achète des Sukuks...
2. ... Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement. La SPV s'arrange contractuellement avec un partenaire (le Musharik) en manque de financement pour son projet. La SPV lui apporte des fonds là où le Musharik apportera sa contribution en travail et en capital. Lors de la signature du contrat sont déterminés la répartition des profits entre la SPV et le Musharik, la durée prévue du partenariat ainsi que ses modalités d'interruption. Les pertes seront partagées impérativement en proportion de l'apport initial en capital des deux partenaires.
3. La SPV emploie les fonds récoltés grâce à son émission de Sukuks pour apporter sa contribution en capital au projet.
4. Le partenaire, initiateur du projet, contribue en capital et en travail en accord avec les modalités définies lors de la signature du contrat de Musharaka. Au fil de l'activité économique du partenariat, à échéances régulières, l'entreprise génère des revenus, ou éventuellement des pertes.

5. Une partie de ces revenus est redistribuée au partenaire comme convenu contractuellement. S'il s'agit de pertes, elles incomberont au partenaire à hauteur de son apport en capital.
6. Une partie de ces revenus est redistribuée à la SPV comme convenu contractuellement. S'il s'agit de pertes, elles lui incomberont à hauteur de son apport en capital dans la Musharaka.
7. La SPV répercute les gains/pertes immédiatement aux porteurs de Sukuks. S'il s'agit de pertes, les porteurs des Sukuks se doivent, sauf cas prévu contractuellement, d'amortir les pertes.
8. Au terme du contrat de Musharaka, la SPV revend ses parts du partenariat à une tierce partie. Il arrive très souvent que cet acheteur final soit le Musharik lui-même.
9. L'acheteur de l'actif verse au comptant le montant de la transaction à la SPV...
10. ... qui le reverse aux porteurs des Sukuks (CF de remboursement final).

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les modalités de la Musharaka sont définies dans l'AAOIFI Shari'ah Standard #12
Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Musharaka sont :

	Type de contrat	Contractant	Conséquences
A	Contrat de partenariat (Musharaka)	La SPV s'associe avec un partenaire pour concrétiser un projet.	La signature du contrat accorde un droit de propriété aux porteurs des Sukuks sur le projet financé en partenariat, ce qui leur garantit un ayant-droit aux profits. Le Musharik perçoit les fonds dès lors qu'il s'est engagé dans le contrat de partenariat.
B	Contrat de gestion	La SPV délègue à un agent financier externe la responsabilité fiscale et la surveillance des actifs engagés.	L'agent financier externe est mandaté pour suivre les actifs engagés dans la Musharaka.
C	Promesse d'achat-vente	La SPV doit impérativement revendre ses parts du projet à un acheteur à maturité. Cette contrepartie acheteuse peut être le partenaire lui-même.	Le remboursement de l'actif peut être anticipé en cas d'événement corporate (ex : faillite du projet) qui entraînerait une cessation de flux de rémunérations. Cette promesse de revente permet d'assurer le paiement du flux final aux porteurs des Sukuks.

3. Sukuk Al-Wakala

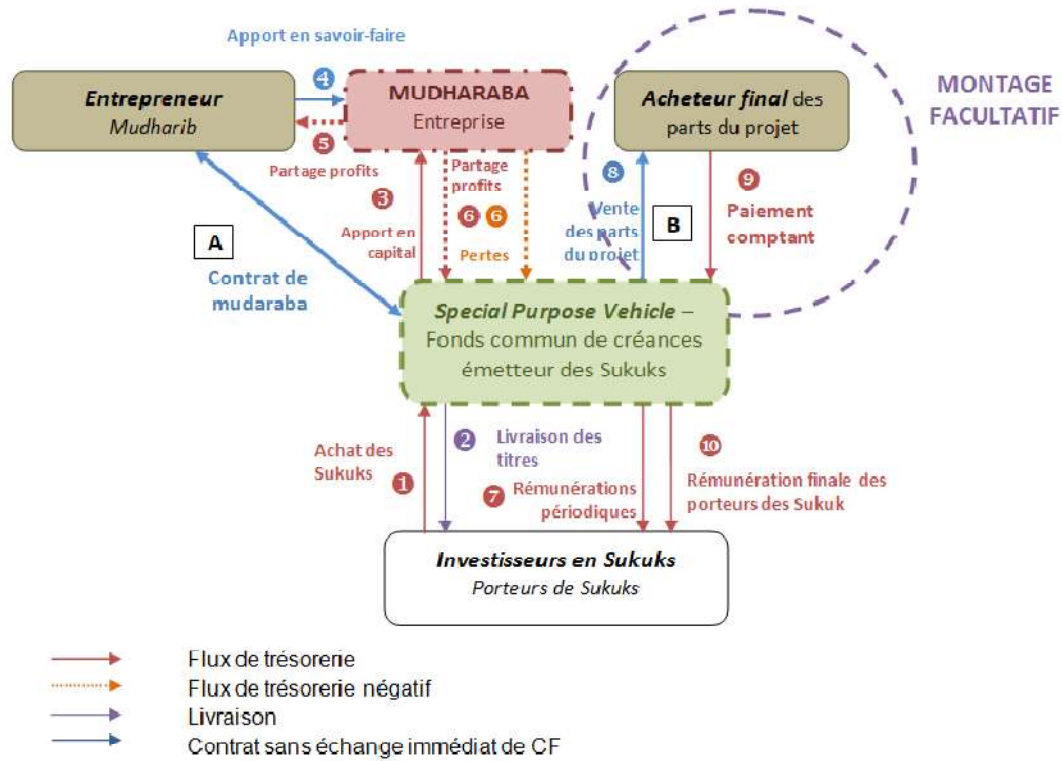


FIGURE 35: SCHEMA DU SUKUK AL-WAKALA

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks qui ont une valeur de participation au capital de la SPV. Elle promet aux investisseurs une rémunération dont l'échéancier est similaire à celui d'une obligation. Les coupons des Sukuks seront financés par le rendement d'actifs dans lesquels un gérant pour compte tiers (le Wakil) aura investi.

1. L'investisseur intéressé achète des Sukuks...
2. ... Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement. Une fois les fonds suffisants rassemblés, la SPV mandate un agent intermédiaire qui va se charger d'investir tous les fonds rassemblés dans un pool d'actifs, dont la composition doit répondre à certaines conditions. En effet, les actifs en question doivent être compatibles avec la Shari'ah, et un minimum de 50% du portefeuille doit comporter des actifs tangibles.
3. Un Wakil est mandaté par la SPV pour investir les fonds rassemblés. Le Wakil perçoit le montant...
4. ... qu'il investit dans des actifs compatibles avec la Shari'ah. La SPV devient propriétaire d'une série d'actifs achetés très souvent à des contreparties différentes.

5. Les contreparties vendeuses livrent les actifs au Wakil.
6. Les actifs dans lesquels a investi le Wakil sous le mandat de la SPV produisent des bénéfices. Ce sont ces bénéfices qui servent à rémunérer les porteurs de Sukuks. Le gérant pour compte tiers se charge de rassembler les rendements et les reverse à la SPV...
7. ... qui les reverse aux porteurs de Sukuks.
8. A échéance, le pool d'actifs, propriété juridique de la SPV, est revendu à un acheteur...
9. ...qui paie au comptant le transfert de propriété d'actifs.
10. Cette vente du pool d'actifs sous-jacents va assurer le versement du coupon final aux porteurs de Sukuks.

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Wakala sont :

	Type de contrat	Contractant	Conséquences
A	Contrat de Wakala (délégation)	La SPV mandate un Wakil (gérant pour compte tiers) pour gérer un capital.	A la signature du contrat, la SPV confie ses fonds à un gérant extérieur. Le contrat de Wakala stipule les frais de gestion, la durée du contrat ainsi que les modalités de rupture de contrat. Il définit enfin quels sont les actifs dans lesquels le Wakil peut investir.
B	Contrat d'achat-vente	Le Wakil, au nom de la SPV, achète des biens à des contreparties vendeuses avec le capital de la SPV.	Les actifs achetés doivent respecter les principes fondamentaux de la Shari'ah, et un quota minimum de 50% d'actifs tangibles est requis.
C	Promesse de remboursement du capital	La SPV doit impérativement revendre l'actif à un acheteur à maturité	Le remboursement de l'actif peut être anticipé dans certains cas, soigneusement détaillés dans le contrat. Cette promesse de revente permet d'assurer le paiement du flux final aux porteurs des Sukuks.

4. Sukuk Al-Istithmar

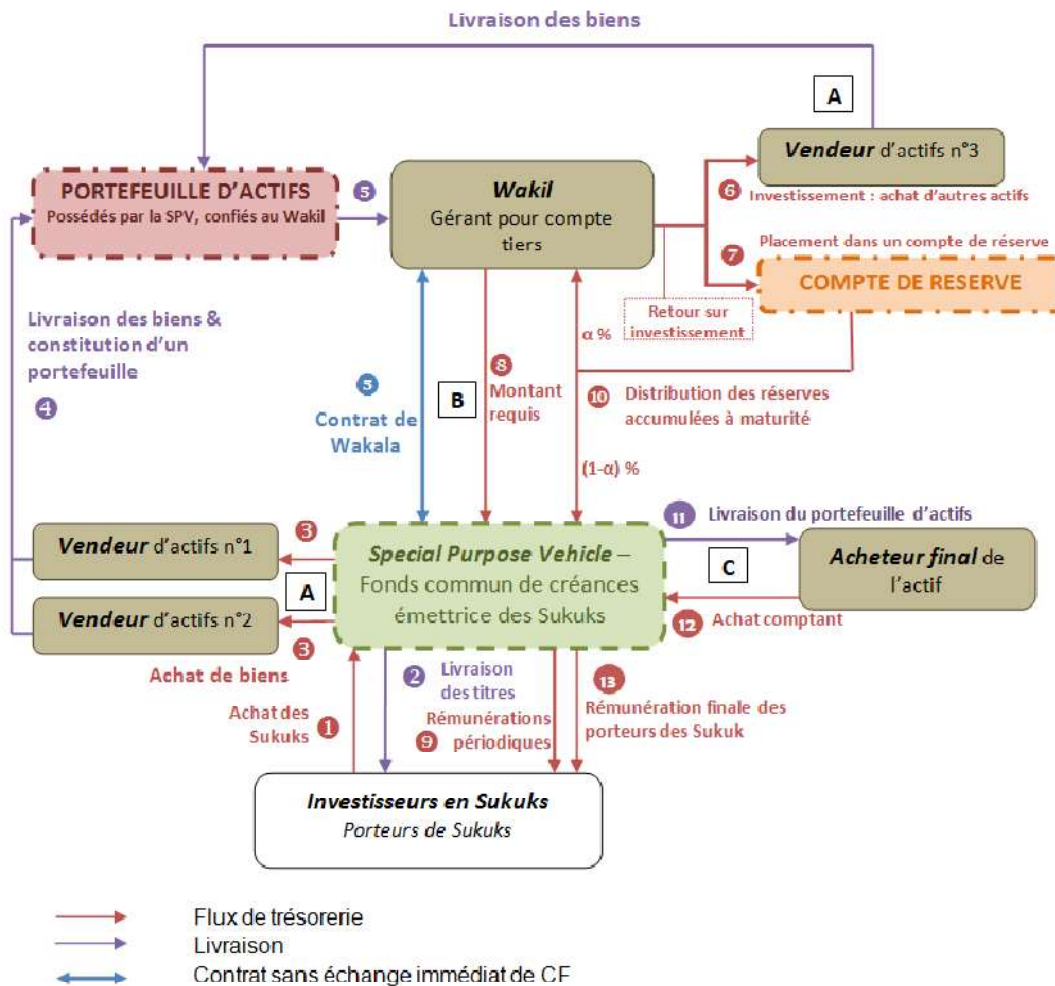


FIGURE 37: SCHEMA DU SUKUK AL-ISTITHMAR

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks qui ont une valeur de participation au capital de la SPV. Elle promet aux investisseurs une rémunération dont l'échéancier est similaire à celui d'une obligation.

1. L'investisseur intéressé achète des Sukuks...
2. ... Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement.
3. La SPV emploie les fonds levés pour acheter des actifs auprès de différents vendeurs. Les actifs sont en général des biens tangibles, mais peuvent également être, sous réserve de ne pas être de la dette pure, des Cash-Flows rémunérateurs de contrats islamiques type Ijarah, Murabaha ou Istisna'a.
4. Les actifs achetés sont regroupés au sein d'un portefeuille, dont la SPV est la propriétaire.
5. Soucieuse d'assurer une bonne gestion des actifs mais sans y prendre part directement, elle mandate un gestionnaire d'actifs, ou Wakil, auquel elle confie le

portefeuille. De fait, la SPV lui livre la responsabilité du portefeuille et lui confie la charge de collecter les revenus des différents sous-jacents, dans le but de les lui rétribuer à échéances régulières (2).

Les éventuels revenus collectés peuvent faire l'objet d'un choix stratégique incombant au Wakil.

6. Soit les revenus collectés sont réinvestis dans l'achat d'autres actifs rémunérateurs. Pour ce faire, le gestionnaire contacte un vendeur qui lui livrera le bien. Le bien vient rejoindre le portefeuille d'actifs déjà existant.
7. Soit les revenus collectés sont déposés sur un compte de réserves, en prévision des mauvaises années.
8. A échéances régulières, le Wakil verse des Cash-Flows de rémunération à la SPV. Le montant des versements (le « montant requis ») est fixé lors de la signature du contrat de Wakala.
9. La SPV paie les coupons périodiques aux investisseurs en utilisant les revenus qu'elle a reçus de l'émetteur.
Lorsque les Sukuks arrivent à maturité :
10. Le compte de réserve n'a plus vocation à exister et doit être dissout. Le montant restant est réparti entre le Wakil (à hauteur de α %) et la SPV (à hauteur de $(1-\alpha)$ %), la clé de répartition étant contractuellement établie lors de la signature de la Wakala.
Le portefeuille d'actifs est livré dans son intégralité à un acheteur...
... qui règle au comptant.
La vente du portefeuille d'actifs permet de financer la rémunération finale des porteurs de Sukuks.

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Istithmar sont :

	Type de contrat	Contractant	Conséquences
A	Contrat d'achat-vente	La SPV est acheteuse de l'actif à une contrepartie vendeuse.	A la signature du contrat, la SPV devient propriétaire de l'actif, source de profit. Le montant versé au vendeur a été financé par les fonds apportés par les détenteurs de Sukuks.
B	Contrat de Wakala (délégation)	La SPV mandate un Wakil (gérant pour compte tiers) pour la gestion de son portefeuille d'actifs.	A la signature du contrat, la SPV confie ses actifs à un gérant extérieur. Le contrat de Wakala stipule les frais de gestion, la durée du contrat ainsi que les modalités de rupture de contrat. Il définit enfin quels sont les actifs dans lesquels le Wakil peut investir, et la proportion de répartition du compte de réserve lors de la dissolution.

C	Promesse d'achat-vente	La SPV doit impérativement revendre l'actif à un acheteur à maturité. Cette contrepartie acheteuse s'engage à racheter le portefeuille d'actifs à maturité.	Cette promesse de revente permet d'assurer le paiement du flux final aux porteurs des Sukuks.
---	------------------------	---	---

CHAPITRE 3

Les Sukuks : problématiques juridiques

Ce chapitre présente les principales problématiques juridiques spécifiques aux Sukuks. Nous avons vu dans le premier chapitre que l'AAOIFI définit les Sukuks comme étant des titres de copropriété représentatifs d'un actif tangible. Il s'avère nécessaire d'analyser soigneusement les notions de propriété et de garantie des actifs que nous allons aborder respectivement dans la première et la deuxième sous-partie de ce chapitre.

Les Sukuks, étant des instruments proches des ABS (Asset-Backed Securities), ont largement bénéficié du cadre réglementaire de la titrisation en finance conventionnelle. De ce fait, la troisième partie du chapitre traite des spécificités de la titrisation en finance islamique. Pour conclure ce chapitre, nous ferons un focus spécial sur les Sukuks de type Al-Ijarah, vu que ce sont les Sukuks les plus répandus dans le marché.

I. Sukuks et droit de propriété

Pendant la crise financière de 2008, un des premiers défauts des Sukuks vit le jour : la notion de propriété des actifs sous-jacents était confuse. Certains investisseurs pensaient avoir un titre de propriété sur les actifs sous-jacents, alors que d'autres pensaient à tort, être des créiteurs avec un droit préférentiel par rapport aux autres créanciers. D'autres encore pensaient que la propriété des actifs rendait leurs titres plus sécurisés que les obligations conventionnelles.

Un des problèmes majeurs des Sukuks, est que les lois locales des pays émetteurs ne sont pas toujours en adéquation avec la Shari'ah, ce qui requiert un aménagement réglementaire et fiscal afin d'assurer la bonne application des concepts de la finance islamique.

Rappelons que selon l'AAOIFI, les Sukuks sont des titres de valeurs identiques qui représentent des parts indivisées de propriété de biens, d'usufruit ou de services, mais aussi des parts d'actifs tangibles d'un projet bien déterminé ou d'une activité d'investissement privé. En 2009, l'IFSB (Islamic Financial Services Board) a distingué deux grandes catégories de Sukuks : Asset-Based et Asset-Backed.

Les Sukuks Asset-Based se rapprochent des obligations conventionnelles, qui sont des titres de créances n'offrant aucun droit de propriété explicite sur les actifs. Par contre, les Sukuks Asset-Backed, sur les marchés offrent un recours explicite de propriété sur les actifs.

II. La propriété dans la logique des marchés

Les Sukuks sont communément structurés sous la loi Anglaise. Dans cette législation, le droit de propriété des actifs sous-jacents est classé en deux catégories : legal property et beneficial property. La propriété légale donne droit aux titres des actifs contrairement à la propriété du bénéfice qui donne seulement un certain droit

d'exploitation sur les actifs sans leurs titres légaux. Il est important que les investisseurs sachent qui détient le titre légal et qui détient la propriété du bénéfice. C'est en fait, cette distinction qui permet de déterminer en cas de défaut, la priorité des investisseurs, et les droits aux actifs. Le transfert de propriété se concrétise par l'enregistrement de ce dernier dans le book de l'investisseur : les actifs sont réellement vendus aux détenteurs des Sukuks que s'ils n'apparaissent plus dans le bilan comptable de l'émetteur.

La propriété dans la Shari'a :

La structure la plus commune des Sukuks implique conjointement la vente d'un bien et son leasing. Le bien en question doit remplir toutes les conditions d'éligibilité en matière de vente et de leasing. La vente et le leasing successifs se font par l'intermédiaire d'une société créée spécialement à cet effet, appelée Special Purpose Vehicle (SPV). Par conséquent, il est important que cette entité qui émet les certificats d'investissement (Sukuks) puisse entreprendre ces deux types d'opérations. Les Sukuks sont des certificats d'investissement représentant une participation proportionnelle dans la détention de la propriété des actifs tangibles sous-jacents, et permettent d'obtenir une rémunération régulière basée sur la performance des actifs sous-jacents financés. Il est donc, crucial de déterminer comment la part de propriété de chaque investisseur est définie, au travers de la SPV.

Dans la Shari'a, il existe plusieurs types de propriété. Nous analyserons brièvement le traitement de la propriété à la lumière de la jurisprudence musulmane classique.

Notion de propriété :

L'article 125 de Majallat Al-Ahkam Al-'Adlia (code civile de l'ancien empire ottoman dans le 19ème et début du 20ème siècle basé sur la Shari'ah) définit un bien possédé comme étant « toute chose détenue par un être humain, qu'il s'agisse d'une propriété particulière, ou de l'usufruit d'une propriété ». Puisque certaines propriétés comme les rivières, les parcs et les infrastructures publiques ne peuvent faire l'objet d'une propriété privée, les caractéristiques de tout objet ou de toute propriété possédée, doivent être étudiées au cas par cas pour savoir si elles peuvent être reprises dans un contrat jugé conforme. Bien que la définition de la Majalla restreigne le droit de propriété à des humains, les jurisconsultes modernes ont permis aux entreprises de posséder des biens mais aussi des droits d'usufruits.

Tandis que la jurisprudence moderne envisage la propriété comme un amas de droits qui peuvent être acquis tant par des personnes physiques que par des personnes morales, la jurisprudence islamique classique ne reconnaît pas la propriété totale et partielle qu'en terme de séparation entre la nue-propriété du bien (Raqa'ba) et son usufruit (Manfa'a). Les jurisconsultes musulmans considèrent donc que la propriété d'un bien et son usufruit forment un droit global de propriété alors que la détention d'un droit sans l'autre ne représente qu'un droit partiel de propriété.

Pour qu'un objet soit qualifié de propriété (Mal, en arabe) au sens de la loi islamique, il doit satisfaire les deux conditions suivantes :

- 1) La possibilité d'une détention physique.

2) Avoir des usages bénéfiques potentiels.

La première condition implique qu'il est impossible de qualifier de propriété des actifs intangibles tels que la connaissance, le savoir ou la santé. Dans cette optique, lorsqu'on rémunère un médecin, c'est bien pour l'effort et l'aide apportés et non pas pour d'éventuels biens donnés. La seconde condition assure que les objets constituant une propriété, ont une valeur certaine.

Propriétés valorisées et non valorisées

Les juristes classiques établissent une classification supplémentaire de la propriété (Mal) selon un système binaire de hiérarchies dont nous citons les plus importantes :

Premièrement, ils catégorisent une propriété selon qu'elle soit :

- 1) Valorisée par son possesseur (Mal Mutaqawwam), si elle est détenue à titre privé et qu'elle est utilisée de manière conforme à la Shari'ah.
- 2) Non valorisée (Mal Ghayr Mutaqawwam).

La seconde catégorie inclut les deux sous-catégories suivantes :

- 2 .1) Les biens qui n'appartiennent à personne spécifiquement, autrement dit les biens publics.
- 2 .2) Les biens dont l'usage, dans les conditions normales, n'est pas permis par l'islam (par exemple les vignes pour faire du vin et les élevages de porcs).

Les contrats qui concernent soit un transfert total, soit un transfert partiel de propriété, respectivement les ventes et les leasings, sont autorisés pour les biens valorisés mais non pour les biens non valorisés.

Quant à l'usufruit (Manfa'a) d'un bien faisant partie intégrante d'une propriété mise en vente, certains juristes ont estimé que le contrat de leasing subséquent pouvait être requalifié en tant que vente d'un usufruit. Notons que puisque c'est le bailleur qui est le propriétaire, s'il y a nécessité d'assurer ledit mobilier ou immobilier par exemple, alors c'est au bailleur de prendre en charge une police d'assurance (Takaful). Cette responsabilité ne repose pas sur le locataire. Ce dernier ne possède pas, en effet, ledit mobilier ou immobilier, mais il jouit de l'usufruit qui constitue un 'trust' (confiance-amanah) entre ses mains. Ainsi, si ledit mobilier en bail est détruit de par des moyens hors de sa volonté, le locataire ne sera pas responsable de la perte. Si le locataire est responsable du tort commis, alors il sera appelé à rembourser au propriétaire le montant correspondant à la valeur actuelle du mobilier ou les frais liés à sa réparation.

Pleine propriété, nue-propriété et usufruit :

La pleine propriété désigne la propriété au sens commun du terme, et celle-ci se décompose selon la formule suivante :

Pleine Propriété = Nue-propriété + Usufruit

Notons que l'on peut transférer indépendamment la nue-propriété ou l'usufruit par un acte de vente ou de bail. Voici quelques exemples pour expliciter cette notion :

- Transfert de la nue-propriété : Vente avec réserve d'usufruit, vente d'un bien déjà loué à une tierce partie...
- Transfert de l'usufruit : Bail
- Transfert des deux composantes (de la pleine propriété) : Vente normale
- Caractère transportable Les biens peuvent ensuite être distingués selon qu'ils sont :
 - Immeubles ('aqar)
 - Transportables ou du moins facilement transportables (Manqul)

Le statut légal d'un certain nombre de transactions est affecté par le caractère transportable d'une propriété. Une distinction importante basée sur le caractère transportable d'un bien concerne les droits de préemption (Haqq Al-Shuf'a, il s'agit du droit d'acquérir un bien mis en vente par préférence à l'acquéreur éventuel) qui ne sont considérés comme licites que dans le cas des immeubles. Cela peut aussi avoir des conséquences légales pour les opérations de vente et de rachat, dans lesquelles les propriétaires des biens adjacents peuvent avoir un droit de préemption qui n'est pas pris en compte par la structure obligataire. Une autre conséquence importante entre le caractère meuble et immeuble, dans le cadre de Sukuks et autres instruments de dettes où le débiteur est susceptible de faire défaut, est que les biens meubles (par définition plus liquides) sont liquidés en premiers, engendrant des règles implicites de subordination dans les structures basées sur les actifs. Il y a bien entendu d'autres conséquences légales liées à la nature meuble ou non d'un bien, telles que le caractère inéligible des actifs meubles dans le cas des droits d'usage et d'établissement en tant que trust (Waqf), qui jouent aussi un rôle important dans la finance structurée et les banques d'affaires actuelles.

Droits liés au caractère fongible

Les biens peuvent être classés en biens fongibles (Mithli) en fonction de leur poids, volume, longueur, et bien non fongibles (Quimi) lorsque chaque élément est unique et diffère significativement en valeur par rapport aux biens du même genre.

Le principal effet de cette distinction est que les biens fongibles peuvent faire l'objet de ventes différées (Salam, paiement à l'avance de marchandises livrées ultérieurement) ou de ventes Murabaha (ventes avec une livraison à l'avance et un paiement différé). De nombreux juristes ont spécifiquement traité de la nature interchangeable des biens fongibles étant donné qu'ils représentent une composante importante dans les structures des Sukuks impliquant des matières premières dont le prix peut fluctuer. Un point important à relever est que les règles du Riba ne s'appliquent pas aux biens non fongibles. Ainsi, tandis qu'un usurier ne peut échanger une once d'or contre deux, il peut par contre troquer un élément non fongible tel qu'un diamant contre deux diamants ayant la même valeur de marché que le premier. Un usurier peut par ailleurs vendre à terme un diamant qui a une valeur de 10000 DH aujourd'hui pour une valeur 20000 DH demain : En un jour, l'usurier pourrait théoriquement collecter un bénéfice de 100% grâce à un contrat jugé conforme par la Shari'ah.

Développements et restrictions de la propriété partielle

La vente de l'usufruit ainsi que son éventuel revente au travers d'une sous-location, ont développé des arrangements dits « time sharing », principalement pour des logements situés près des mosquées de la Mecque et Médine. Grâce à cette structure, les croyants ont le droit de pouvoir occuper le logement pendant une semaine lorsqu'ils se rendent au pèlerinage dans les villes saintes, chaque année. Le gouvernement Saoudien n'a pas envisagé la possibilité de vendre les parcelles de terrain adjacentes aux mosquées. Il a plutôt choisi de conclure, pour ces terres et pour une longue durée, un contrat de leasing avec une société, qui à son tour, a émis des certificats d'usufruits (Sukuks Al-Manfa'a) qui permettent à leurs porteurs de bénéficier de l'usufruit du bien immobilier pendant certaines périodes. Ce montage a été possible en raison du fait que tous les porteurs de ces certificats utilisent la propriété de la même manière (les juristes ont établi que, si différents preneurs utilisent les biens de manière différente, alors l'autorisation du bailleur doit être obtenue avant de pouvoir transférer les droits d'usufruit. Il est évident que l'exigence d'utiliser le bien de manière similaire peut être imposée dans le contrat de leasing initial)

Fiducie, garantie et intérêt

Les juristes reconnaissent deux types de possession de propriété en fonction du risque : la fiducie et la garantie. Dans le premier cas (qui résulte des dépôts, leasing et Musharaka), où une personne transfère de manière légale à un tiers (le fiduciaire) un bien que ce dernier doit gérer et rendre au bout d'un temps convenu et dans des conditions déterminées. Le fiduciaire ne doit pas compenser le propriétaire que dans le cas où il y aurait une négligence ou une transgression. Par opposition, le second type implique qu'une certaine garantie soit donnée contre tout dommage, y compris le risque de négligence et de transgression.

Les juristes ont avancé que ces deux types de possession ne pouvaient pas cohabiter. Par conséquent si la propriété est détenue à la fois dans le cadre d'une fiducie et d'une garantie, la seconde domine sur la première, et les règles relatives à la garantie s'appliquent.

III. Sukuks Asset-Backed & Asset-Based

La quasi-majorité des spécialistes considèrent que les Sukuks Asset-Backed sont les plus proches de l'esprit de la finance islamique. Néanmoins, de nombreuses structures de Sukuks sont de type Asset-Based ne donnant pas une pleine propriété sur les actifs sous-jacents (beneficial ownership). Il est évident que le Marketing d'un Sukuk Asset-Backed devrait cibler des investisseurs avisés, prêts à assumer certains types de risque (Hedge Funds, Private Equity Funds...) et non pas des investisseurs obligataires classiques.

Certains Sukuks Asset-Based ne se contentent pas de payer les investisseurs en fonction des revenus économiques générés par le sous-jacent, mais utilisent des mécanismes de garanties supplémentaires non liés au projet pour rémunérer les investisseurs (Murabaha inversées ou garanties explicites de l'émetteur). De ce fait, ces Sukuks se comportent exactement comme des obligations conventionnelles. Le coût de la structuration de ce type de Sukuk est bien évidemment plus cher que celui de l'obligation

classique à cause des surcoûts liés à la complexité de son montage financier. L'unique intérêt pour ce genre de produit est d'apporter une diversification supplémentaire dans la ligne des produits.

L'esprit des Sukuks requiert que l'investisseur soit prêt à prendre un risque de nature différente (risque de marché) au lieu d'un risque émetteur, avec une réelle vente, via la SPV, des sous-jacents aux investisseurs : nous nous retrouvons alors avec une structure similaire à la structuration conventionnelle (Asset-Backed Securities). En cas de défaut, les investisseurs sont les propriétaires des actifs sous-jacents. Ils bénéficient dans ce cas d'un recouvrement supplémentaire par rapport à leurs droits. Cependant un développement des Sukuks Asset-Backed nécessitera un travail sur les "Frameworks" réglementaires de la titrisation. Le tableau comparatif suivant met en exergue les avantages et inconvénients des Sukuks Asset-Backed et Asset-Based :

Type de Sukuk	Avantage	Inconvénient
Asset-Backed	<ul style="list-style-type: none"> • Les détenteurs des Sukuks sont les propriétaires des actifs. • Ils peuvent profiter de l'excédent des revenus des actifs sous-jacents. • Ils peuvent avoir recours aux actifs des Sukuks en cas de défaut. • Position préférentielle par rapport aux créanciers de type non sécurisé. <p>La notation des Sukuks "Asset-Backed" est basée en général sur la solidité des actifs sous-jacents et non pas sur la solvabilité de l'émetteur.</p> <p>Si l'émetteur des Sukuks Asset-Backed est une banque, l'exigence en fonds propres est réduite grâce à la vente réelle des actifs.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Les Sukuks Asset-Backed sont plus conforme à l'esprit de la Shari'ah 	<ul style="list-style-type: none"> • Les Sukuks Asset-Backed ne s'appuient que sur la valeur des actifs sous-jacents pour rembourser le capital à l'échéance ou en cas de défaut. <p>Les investisseurs ne peuvent pas recourir à l'émetteur si la performance des actifs n'est pas assez suffisante pour payer les coupons ou si la valeur des actifs à maturité ne permet pas le remboursement du capital.</p> <p>Les porteurs des Sukuks subissent le risque de marché ainsi que le risque de crédit.</p> <p>Les émetteurs doivent être prêts à se séparer de leurs actifs.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Exigence du respect de la vente réelle, des règles de sécurisation en cas de défaut. • Le transfert des actifs peut demander du temps à cause des procédures légales (la vente d'un terrain par exemple). <p>Les Sukuks peuvent engendrer des frais supplémentaires liés au transfert de propriété.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Le cadre réglementaire pour la vente réelle n'est pas possible dans toutes les juridictions. • Les lois de l'insolvabilité et du défaut ne sont pas développées

		dans plusieurs juridictions.
Asset-Based	<p>Les détenteurs des Sukuks ont recours à l'émetteur via une promesse de rachat des actifs à une valeur fixée à l'avance (en général par la valeur nominale) ou via une garantie offerte par ce dernier. Ils ne supportent que le risque de crédit.</p> <ul style="list-style-type: none"> • L'émetteur peut lever des fonds importants sans être contraint par la performance des actifs. • Pas de contraintes juridiques ou financières sur le transfert des actifs. Les actifs peuvent rester dans le book de l'émetteur. • La promesse de rachat des actifs par l'émetteur élimine le risque de perte éventuelle si la valeur des actifs se dégrade à maturité. • La notation des Sukuks se base sur la solvabilité de l'émetteur et non sur la solidité des actifs sous-jacents aux Sukuks. • Les détenteurs des Sukuks bénéficient d'une garantie de capital et d'un coupon périodique qui dépend seulement de la solvabilité de l'émetteur. <ul style="list-style-type: none"> • Les détenteurs des Sukuks sont indifférents à la valeur du marché des actifs. 	<p>Les porteurs des Sukuks ne sont pas plus sécurisés vu qu'ils ne bénéficient pas de recours aux actifs.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Les porteurs des Sukuks ne profitent pas de l'éventuel gain réalisé par l'appréciation des actifs. • Les Sukuks Asset-Based ne respectent pas les conditions de la Shari'ah sur la propriété des actifs. La promesse de rachat des actifs avec leur valeur nominale fait que les Sukuks ne sont qu'une réplique exacte d'une obligation. • Les porteurs de Sukuks n'ont aucune différence avec des créanciers porteurs d'obligations classiques. • Toute garantie fournie par l'émetteur n'a pas forcément de lien avec la performance des actifs.

Exemple de Sukuks Asset-Backed :

MAYORA INDAH est un Sukuk indonésien dans le secteur agro-alimentaire. Le montant de l'émission est de 200 000 000 IDR (INDONESIAN RUPIAH) et il arrive à maturité le 06/05/2013. Notons qu'il s'agit d'un Sukuk de type Mudharaba offrant des coupons de 55% des profits bruts tous les 3 mois non garantis avec un réel partage de profits et de pertes. Aucune mention n'est faite par rapport à un taux d'intérêt, et aucune garantie n'est faite aux investisseurs.

DESCRIPTION TITRE		Pg 1/3	
MAYORA INDAH MYORIJ Float 13		NOT PRICED	
EMETTEUR		IDENTIFIANTS	
Nom MAYORA INDAH PT		ISIN IDJ000002308	
Type Alim.-Confiserie		BB Number EH3184916	
Marché Domestique			
CARACTERISTIQUES		RATINGS	
Pays ID	Devise IDR	Moody's	NA
Collatéral	Non garanti Sr	Pefindo	idAA-
Calcul (738)	INDONESIA: FLOATER	Composite	NA
Maturité	6/ 5/2013 Série ISL		
TAILLE EMISSION			
Rdmt	Flottant QUARTLY	Mnt émis/En circu.	
N/A	FLAT ISMA-30/360	IDR 200,000,000 (M)/	
Date Annonce	4/16/08	IDR 200,000,000 (M)	
Dt Jouissance	6/ 5/08	Mnt.unit.min./Mtpl	
1er Règlement	6/ 5/08	1.00/ 1.00	
Date 1er retour	9/ 5/08	Nominal 1.00	
Px Emiss	100.0000	CHEF DE FILE/MARCHE	
PROSPECTUS		DANREK	
		INDONESIA EXCH	
		66) Env. en pce jointe	
ISS'D UNDER SUKUK MUDHARABAH. CPN RATE=55% * GROSS PROFIT. CPN DETERMINED AT END OF CPN PERIOD.			
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2012 Bloomberg Finance L.P. SN 857068 CET GMT+1:00 6631-581-3 15-Mar-2012 17:00:46			

FIGURE 37 EXEMPLE DE SUKUK ASSET-BACKED

IV. Sukuks et Garanties

Les Sukuks sont connus comme étant une alternative islamique aux obligations conventionnelles. De par la nature des Sukuks, qui représentent un titre de propriété des actifs sous-jacents, et la distribution des cash-flows très proches des obligations, les Sukuks sont considérés comme une forme hybride d'obligations et d'actions. Garantir les cash-flows rend un Sukuk similaire à une obligation conventionnelle. Le débat dans le marché concernant la garantie de ces instruments a posé des problèmes structurels et ne finit pas de susciter plusieurs interrogations quant à la licéité de ce produit quand il est structuré avec une garantie. Un travail de fond doit être mis en place pour trouver de vraies alternatives qui respectent les principes de la Shari'ah.

1. Le contrat Wa'd et la garantie

La promesse (Wa'd) contraignante (Mulzim) est souvent un sujet de controverse entre les spécialistes de la finance islamique. La plupart des Sukuks émis dans le marché, contiennent dans leur structuration une promesse délivrée par l'émetteur, l'engageant à maturité ou suite à la réalisation de certains événements de défaut à racheter les Sukuks de leurs détenteurs, ou bien à acheter les actifs réels sous-jacents aux Sukuks. Ce qui est dans le fond revient en même. Le rachat s'effectue avec un prix déterminé à l'émission, souvent égal au nominal des Sukuks, ou bien avec un prix à fixer à la date d'achat des Sukuks via une méthode convenue à l'avance.

Dans la pratique, on constate dans les prospectus des Sukuks que la promesse d'achat est exercée généralement lorsqu'un ou plusieurs de ces événements se réalisent:

- ✓ à la maturité des Sukuks, qui représente la date de fin de l'investissement.
- ✓ à des dates précises convenues à l'avance : les Sukuks sont ainsi progressivement échus après chaque achat d'une partie des actifs.
- ✓ à la demande des détenteurs, à maturité ou à une date antérieure.
- ✓ en cas de défaut, lorsque l'émetteur se trouve incapable d'honorer ses engagements convenus avec les investisseurs.

- ✓ en cas de dégradation de la solvabilité de l'émetteur en dessous d'une note convenue à l'avance.
- ✓ en cas de dégradation de la valeur des actifs sur le marché en dessous d'un niveau convenu.
- ✓ en cas de changements majeurs dans l'environnement économique, fiscal ou juridique augmentant considérablement les risques et les coûts supportés par les investisseurs.

La promesse d'achat des Sukuks ou de leurs actifs sous-jacents par l'émetteur a pour objectif principal de :

1. rendre les Sukuks liquides : en demandant à l'émetteur d'honorer sa promesse d'achat, l'investisseur a la possibilité de récupérer son argent investi dans les Sukuks surtout en l'absence d'un marché secondaire.
2. se couvrir contre la dépréciation de la valeur des actifs et contre les événements éventuels de défauts.
3. améliorer la note de crédit des Sukuks, attribuée par les agences de notation qui ont pour rôle d'évaluer la capacité de l'émetteur à honorer ses engagements, en particulier, la garantie du capital d'investissement et la rentabilité des profits attendus par les investisseurs. La note de crédit des Sukuks est un critère de décision extrêmement important aux yeux des investisseurs : l'amélioration de cette note rend les Sukuks plus attractifs sur le marché.

La majorité des juristes considèrent, contrairement à la pratique du marché, que l'engagement de l'émetteur, qu'il soit Mudharib, Musharik ou Wakil Bil-Istithmar, à acheter les actifs sous-jacents aux Sukuks ou les Sukuks eux-mêmes avec un prix déterminé à l'avance, comme illicite tant que l'émetteur ne fait pas preuve de négligence ou de transgression des conditions du contrat. Cet engagement est considéré comme une garantie de l'investissement par l'émetteur. Cette garantie est interdite par les quatre écoles de la jurisprudence musulmane dans le cas de la Mudharaba, Musharaka ou Wakala Bil-Istithmar car il s'agit de contrats de fiducie (أمانة عقود) - différents des contrats de garantie (عقود ضمان). L'exigence de garantie dans le premier type de contrats contredit la règle de partage des pertes et des profits.

En effet, si le prix d'achat est égal à la valeur nominale des Sukuks, alors la promesse d'achat est une garantie totale du montant investi par les détenteurs des Sukuks. Si le prix d'achat est supérieur à la valeur nominale, il s'agit alors, d'une garantie totale du nominal et d'une part des profits. Dans le cas où la promesse d'achat se fait avec un prix, déterminé à l'avance, inférieur à la valeur nominale, alors il s'agit d'une garantie partielle du nominal ce qui est également illicite. Cet avis a été partagé par différentes institutions et comités spécialisés dans la finance islamique dont nous citons ici quelques décisions par rapport à ce sujet :

1) Le conseil international de la jurisprudence islamique dans sa décision 178 au sujet des "Sukuks, leurs pratiques modernes et leurs cotations" a précisé que: "le gérant des Sukuks ne garantit pas leurs valeurs sauf en cas de négligence ou de transgression des conditions de la Mudharaba, la Musharaka ou la Wakala Bil-Istithmar". Il précise dans la même décision que "... il est interdit de racheter les Sukuks avec leur valeur nominale".

2) L'AAOIFI dans sa norme 17 propre aux Sukuks d'investissement a souligné que: "pour les Sukuks qui peuvent être cotés, l'émetteur peut s'engager à l'émission à acheter les titres de leur détenteurs à maturité avec le prix du marché mais il est

interdit de s'engager à les acheter avec la valeur nominal". La déclaration du conseil de l'AAOIFI émis en 2008 signale que : " il est interdit au Mudarib, Musharik ou Wakil Bil-Istithmar de s'engager à acheter les actifs des détenteurs des Sukuks ou de leurs représentants par la valeur nominale des Sukuks à maturité... tandis que le Mudharib, Musharik ou Wakil Bil-Istithmar garantit la valeur nominale des Sukuks en cas de négligence ou de transgression des conditions du contrat".

3) Le deuxième congrès de la jurisprudence des institutions financières islamiques qui a eu lieu en 2007 au Koweït, déclare dans le chapitre réservé à la garantie du capital et ses pratiques dans les institutions financières islamiques que : "Parmi les formes illicites de garantie du capital : ... l'engagement du Mudharib, Musharik ou Wakil Bil-Istithmar à acheter les actifs d'investissement qu'il gère à leur valeur nominale".

La divergence entre les juristes concernant les Sukuks Al-Ijarah:

Le conseil de l'AAOIFI dans son rapport de 2008 a considéré dans la cinquième clause comme licite l'engagement de l'émetteur à acheter les biens loués dans le cadre des Sukuks Al-Ijarah avec la valeur nominale à condition qu'il ne soit pas Mudharib, Musharik ou Wakil Bil-Istithmar. Cette distinction entre Sukuks Al-Ijarah d'un côté, et Sukuks Al-Mudharaba, Al-Musharaka et Al-Wakala d'un autre côté a été critiquée par beaucoup de spécialistes. L'achat avec la valeur nominale revient en effet, à garantir la valeur des biens loués, d'autant plus que l'AAOIFI reconnaît dans d'autres normes que le locataire ne garantit pas la valeur des biens loués. Dans sa norme 9 sur Al-Ijarah et Al-Ijarah Muntahiya Bittamlik, par exemple, il est énoncé que : "le bien loué n'est pas garanti par le locataire le long de la période de location sauf si le locataire fait preuve de négligence".

L'avis des agences de notation sur la promesse d'achat :

1) Les différentes agences de notation considèrent l'engagement d'achat des actifs des Sukuks avec la valeur nominale comme étant une technique de garantie du capital. Ce qui conforte les critiques des comités de supervision et des conseils jurisprudentiels évoqués ci-avant.

Le rapport de "RAM Rating" intitulé "Sukuk Focus" publié en Juillet 2011, affirme que :

- "le mécanisme utilisé dans les différentes structures des Sukuks afin de garantir le capital, en particulier en Malaisie, est la promesse d'achat... "
- "la présence de l'engagement d'achat contredit la règle de partage des risques qui caractérise les contrats participatifs. Cet engagement garantit le capital des investisseurs ce qui veut dire que les détenteurs des Sukuks ne courent aucun risque sur les actifs"

A cause de la présence de la promesse d'achat avec un prix déterminé à la date d'émission, S&P dans son rapport "Approach to rating Sukuk" publié en Septembre 2007, a qualifié les Sukuks Al-Musharaka, émis par la banque islamique de Sharika en 2006, de Sukuks complètement garantis.

2) Selon le rapport de RAM Rating cité ci-dessus :

"Tandis que la promesse d'achat change la façon de mesurer les risques de la transaction, car elle améliore la solvabilité de la structure, elle transfère

radicalement la concentration des risques de défaut vers l'entité donatrice de la promesse d'achat". Moody's dans son rapport "Shari'ah and Sukuks : a Moody's Primer", publié en 2006, ajoute en rapport avec ce point : "... ainsi, toute analyse des actifs sous-jacents aux Sukuks devient secondaire".

3) La promesse d'achat est un élément incontournable dans le processus de notation des Sukuks. Selon Moody's dans le même rapport, l'analyse passe par deux grandes étapes :

- a) l'analyse contractuelle de l'engagement d'achat.
- b) l'analyse de la solvabilité de l'émetteur.

2. Une issue conforme à la loi islamique : l'engagement d'achat des actifs par leur valeur à la date d'exécution de l'achat

Dans cet engagement, l'émetteur ne promet pas d'acheter les actifs ou les titres avec une valeur définie à l'avance, mais avec leurs valeurs lors de l'exercice de l'achat quel que soit cette valeur.

La détermination du prix d'achat peut se faire par différentes méthodes financières :

- a) en fonction du prix de cotation des Sukuks sur le marché si ces derniers sont cotés.
- b) avec une valorisation des actifs sous-jacents aux Sukuks.
- c) avec la valeur nette des actifs.

Rien n'interdit un tel engagement, que l'émetteur soit Mudharib, Musharik, Wakil ou locataire car il n'est pas question ici de garantir les actifs ni leur valeur nominale. En effet, la valeur d'achat des actifs à l'exercice de l'engagement est influencée par toute détérioration des actifs et peut baisser en-dessous de la valeur nominale comme elle peut bénéficier de toute amélioration des actifs et dépasser la valeur nominale. Les investisseurs supportent donc le risque de perte et profitent de la performance des actifs. Les différentes institutions spécialisées dans la supervision et le conseil en finance islamique, se partagent l'avis d'autorisation de cet engagement.

1) Le conseil international de la jurisprudence islamique, dans sa décision 178, affirme que : "... il est interdit d'éteindre les Sukuks avec leur valeur nominale, l'extinction des Sukuks doit être faite avec la valeur du marché ou avec une valeur convenue à la date d'exercice de l'achat".

2) L'AAOIFI dans le rapport de son conseil jurisprudentiel publié en 2008 affirme que : "il est autorisé que l'engagement de l'émetteur, Mudharib, Musharik ou Wakil, à acheter les actifs sous-jacents aux Sukuks, soit avec la valeur nette des Sukuks, leur valeur de marché ou avec une valeur convenue à la date du rachat".

3) Dans le même rapport, il est précisé que : "si les actifs de la Mudharaba, la Musharaka ou la Wakala Bil-Istithmar se résument à des biens loués sous des contrats Ijarah Muntahiya Bittamlik, alors l'émetteur peut s'engager à acheter ces biens avec une valeur égale au reste des loyers dus le jour de l'exercice comme ça représente la valeur nette des actifs".

Cet engagement d'achat avec la valeur nette a été utilisé pour la première fois par la banque islamique d'Abu-Dhabi dans ses deux émissions de Sukuks "EMTN PROGRAMME" en Décembre 2006 puis en Juillet 2010.

3. Les formes de garanties pratiquées par le marché des Sukuks

Les formes de garanties pratiquées par le marché des Sukuks se résument en:

1. Garantie explicite de l'émetteur, ou engagement d'achat à terme ou en cas de défaut, du sous-jacent des Sukuks Al-Musharaka, Al-Mudharaba et Al-Wakala avec la valeur nominale du Sukuk. Ces formes de garanties ont été interdites par plusieurs Fatwas, notamment celles de l'académie Islamique du Fiqh de Jeddah et par l'AAOIFI. Rappelons que, d'après les standards de l'AAOIFI, il est strictement interdit au Mudharib, au Musharik, ou au Wakil de garantir l'achat des sous-jacents par la valeur nominale, en cas de défaut ou à maturité du Sukuk.
2. Garantie d'une partie tierce indépendante des Cash-Flows des détenteurs de Sukuks, sans paiement de primes. Cette forme de garantie est considérée comme licite selon l'académie Islamique du Fiqh (standard 30(5/4)). Cette forme de garantie est presque inexistante dans la logique des marchés qui ne peuvent garantir sans le paiement d'une prime. Notons que ceci peut être envisageable dans le cas des états qui envisageraient d'encourager leurs économies. Notons que cette forme de garantie n'est licite qu'en cas d'indépendance totale de la partie tierce de l'émetteur, et que cette garantie ne soit pas rémunérée et exclut toute réalisation de profit.
3. Garantie des Sukuks par l'assurance mutuelle. Cette garantie peut se faire sous la forme d'un fond mutuel entre les détenteurs de Sukuks, ou via un contrat avec un opérateur de Takaful avec versements de primes. Cette forme de garantie est licite à condition que l'assurance mutuelle (Takaful) puisse remplir toutes les conditions théoriques et opérationnelles du Takaful.
4. Location du sous-jacent de son vendeur avec un engagement de rachat à maturité de l'Ijarah

Elle s'approche de la vente de Wafaa (voir partie 4-c de chapitre pour plus de détails), et a été largement utilisée dans le cadre de Sukuks Al-Ijarah. Après la collecte du nominal des Sukuks via les certificats Ijarah, la SPV achète le sous-jacent (généralement un bâtiment ou un terrain), et le loue à l'émetteur qui s'engage par la suite à racheter le sous-jacent avec la valeur nominale des Sukuks. (L'engagement se fait par un contrat de Wa'd contraignant). Cette structuration est très controversée. Il apparaît que cette forme soit illicite car elle s'associe à la vente de 'ina interdite par la majorité des Oulémas et les quatre écoles de jurisprudences de Fiqh.

V. Titrisation des créances et vente de dettes

1. Interdictions et restrictions pour la vente de la dette

Un asset-backed security (ABS), très proche des Sukuks est défini comme étant une «valeur mobilière adossée à des actifs », dont les flux sont basés sur ceux d'un actif ou d'un portefeuille d'actifs. La titrisation est le principal vecteur de création de ces actifs. Les flux peuvent par exemple être basés sur ceux d'un portefeuille d'emprunts immobiliers, de paiements de cartes bancaires, de créances commerciales. Les ABS sont l'une des formes les plus courantes de titrisation. En finance conventionnelle, ce sont les créances de toutes sortes qui sont généralement titrisées. Les banques islamiques et les institutions financières sont soumises à certaines règles pour pouvoir titriser par exemple, des structures de Murabaha.

Ainsi, la majorité des jurisconsultes contemporains, à l'exception des malaisiens, ont formellement interdit les échanges de passifs et de dettes. Les jurisconsultes classiques ont regroupé différents types de passifs sous le nom général de « Dayn », incluant les prix non encore payés de propriétés, les dettes résultants de prêts, les loyers dus et l'objet d'une vente Salam. Tous ces passifs revêtent le caractère d'obligations, vis-à-vis du débiteur, de payer ou de livrer un actif monétaire ou fongible au créancier.

En général les jurisconsultes ont toujours prohibé la vente d'une dette qu'elle soit faite au débiteur ou à un tiers pour un prix différé. Ils ont fondé cette interdiction sur les mêmes raisons pour prohiber les contrats à termes « forward » conventionnels qui sont supposés échanger un passif pour le prix contre une dette pour l'objet de la vente. L'interdiction est basée sur la tradition prophétique : « le prophète a interdit l'échange d'un passif différé pour un autre ».

Selon la tradition prophétique, le prophète (sws) a permis à Ibn 'Umar de faire le commerce de chameaux de à Baqi', et dont le prix bien qu'établi en or était récolté en argent ou vice versa, pour autant que la rémunération était établie conformément au prix au comptant. Cette pratique a été vue comme l'échange d'un passif lié au prix convenu à l'avance établi en or contre un autre passif établi en argent.

A cet égard, les jurisconsultes ont interdit l'échange général d'un passif contre un autre en raison de la présence du Gharar relatif à l'incertitude du paiement en or ou en argent. Toutefois, ils ont jugé que lorsqu'un passif est déjà établi dans le chef d'une partie, l'échanger contre un autre implique l'abandon de la dette originale, ce qui suppose qu'au moins une des deux rémunérations a été faite implicitement. Par ailleurs le fait que la tradition prophétique ait restreint l'échange au prix au comptant, a permis d'assurer que la pratique ne soit pas utilisée comme moyen d'augmenter le passif qui serait différé.

Par conséquent, la vente de la dette au débiteur soit à sa valeur faciale (libellée de la même manière ou déterminée par le prix au comptant) soit à un prix inférieur (la différence étant un don voire un abandon partiel de dette) a été jugée légitime dans la septième séance à Djeddah de l'académie Islamique de Fiqh de l'organisation de la conférence Islamique.

Ainsi, les juristes contemporains ont restreint leur permission au cas où la dette est vendue à, ou en dessous de sa valeur faciale au débiteur en question.

Notons que la plupart des juristes classiques ont interdit la vente de passifs à des tiers. Ainsi, la prohibition relative à la vente d'une dette à un tiers, faite par les experts hanafites et zâhirites est le corollaire de l'interdiction générale touchant la vente d'objets non livrables. De manière analogue, les Hanbalites à l'exception notable cependant d'Ibn Qayyim, ont interdit tant la vente de dettes que leur abandon vis-à-vis de n'importe quelle partie autre que le débiteur. En revanche, les Malékites et quelques Chaféites ont cautionné la vente d'un passif, à sa valeur faciale à un tiers pour autant qu'il y ait des conditions strictes visant à écarter tout Riba et à minimiser la présence de Gharar (incertitude).

Le transfert alors de dettes d'un créancier à un autre, avec éventuellement l'annulation de cette dette contre une dette existante dans le chef du premier créancier, équivaut en réalité à la vente de la dette à sa valeur faciale, telle qu'autorisée par certains juristes.

2. Regroupement des titres adossés à des actifs et des dettes

Se basant sur l'ensemble des jugements classiques repris à la section précédente, les juristes contemporains ont conclu que les passifs existants (titres de dettes) pouvaient être vendus au débiteur uniquement à, ou en dessous de, sa valeur faciale.

Cette restriction est selon l'imminent juriste Taqi Usmani, la principale raison selon laquelle les actifs purement financiers ne peuvent être titrisés d'un point de vue légal et pratique. Ainsi, les certificats Murabaha ont été jugés non négociables : « le financement Murabaha est une transaction qui ne peut être titrisée, autrement dit qui ne peut être un instrument négociable sur les marchés secondaires...Si le titre est toutefois transféré, il doit l'être à sa valeur au pair. Dans les cas où il y aurait un portefeuille varié constitué de plusieurs transactions telles que la Musharaka, leasing et Murabaha, alors ce portefeuille peut émettre des certificats négociables pour autant que certaines conditions soient respectées »

En effet, la condition imposée sur un tel titre négociable, est qu'il doit majoritairement représenter des passifs fondés sur des actifs tangibles : « Cette pratique peut être reprise sous le terme de fonds islamique mixte. Si les actifs tangibles du fonds sont supérieurs à 51% tandis que la liquidité et les dettes sont inférieures à 50%, les titres de fonds peuvent, alors, être négociés. Sinon le fonds doit être un fonds fermé (closed-end fund). »

Toutefois la règle de « majorité » s'avère paradoxale. Considérons à titre d'exemple, le cas où un fournisseur de produits financiers islamiques souhaite titriser un portefeuille de créances dont 36% sont issus de leasing et 64% de structures de Murabaha. Conformément à la règle de la « majorité », on peut combiner la moitié des créances Murabaha avec le portefeuille leasing, avant de vendre ce nouveau portefeuille à un prix de marché négociable. Cette transaction ne pose pas de problème jurisprudentiel vu que les actifs tangibles sont majoritaires (36% > 32%). La même technique pourrait être appliquée: recombinaison le nouveau portefeuille à la moitié restante des créances basées sur la Murabaha (68% > 32%), qui peut donc être vendu au prix du marché.

La solution à ce paradoxe est l'interdiction de la double titrisation, ou sinon avoir les moyens pour descendre dans la structuration au niveau le plus fin pour s'assurer du respect de la règle de « majorité ».

VI. Défauts des Sukuks

Les Sukuks ont été mis sous les projecteurs à la suite de défauts très médiatisés qui ont incité l'industrie à se poser de nouvelles questions sur la structuration de ce type d'instruments financiers. Depuis fin 2007, le marché des Sukuks a été affecté par deux événements majeurs qui ont accru le nombre de défauts : d'abord, la fatwa de l'AAOIFI concernant les nouvelles conditions de validation des Sukuks. Ensuite l'impact de la crise financière de 2008 qui s'est manifesté par la chute des volumes d'émissions des Sukuks souverains. Jusqu'à fin avril 2010, on ne dénombre pas moins de trente défauts de Sukuks au niveau mondial. 24 de ces défauts ont été enregistrés en Malaisie sur la période 1997-2009 selon la Rating Agency Malaysia.

Ci-dessous deux listes non exhaustives des cas de défauts :

- **Hors Malaisie :**

ENTREPRISE	Type de Sukuk	PAYS	MONTANT (MILLIONS \$)
Saad Group's Golden Belt	Sukuk Manfa'a	KSA	650
Tabreed	Sukuk Ijarah	UAE	463
IIGF Funding Limited Sukuk	Mudharaba	Kuwait	200
The Investment Dar Company	Musharaka		100
East Cameron Gas	Musharaka	USA	165.6
New Allied Electronics Industries	Diminishing Musharaka	Pakistan	16.4
Maple Leaf	Diminishing Musharaka		83.34
Eden Housing Sukuk	Musharaka Sukuk		24.6

- **Malaisie :**

Date d'Emission	Agence de Notation	Emetteur	Type de Sukuk	Montant en Million RM	Date défaut
17/04/1997	RAM Rating	Hualon Corporation	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	150	21/11/2003
25/01/1999	RAM Rating	Johor Corporation	Murabaha	500	27/06/2002
21/09/2000	MARC	Europlus Corporation	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	250	10/03/2006
11/12/2000	RAM Rating	Moccis Trading	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	50	03/06/2003
22/02/2001	MARC	Maxisegar	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	300	10/03/2006
24/07/2003	MARC	Perspektif Perkasa	Murabaha	188	10/03/2006
19/09/2003	MARC	Stenta Films	Murabaha	90	20/09/2007
28/11/2003	MARC	Malaysian Merchant Marine	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	120	02/04/2010
30/12/2003	MARC	Evemaster	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	50	31/12/2008
			Murabaha	40	31/12/2008
01/04/2004	MARC	Pesaka Astana	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	200	30/09/2005
09/07/2004	MARC	Ingress Sukuk	Sukuk Ijarah	160	13/07/2009
07/10/2004	MARC	Oilcorp	Murabaha	70	07/10/2009
19/10/2004	RAM Rating	BSA International	Murabaha	150	28/05/2008
01/11/2004	MARC	Jana Niaga	Murabaha	100	15/11/2007
12/11/2004	RAM Rating	The Royal Mint Of Malaysia	Murabaha	55	08/06/2007

15/12/2004	MARC	PSSB Ship Management	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	40	15/12/2009
28/01/2005	MARC	Tracoma Holdings	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	100	29/01/2009
08/03/2005	MARC	M-Tex Corporation	Murabaha	60	21/05/2009
29/04/2005	RAM Rating	Oxbridge Height	Murabaha	154	06/04/2009
26/09/2005	MARC	Englotechs Holding	Murabaha	50	27/03/2009
28/10/2005	RAM Rating	Memory Tech	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	320	07/06/2007
31/01/2006	MARC	Nam Fatt Corporation	Murabaha	250	06/04/2010
13/04/2007	MARC	Straight Portfolio	Murabaha	200	11/12/2009
17/05/2007	MARC	Malaysian International Tuna Port	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	240	18/11/2009

1. Description des défauts par volumes et typologies des Sukuks

En Malaisie, nous constatons que la majorité des Sukuks qui ont fait défaut sont des Sukuks Murabaha et BaIDS (Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities). Il s'agit de 24 cas sur les 25 défauts constatés, avec une durée de survie moyenne de 4 ans.

Type de Sukuk	MARC	RAM Rating	Total Général
Murabaha	9	4	13
Sukuk Ijarah	1	-	1
Bai' Bithamani Ajil Debt Securities (BaIDS)	8	3	11
Total général	18	7	25

Nombre de défauts constatés en Malaisie 1997-2009

La valeur totale des émissions ayant fait défaut est d'environ 2.1 milliards de dollars, dont 1.27 milliards en Malaisie sur la période 1997-2009 (voir le graphique ci-dessous)

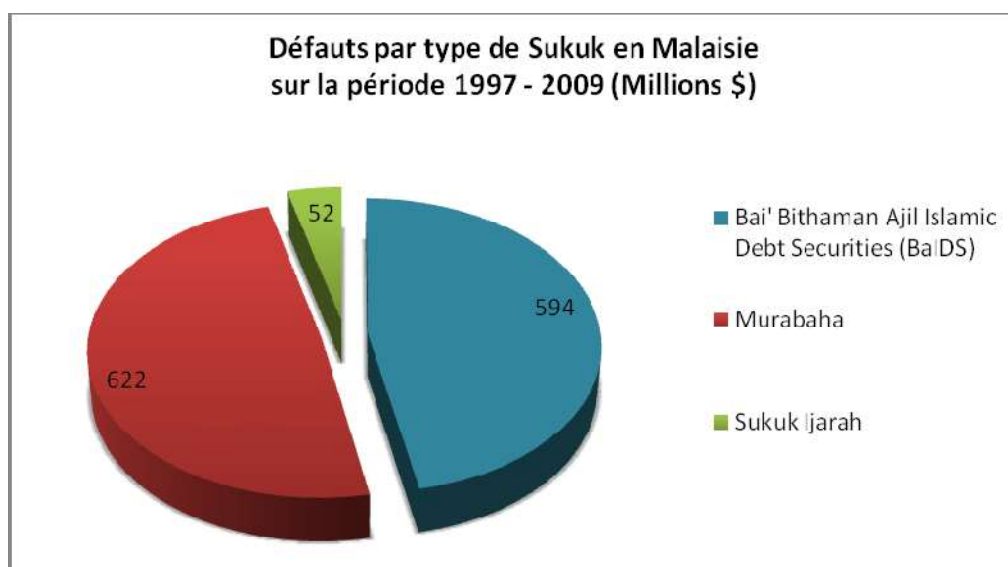


FIGURE 38 DEFAULTS PAR TYPE DE SUKUKS - MALAISIE

En dépit des conditions de marché difficiles, les défauts des Sukuks sont inférieurs en nombre et en montant par rapport aux défauts des obligations classiques. A ce titre, dans le cas malaisien.

Le montant de défauts des Sukuks et le montant de défaut global (Sukuks et obligations) enregistrés sur la période 1997-2009 sont de 1.27 et 4.21 milliards de dollars respectivement. Soit un ratio d'environ 30%.

Année	Nombre d'émission	Montant en million RM	Equivalent en millions de dollars
1997	1	30	10
1998	20	3820	1247
1999	5	1850	604
2000	12	1875	612
2001	12	2757	900
2002	-	-	-
2003	3	225	73
2004	2	98	32
2005	6	1182	386
2006	-	-	-
2007	2	366	119
2008	4	300	98
2009	5	397	130
Total	72	12900	4211

Volumétrie des défauts en Malaisie entre 1997-2009

Selon un article publié par S&P du 4 octobre 2009, on dénombre au niveau mondial 215 cas de défauts d'obligations, bien loin des 31 cas des défauts enregistrés pour les Sukuks. Les 215 défauts sont repartis de la façon suivante :

- ✚ 155 émetteurs aux États-Unis ont fait défaut au cours de l'année 2009.
- ✚ 13 en Europe.
- ✚ 34 dans les marchés émergents.
- ✚ 13 cas dans les pays suivants : Australie, Canada, Japon et Nouvelle-Zélande.

Suite aux premiers défauts des Sukuks après à la crise, l'industrie de la finance islamique s'est penchée sur la question des défauts et l'implication de la structuration sur les différents risques que peuvent subir les investisseurs. L'exemple du Sukuk Tamweel nous semble être un excellent cas de figure pour analyser ces différents éléments.

2. Cas d'étude de défaut

Nous allons, dans cette partie, analyser deux émissions de Sukuks : Le Sukuk Asset-Backed Tamweel RMBS et le Sukuk Asset-Based Tamweel Sukuk Limited (TSL). L'objectif est de comprendre par la suite les risques et les conséquences pour les investisseurs en cas de défaut.

Avant d'examiner les actifs sous-jacents à ces émissions, nous devons clarifier un sujet très controversé : La propriété des actifs sous-jacents aux Sukuks (voir partie 1 du chapitre 3 pour plus de détails). Il y'a quelques années la plupart des émissions de Sukuks ont été Asset-Based. Ainsi, ils garantissent aux porteurs, comme la majorité des obligations, le droit de bénéficiaire de cashflows. Souvent, il n'y a aucun lien direct entre les cashflows distribués par les Sukuks Asset-Based et les actifs réels sous-jacents. Ce qui est une entorse aux règles de la Shari'ah.

La raison principale du choix des Sukuks Asset-Based est de pouvoir répliquer le profil de risque des obligations classiques : le comportement de ces Sukuks est extrêmement lié à la qualité de la signature de l'émetteur, et non à la valorisation des actifs tangibles sous-jacents.

La Shari'ah stipule qu'il est primordial que les Sukuks s'appuient sur la jouissance d'un droit complet sur un actif tangible et spécifique, et que les détenteurs des Sukuks doivent avoir un droit de propriété sur les actifs financés⁴⁰. L'AAOIFI recommande aux émetteurs des Sukuks de vendre et de transférer légalement la propriété des actifs sous-jacents aux investisseurs. Michael McMillen, éminent avocat en matière de finance islamique, définit les Sukuks Asset-Backed comme des titrisations d'actifs impliquant le

⁴⁰Yean, Tan Wan. Sukuk: Issues and the Way Forward, online, International Lawyers Network, 2008.

transfert d'actifs depuis l'originateur vers une fiducie, ou de manière similaire une SPV, qui émet les Sukuks et distribue les cash-flows issus du transfert de ces actifs⁴¹.

3. Tamweel PJSC

Première émission

Tamweel PJSC, le plus grand fournisseur immobilier des Émirats Arabes Unis, a émis trois types de Sukuks, dont l'un est reconnu comme étant le premier à réaliser une vente « réelle » (voir partie 2 du chapitre 4 pour plus de détails). La transaction de titrisation du crédit immobilier (RMBS⁴²) conforme à la Shari'ah s'élevait à 210 millions de dollars. Elle était subdivisée en quatre tranches de Sukuks Al-Ijarah adossés à une location-vente de villas.

Avant la récession économique, les villas étaient rares dans un marché de l'immobilier en plein essor. Ce type de propriétés est connu pour être plus résistant à la dépréciation et la volatilité des prix comparé aux appartements qui sont plus nombreux.

De plus, les acheteurs de villas sont le plus souvent des familles plutôt que des résidents seuls ou passagers. Les titres de pleine propriété de l'actif sous-jacent du premier Sukuk Tamweel ont été transférés aux détenteurs de Sukuks, avec les Cash-flows associés au contrat Al-Ijarah. Toutes les éventuelles pertes sont transférées à la SPV et par conséquent aux détenteurs de Sukuks qui sont directement exposés aux risques de marché sur les actifs. La propriété légale (voir chapitre 3 partie 1.1) offre ainsi aux détenteurs de Sukuks une protection si l'émetteur, Tamweel, devient insolvable. Contrairement aux structururations Asset-Based, ce type de titrisation est en mesure de continuer à fonctionner malgré des éventuelles difficultés financières de l'émetteur : la liquidation des actifs serait bien plus facile pour les détenteurs de Sukuks qui sont propriétaires d'une partie des actifs.

Deuxième Émission :

La deuxième émission de Tamweel était de type Asset-Based. Les droits légaux des investisseurs relatifs à la propriété des actifs sous-jacents étaient limités. Tamweel Sukuk Limited (TSL) est une SPV constituée aux îles Caïmans et créée pour l'émission de certificats de fiducie pour les Sukuks auprès des investisseurs afin d'acquérir un portefeuille d'actifs conformes à la Shari'ah de la part de la société immobilière. Cette émission spéciale contient deux types de Sukuks, qui sont fusionnés dans un seul actif : un portefeuille d'actifs Ijarah (actifs résidentiels de type location-vente) et un portefeuille d'actifs de propriétés sous contrat Al-Istisna'a (en cours de construction).

En transférant le portefeuille d'actifs, l'émetteur n'a donné aucune assurance que les droits, titres et profits dans le portefeuille d'actifs vont être transférés au fiduciaire.

⁴¹McMillen, Michael JT, « Asset Securitization Sukuk and Islamic Capital Markets: Structural Issues in These Formative Years », 25 Wisconsin International Law Journal 703, 2008.

⁴²RMBS : Residential Mortgage-Backed Securitization

Contrairement aux Sukuks Asset-Backed, ces détenteurs de certificats n'ont recours ni aux autres actifs de l'émetteur, ni à la SPV ni à aucun droit de vente ou de décomposition des actifs de la fiducie.

Risques de crédit et de marché :

Le Sukuk Tamweel (voir partie 1 du chapitre 3 pour plus de détails) possède quatre types d'investisseurs : A, B, C et D. Chaque classe d'investisseur a une séniorité différente : rien n'est payé aux porteurs d'une classe donnée jusqu'à ce que tous les montants dus aux porteurs de toute classe ayant une séniorité de paiement supérieure soient payés en intégralité (Prospectus de Tamweel RMBS, 2007).

Les porteurs de certificats de Tamweel RMBS sont clairement exposés aux actifs adossés à l'émission. Le risque de crédit de ce Sukuk, Asset-Backed, est déterminé avant tout par le risque de marché des actifs sous-jacents qui sont vendus aux investisseurs et non par le risque de crédit de Tamweel.

Comme Tamweel RMBS constitue une vente réelle, les porteurs de Sukuks ont l'assurance que leurs actifs sous-jacents ont été retirés du bilan de l'originateur. L'actif continuera à produire des loyers, même si l'originateur fait faillite. Ceci rend les porteurs de certificats exposés à l'originateur uniquement en tant qu'agent de service et non pas comme source de cash-flows. Le Sukuk Asset-Based où l'usufruit des actifs est généralement vendu à la SPV ne peut fournir les mêmes garanties à ses porteurs : d'un point de vue juridique, l'originateur détient les actifs sous-jacents mais pas les acquéreurs de certificats qui ont des droits moins importants.

Passons au Sukuk Asset-Based TSL, qui n'est pas juridiquement adossé à un actif. Sa note est déterminée directement par la solidité ou la faiblesse de Tamweel et non pas celles des actifs. La notation de ce Sukuk a été abaissée en Août 2009 suite à la dégradation de l'originateur et des marchés.

Comme le souligne le prospectus (TSL Prospectus, 2008):

- « Compte tenu de leur exposition à l'originateur, les porteurs de Sukuks sont exposés au risque de crédit des clients de Tamweel en plus de son risque opérationnel ».
- « Les porteurs de Sukuks n'auront aucun droit de provoquer la vente ou l'aliénation des actifs détenus par la fiducie ».

Notons que dans le cas du Sukuk TSL, il n'y a aucune garantie que ces certificats soient conformes à la Shari'ah, puisque les avis des juriconsultes peuvent diverger. Dans son prospectus, TSL a recommandé à ses investisseurs d'obtenir indépendamment leur propre conseil en terme de la Shari'ah à propos de la conformité de la structure, de l'émission et l'échange des titres.

Risque légal :

Les porteurs de certificats Tamweel RMBS et Tamweel Sukuk Limited courent le risque de ne pas voir appliquer une décision de justice étrangère à Dubaï. Selon la loi actuelle aux EAU, les tribunaux sont peu susceptibles d'exécuter une décision de justice étrangère sans avoir à réexaminer le bien-fondé de la revendication et peuvent refuser le choix d'une des parties d'une loi étrangère (telle que la loi anglaise, la loi des îles Caïmans ou la loi de Jersey) en tant que loi applicable à une transaction. Ceci peut affecter négativement les montants payables aux titulaires de certificats Sukuks.

Notons qu'en général, la jurisprudence à Dubaï n'a pas d'effet contraignant sur la suite des décisions ce qui crée plus d'incertitudes.

Pour Tamweel RMBS (Asset-Backed), la composition des actifs et la structure légale du Sukuk ont été conçues de façon à minimiser les incertitudes, incluant :

- L'interprétation, l'application et la mise en oeuvre des lois pertinentes, en particulier, les récentes lois émises sur la faillite et les garanties collatérales dans le cas où il n'y a pas de poursuites judiciaires.
- L'exposition des propriétés à la faillite pour les détenteurs des titres⁴³
- Enregistrement incomplet des titres de propriétés comme résultat de la mise en oeuvre d'un nouveau processus d'enregistrement de titres à la nouvelle autorité d'enregistrement (Dubaï Land Development).

La SPV Tamweel Sukuk Limited (Asset-Based), court un autre risque juridique puisqu'elle est exposée à l'originateur et non pas aux actifs sous-jacents. De ce fait, si Tamweel devient insolvable, la loi de faillite aux E.A.U peut affecter négativement la capacité de Tamweel à faire du profit, en vertu de l'engagement d'achat et du contrat de service. Ainsi, ceci nuira à la capacité de la SPV à distribuer les paiements pour les porteurs de certificats⁴⁴ : les paiements des certificats sont dépendants des paiements de Tamweel à la SPV. Si Tamweel n'arrive plus à les accomplir, il serait peut-être nécessaire de saisir les tribunaux de l'E.A.U contre Tamweel pour l'obliger à respecter ses obligations, ce qui peut être coûteux et prendre une longue durée.

4. Le rôle des agences de notation

En Août 2009, Moody's a rétrogradé la note long terme de l'émetteur Tamweel de A3 à Baa1. Le Sukuk Asset-Based TSL a été rétrogradé par Moody's de A3 à Baa1. La même émission a été rétrogradée par Fitch de A à BB+. En revanche, le Sukuk Asset-Backed (Tamweel RMBS) continue de se porter correctement. Par conséquent, il n'y a pas eu de diminution de la notation des Classes A, B et C ayant pour notes respectives Aa2, Baa1 et Ba1.

Fitch n'a pas non plus dégradé le Sukuk Tamweel RMBS noté AA, BBB+ et BB- pour les Classes A, B et C. La classe D n'est pas notée par les deux agences. Le Sukuk Asset-Based TSL a été conçu pour déclencher un événement de remboursement, si le débiteur est rétrogradé d'au moins deux crans entre la date de

⁴³McMillen, 2008

⁴⁴Prospectus de TSL, 2008

clôture et la date de maturité. Si ceci se produit, les certificats pourront être remboursés intégralement le jour de l'événement de downgrade au prix de l'émission du Sukuk, et la fiducie peut être dissolue après ce paiement intégral⁴⁵.

VII. Quelques problématiques des Sukuks Al-Ijarah

Dans la finance conventionnelle, on dénombre deux types de leasing : financiers et opérationnels. Les règles comptables traitent généralement le leasing financier (dans lequel le preneur est aussi l'acheteur final) comme un achat pour lequel l'actif concerné est repris au bilan tandis que les loyers apparaissent au passif.

Ce genre de structure de propriété matérielle de l'actif mis en leasing est transmise au preneur à la conclusion du contrat, est actuellement interdit par la majorité des juristes qui estiment que seul le droit de propriété du bailleur, justifie la collecte des loyers sans quoi le leasing est qualifié de prêt et les loyers d'intérêts prohibés.

Selon Sheikh Taqi Usmani, dans son commentaire relatif aux structures légales des titres adossés à un leasing : « il ne faut pas perdre de vue que le certificat représente un droit de propriété d'une part indivisible de l'actif auquel sont attachés tous ses droits et obligations. Nous avons été témoin de cas où, ne prenant en compte ce principe de base, des certificats Ijarah donnaient à leur porteur le droit de percevoir une partie des redevances sans leur octroyer un droit de propriété de l'actif sous-jacent. En d'autres termes, le porteur d'un tel certificat ne présente aucun lien avec le bien mis en leasing et son unique droit est de partager les redevances reçues du preneur. Ce genre de titrisation n'est pas permise par la Shari'ah ».

Le second type de leasing, à savoir le leasing opérationnel est autorisé par les juristes contemporains. Dans ce genre de structure, le bailleur (bien souvent la SPV) garde la propriété de l'actif mis en leasing

Par ailleurs, la majorité des juristes ont insisté sur le fait qu'un droit de propriété matériel vis-à-vis de l'actif mis en leasing, implique que tous les frais de réparations (autres que les frais de maintenance et les dommages causés par un abus ou une négligence du preneur), d'assurances et autres devraient être supportés par le bailleur. Cet avis, justifié pour les contrats de leasing simples, se base sur le droit de propriété du bailleur : étant donné que ce dernier encourt des pertes en cas de destruction de l'actif, il devrait supporter les frais d'assurance et de maintenance non régulière.

La plupart des structures des Sukuks impliquent la vente d'un actif à un SPV avant de le racheter ou de percevoir à un titre gratuit à la fin de la période de leasing. Rappelons que la plupart des clients de banques islamiques qui souhaitent financer un bien mobilier ou immobilier, visent à jouir de la pleine propriété de l'actif en question à la fin du contrat de leasing. A titre d'exemple, même si tant les juristes contemporains que classiques ont interdit de stipuler dans le contrat de leasing, que le bailleur devrait vendre l'actif lorsque le bail prenait fin, étant donné que cette précision anéantit tous les droits de propriété du bailleur et viole l'interdiction selon la tradition prophétique de «

⁴⁵Prospectus de TSL, 2008

l'existence de deux contrats dans un contrat » ; certains experts contemporains ont cependant permis les engagements de « lease to purchase » en évoquant que le bailleur peut de manière unilatérale et contraignante s'engager à vendre l'actif ou à le donner à titre gratuit à la fin du contrat. Ces mêmes experts (parmi eux Taqi Usmani) ont établi qu'une fois cette engagement était fait, il contraignait le bailleur à le respecter sans univoque.

Les deux seules conditions imposées par les juristes sur la promesse de vente de l'actif à la fin du contrat (si tel est le souhait du preneur) est qu'elle soit unilatérale et qu'elle ne puisse être une condition du contrat (elle doit faire objet d'un contrat séparé). Évidemment, si le preneur ne se limite pas à payer le rendement du capital mais aussi le rendement nécessaire à l'achat de l'actif, dans les cadres des paiements de loyers, son propre intérêt le conduira à exercer cette option. De manière similaire, puisque les bailleurs islamiques sont généralement des intermédiaires financiers, l'exercice de cette option est aussi de leur intérêt. De plus, bien que l'option puisse ne pas être reprise comme condition explicite dans le contrat, le document séparé qui prévoit que le bailleur vend ou donne gratuitement le bien à la fin, peut être signé même avant que le contrat de leasing ne le soit. Il est inutile de préciser que cette promesse devient sans valeur si le leasing n'est pas conclu, mais qu'elle devient contraignante pour le bailleur aussitôt que le leasing est conclu et est exécuté pour l'ensemble de sa durée. Une autre précision doit être faite : l'analyse de ces experts, entre autres celle du Sheikh Taqi Usmani, mentionne que la promesse de donner un bien à titre gratuit à la fin de la période de leasing est toute aussi contraignante que la promesse de vendre l'actif à la même période. Les règles classiques semblent à cet égard à ne pas qualifier de contraignantes les transactions faites à titre gratuit (voir paragraphe suivant). Autrement dit, il est approprié de faire une promesse unilatérale de vendre l'actif à la fin de leasing contre une certaine compensation financière, même minimale voire symbolique, mais ceci implique en contrepartie certaines réserves liées aux doubles ventes (Bay' Al-'ina) comme nous l'aborderons plus tard.

1. Double Vente ('ina) et Sukuk Al-Ijarah

La problématique de la double vente classique Bay-Al'ina (double vente pour contourner l'interdiction du Riba) a souvent été abordée dans la littérature juridique classique.

La majorité des juristes musulmans, toutes écoles confondues, condamne le Bay-Al'ina, en tant que stratagème légal (Hilah) destiné à contourner la prohibition du Riba. Il faut cependant noter que, d'une manière générale, les juristes musulmans n'interdisent pas la revente d'un bien au vendeur initial, pour autant que les deux cessions successives ne soient pas stipulées dans le même contrat.

Comme nous l'avons évoqué dans les chapitres précédents, la plupart des Sukuks développés, impliquent la vente et le rachat d'une certaine propriété ou matière première.

Généralement, les instruments de dettes court-terme sont structurés avec le Salam, tandis que les instruments long-terme sont structurés avec une vente d'une propriété,

suivie d'un contrat de leasing prévoyant le rachat du bien à la fin de la période du contrat, incluant des éléments de double vente.

Dans la forme la plus élémentaire de la double vente qui synthétise une dette, l'emprunteur vend une propriété au prêteur en échange d'une certaine somme d'argent. Ensuite le prêteur revend à crédit cette même propriété à un prix supérieur équivalent au montant nominal de la dette majoré d'intérêts. Les experts classiques reconnaissent aussi qu'un tiers peut intervenir en tant qu'intermédiaire dans cette structure où la partie A vend à la banque B au comptant, B vend à crédit à C et C vend à A au comptant. Il ne fait nul doute que si les juristes interdisaient le rachat d'un même bien lorsqu'un seul intermédiaire est impliqué, d'autres degrés de séparation seraient ajoutés.

2. Vente assortie au droit de rédemption (Bay' Al-'Uhda)

Dans les parties précédentes, nous avons soulevé les éléments de la double vente dans beaucoup Sukuks :

- La propriété et son usufruit sont vendus à la SPV, et ensuite l'usufruit est acheté au travers du contrat d'Ijarah
- la propriété ainsi que tout l'usufruit restant est racheté au terme de la période de leasing.

Ces aspects soulèvent les problématiques de l'ina qui rend le contrat illicite. Cette vente, assortie de la condition selon laquelle, le vendeur restitue le prix, l'acheteur lui rend l'article vendu (Bai' Al-Wafaa), est appelé Bay' Al-'Uhda (vente assortie d'un droit de rédemption) par les juristes chafrites tandis que les experts hanbalites le qualifie de Bay' Al-Amanah (vente fiduciaire).

Les Malékites et hanbalites, tout comme les premiers juristes hanafites et chafrites ont jugé que ce genre de ventes n'était pas licite étant donné qu'elles constituent des stratagèmes légaux pour atteindre des fins illégitimes (Riba) par le biais de vente à priori légitimes. A ce propos, ils ont interdit cette pratique en qualifiant la vente apparente de prêt, l'usufruit de la propriété étant vu comme son profit ou son intérêt.

Notons que la Shari'ah n'interdit pas la revente d'une propriété à son propriétaire d'origine, pourvu que les deux ventes ne soient pas stipulées dans le même contrat. Dans le cas contraire en effet, un contrat de vente, qui requiert que l'acheteur revende le bien n'est pas considéré comme une vente puisque l'acheteur n'obtient jamais véritablement le droit de propriété qui inclut notamment le droit de ne pas revendre le bien et certainement le droit de ne pas revendre à une certaine contrepartie, autrement dit le vendeur initial.

3. Analyse jurisprudentielle de la vente avec condition de bail

Définition :

Un contrat de vente avec condition de bail est un contrat par lequel l'une des parties vend un bien mobilier ou immobilier, moyennant un prix payé comptant, à condition que l'autre partie (acheteuse) s'engage en retour à louer ce bien à la même partie vendeuse. S'il n'y a pas d'option de rachat à maturité on parlera alors d'une vente avec condition de bail simple. Si par ailleurs la partie vendeuse bénéficie d'une option de rachat (moyennant un prix convenu dans le contrat), alors on parlera d'une vente avec condition de crédit-bail.

Vente avec condition de bail simple

Jugement jurisprudentiel :

La majorité des jurisconsultes l'ont interdite. Cependant une partie des Malékites et Ibn Taymiyya l'ont autorisée à condition que ce ne soit pas utilisée comme une ruse pour contourner l'usure.

Justification de l'interdiction :

Rappelons que la pleine propriété désigne la propriété au sens commun du terme, et celle-ci se décompose selon la formule suivante :

$$\text{Pleine Propriété} = \text{Nue-propriété} + \text{Usufruit}$$

Afin de comprendre le contrat de vente avec condition de bail simple, on peut l'assimiler à une opération commerciale assez proche traitée par les anciens jurisconsultes dites: « Al-'ina Ath-Thounaïyah ». En effet selon les jurisconsultes, il est interdit de vendre par exemple deux biens A et B au comptant, et de racheter l'un de ces deux biens à terme avec n'importe quel prix (égal, supérieur ou inférieur). Nous pouvons ainsi, dans le cadre d'une vente avec condition de bail simple, associé par analogie, la vente du bien A à la vente de Nue-propriété, et la vente du bien B à la vente de l'usufruit.

Comme le décrit la figure ci-dessous, cette opération contient deux transferts du bien [B] au même moment ('ina ijaria) :

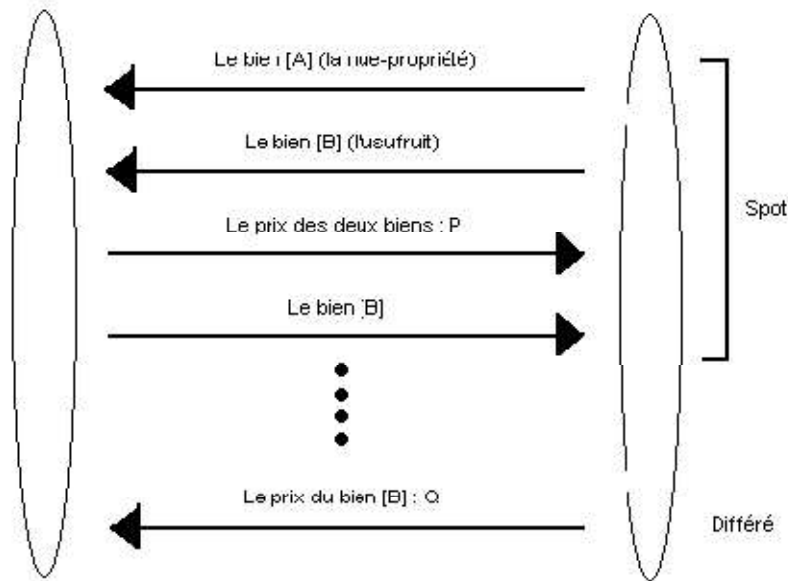


FIGURE 39 : DESCRIPTION ETAPE DE LA VENTE AVEC CONDITION DE BAIL SIMPLE

Ce double transfert paraît clairement inutile vu qu'elle se passe au spot. C'est ce qu'on appelle dans la jurisprudence islamique : « Al-Laghw ». Cette notion est évoquée dans la fameuse règle : Tout ce qui sort d'une main et y revient est un « Laghw ».

On peut alors simplifier l'opération précédente en éliminant les deux transfères inutiles du bien [B], et on arrive au diagramme suivant :

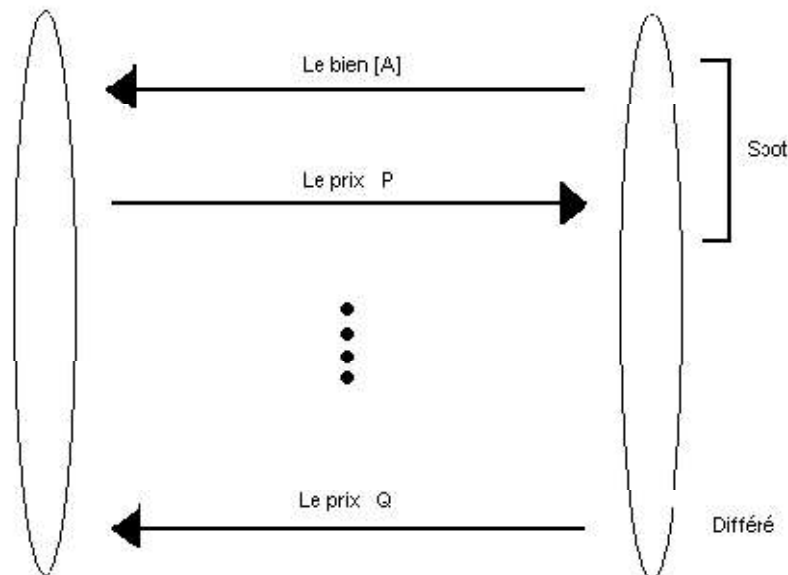


FIGURE 40 SCHEMA SIMPLIFIE DE LA VENTE AVEC CONDITION DE BAIL SIMPLE

En se basant sur la figure ci-dessus (Le prix spot et le prix différé est noté respectivement par P et Q), les juristes interdisent cette opération pour les raisons suivantes:

- a) Si $\{P < Q\}$: L'opération contient une usure (Q-P en plus du don du bien [A]).
- b) Si $\{P = Q\}$: C'est un prêt qui génère un profit (don du bien [A]).
- c) Si $\{P > Q\}$: L'opération se compose en une vente du bien [A] au prix P - Q et un prêt d'un montant = Q.

Cas d'autorisation de la vente avec condition de bail simple :

1. Si tous les flux en cash sont spots. (Cela revient pratiquement à une vente avec réserve d'usufruit).
2. Si le prix de vente et les loyers ne sont pas du même genre (par exemple un prix de vente payé en cash et des loyers payés en matière première).
3. Si entre les deux ventes, le bien est transformé. Dans ce cas, les deux transferts d'usufruits ne portent pas sur le même bien, ce qui élimine les soupçons de la « 'ina ». Dans ce cas, le prix de la première vente a été utilisé dans la transformation du bien, et ceci élimine les soupçons d'usure dans l'échange du prix de la vente et des loyers différés.

Vente avec condition de crédit-bail

C'est le même contrat précédent (vente avec condition de bail simple) avec le retour de la nue-propriété du bien à son propriétaire d'origine à la fin du contrat de deux façons:

- 1) Avec un don ou une vente à prix symbolique, si les loyers couvrent au moins le prix de la nue-propriété.
- 2) Avec une vente au prix nominal, si les loyers ne couvrent pas le prix de la nue-propriété.

Comparaison avec la vente de « Wafaa » :

La vente dite de « Wafaa » possède plusieurs formes, en particulier une très proche de la vente avec condition de crédit-bail. Quelques juristes la nomment : « Bay' Al-Istighlal ». La différence entre les deux ventes, est que dans la première, dite de Wafaa, le vendeur peut racheter le bien quand il le souhaite et le prix de rachat est le même que celui du prix de vente.

Notons que la vente « Wafaa » est moins contestable que la vente avec condition de crédit-bail. En effet, une des contreparties s'engage à racheter le bien à un prix. Par conséquent cette opération est considérée comme une dette, alors que dans le cas de la vente wafaa, le vendeur peut exercer une option d'achat s'il le souhaite.

La majorité des juristes ont interdit la vente de « Wafaa ». Ceci a poussé plusieurs juristes à émettre le même jugement concernant la vente avec condition de crédit-bail (« 'ina Al-Manfaâ » est plus manifeste dans la vente avec condition de crédit-bail que dans la vente avec condition de bail simple).

4. Résumé des problématiques des Sukuks Ijarah

Malgré la divergence des juristes sur certains points, on peut résumer l'ensemble des critiques concernant les Sukuks Al-Ijarah dans les points suivants :

- L'émetteur s'engage avant l'émission du Sukuk et avant la vente du sous-jacent, à l'acheter, à l'échéance, avec sa valeur nominale. Les investisseurs ne seraient pas prêts d'acheter le Sukuk sans cet engagement de l'émetteur. Ceci est considéré comme une vente de 'ina conditionnée interdite par les quatre écoles.
- Les investisseurs ne peuvent vendre le sous-jacent qu'à l'émetteur. Cette vente est ainsi une 'ina pure.
- Les investisseurs obligent l'émetteur à racheter le sous-jacent au prix nominal même si ce dernier perd de la valeur : ceci va à l'encontre d'une réelle propriété qui devrait entraîner une exposition au risque de marché.
- Vu que l'émetteur s'engage à rembourser les Sukuks en cas de perte de leur valeur, les Sukuks sont considérés comme étant de la dette dans son bilan, alors que normalement, il est censé améliorer son bilan en les vendant !
- Le loyer est parfois indexé sur le LIBOR et non pas sur les vrais coûts de location (indice de location par exemple). Ceci conforte l'idée selon laquelle ces produits sont des titres de créances pures.

5. Historique et tendance de l'industrie des Sukuks

La vente de Wafaa a été discutée lors de la conférence de 1412H (1992), où il a été décidé de par la note 68/4/7, de son interdiction. Plusieurs éminents juristes ont exprimé leurs inquiétudes par rapport à l'avenir de la finance islamique. En effet, Mohamed Anas Zarqa a expliqué que n'importe quelle banque pourrait vendre un de ses biens à une contrepartie, qui va lui louer ce même bien avec les mêmes taux pratiqués sur le marché puis racheter ce même bien à la maturité de cette transaction. De ce fait, n'importe quelle banque pourrait devenir du jour au lendemain une banque islamique, et l'industrie financière ne cherchera pas à innover afin de trouver de vraies alternatives. De même, l'éminent juriste Taqi Usmani, a souligné que les ruses ne devraient plus être utilisées comme sources des transactions financières islamiques.

Malheureusement, les inquiétudes des juristes ont été confirmées par l'industrie, qui a pris cette même tendance évoquée par Taqi Usmani. En 2001 les premiers Sukuks étaient structurés par une vente conditionnée par une location : l'émetteur vend un sous-jacent à la SPV, qui lui loue par la suite. L'émetteur fournit une promesse d'achat du sous-jacent à la SPV, avec comme montant la valeur nominale du Sukuk à la maturité. D'un point de vue théorique, la SPV n'est pas obligée de vendre le sous-jacent à l'émetteur lui-même (vente « Wafaa »).

Compte tenu de l'évolution de la réglementation internationale en 2002, la propriété des actifs du sous-jacents est devenue restreinte, vu que les détenteurs des Sukuks ne peuvent vendre leurs actifs à termes qu'à l'émetteur. Ainsi la majorité des Sukuks pouvaient être assimilés à des obligations conventionnelles ordinaires. La situation s'est encore détériorée par l'introduction de certaines conditions en faveur des détenteurs des Sukuks afin qu'ils soient sûrs de vendre les actifs du sous-jacent à

l'émetteur si les actifs perdent de leur valeur, comme ce fut le cas dans les Sukuks Nakheel.

La situation s'est dégradée encore, avec l'apparition des Sukuks Al-Musharaka en 2005, où l'émetteur et la SPV signent un contrat de Musharaka, avec une part faible de l'émetteur, par exemple 10%, et une part de 90% pour les détenteurs de Sukuk représentés par la SPV. L'émetteur s'engage par la suite, à racheter les parts des détenteurs du Sukuk à un prix supérieur au nominal. A supposer que cet engagement se fasse avec des actifs tangibles, cette opération s'apparente à une vente d'actions spot avec un engagement de rachat à terme à un prix majoré, ce qui n'est rien d'autre qu'une vente de 'ina.

En 2008 le Sheikh Taqi Usmani a émis sa célèbre fatwa qui critiquait le marché des Sukuks, considérant que 85% des Sukuks dans le marché n'étaient pas en adéquation avec la Shari'ah et il affirma que :

« Il n'y a pas de doutes sur le fait que les comités de Shari'ah ont permis aux banques islamiques d'utiliser des opérations s'approchant plus de la ruse qu'à des opérations réelles, mais cette permission s'est faite sur la base d'un contexte difficile avec peu de banques islamiques. Le but était de permettre aux banques de survivre en essayant de converger progressivement vers l'application stricte de la Shari'ah dans ses opérations et prendre leurs distances petit à petit par rapport aux banques conventionnelles. »

Ainsi, à la suite de la fatwa de maître Taqi Usmani, l'AAOIFI a émis en Septembre 2007 un premier rapport visant à corriger la tendance du marché des Sukuks surtout concernant les Sukuks Al-Musharaka. Il a été interdit aux Musharik, Mudharib ou au Wakil de s'engager à racheter les parts des détenteurs des Sukuks avec leur valeur nominale. Il a été interdit, aussi, de faire crédit aux détenteurs des Sukuks lorsque les cash-flows ne permettent pas de payer les coupons.

Dans le même rapport en version préparatif figurait cette partie spécifique aux Sukuks Al-Ijarah : « Il est interdit que le contrat de propriété des détenteurs de Sukuks, ou leur représentant, contienne une condition de location après la vente auprès du détenteur initial du bien, ou un engagement d'achat (Wa'd) du locataire ». Mais cette partie fut supprimée dans le rapport final émis en Février 2008 et fut remplacée par : « Il est licite que le locataire s'engage (Wa'd) dans les Sukuks Al-Ijarah de racheter à maturité les biens avec leur valeur nominale à condition que ce dernier ne soit pas Mudharib, Musharik ou Wakil ». Ce rapport a donc rendu licite la vente de 'ina conditionnée, pourtant proscrite par l'ensemble des quatre écoles de droit.

CHAPITRE 4

Quelques expériences internationales d'émission de Sukuks

I. Qatar Sukuk Global (2003)

1. Informations basiques

Le Sukuk Global Qatari a été émis par le gouvernement du Qatar en 2003 au travers d'un Fonds Commun de Créances (FCC) dans le but de financer le développement proposé du Hamad Medical City à Doha au Qatar. L'émission, libellée en dollars, fut d'un montant de 700 millions. Elle offrit à ses porteurs une rémunération variable semi-annuelle égale au LIBOR US 6 mois majoré de 40 points de base. Sa maturité fut de 7 ans. Elle arriva à échéance en Octobre 2010.

2. Structure de l'émission

Le Sukuk Global Qatari, comme le Sukuk Global malaisien et le Sukuk du gouvernement du Bahreïn, repose sur la structure simple de l'Ijarah. Ce Sukuk garantit également le capital via la promesse d'achat à maturité des actifs à la valeur nominale du contrat d'Ijarah. Le financement est exécuté en commençant par le transfert de la propriété de la parcelle de terrain à la SPV par le biais d'un accord d'achat (Purchase Undertaking). Il est à noter que contrairement au Sukuk malaisien, la propriété réelle est transférée à la SPV et non pas seulement la propriété bénéficiaire. La SPV est propriétaire du terrain à titre de fiduciaire et est également agent des détenteurs de Sukuks. La SPV reloue les terres au gouvernement du Qatar pour une durée de 7 ans en échange de versement de loyers semi-annuels. Les paiements périodiques des deux premières années comprennent seulement la location (i.e. LIBOR + 40 points de base sur le prix d'émission de 700 millions de dollars). Le paiement sur les cinq dernières années inclut également l'amortissement de la propriété (un dixième des 700 millions de dollars pour chaque paiement périodique). De ce point de vue, durant les cinq dernières années, le Sukuk du Qatar est similaire à une obligation conventionnelle avec amortissement du nominal.

Le paiement final du nominal est régi par l'engagement d'achat et de vente (Purchase & Sale Undertaking) qui sont des engagements irrévocables respectivement pour le gouvernement du Qatar d'acheter, et pour la SPV de vendre, la même parcelle de terre pour un prix fixe de 700 millions de dollars (moins tous les paiements accumulés de l'amortissement qui ont déjà été réalisés sur la propriété à partir de la troisième année). L'obligation d'achat fournit à la SPV le droit d'exiger du gouvernement du Qatar le rachat de la parcelle de terrain à tout moment durant la vie du Sukuk. Il peut donc entrer en vigueur avant même l'arrivée à maturité du Sukuk.

Bien que la structure ne précise pas le terme «garantie» de paiements aux détenteurs de Sukuk pour des raisons liées à la Shari'ah, les engagements irrévocables qui spécifient le prix auquel le gouvernement serait obligé de racheter le terrain à n'importe quel instant dans le temps, satisfait le besoin de sécurité demandé par les investisseurs. Ses engagements peuvent être interprétés comme équivalant à une garantie souveraine non-écrite. Il a été considéré comme tel par les investisseurs

conventionnels et par les agences de notations vu que le Sukuk a reçu la même note long-terme de l'État du Qatar lui-même, à savoir A+ par S&P.

Le Sukuk global du Qatar peut être échangé sur le marché secondaire (tout comme la plupart des autres Sukuks Ijarah), car chaque Sukuk représente une part de propriété indivisible d'une immobilisation corporelle : la parcelle de terrain.

3. Répartition géographique des investisseurs dans les Sukuks

Le Sukuk Global du Qatar a eu la plupart de ses investisseurs du Moyen-Orient. Les investisseurs européens et asiatiques y investissent à la hauteur de 13 et 14% respectivement.

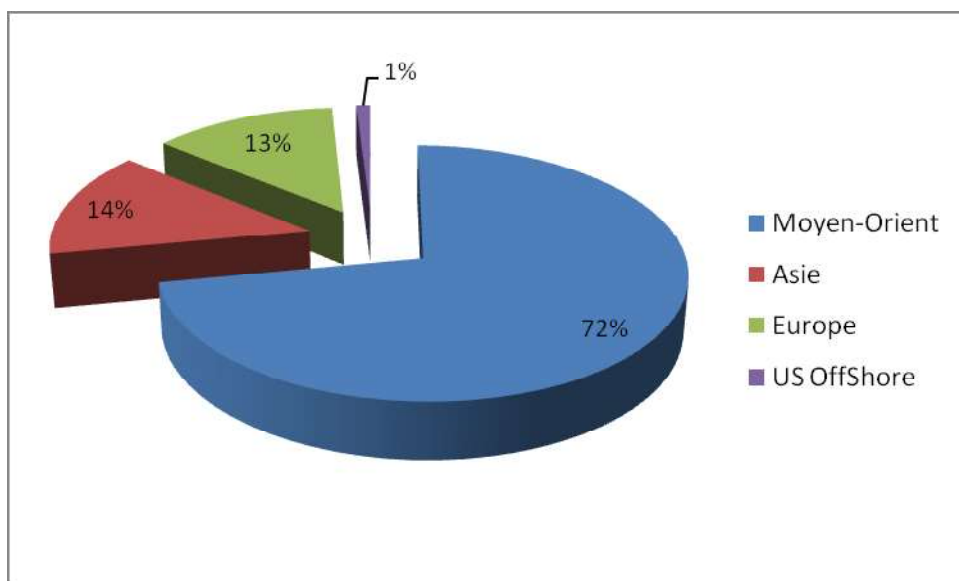


FIGURE 41 : REPARTITION DES INVESTISSEURS DU SUKUK GLOBAL DU QATAR

II. Saxe-Anhalt Sukuk (Allemagne, 2004)

1. Information basique

Au mois d'août 2004, le Land⁴⁶ allemand de Saxe-Anhalt a émis une obligation de 100 millions d'euros pour une période de cinq ans, notée AAA conformément au "crédit rating" du land. Ces obligations payaient un taux d'intérêt égal au taux EURIBOR. La transaction, pilotée conjointement par Citigroup et Kuwait Finance House, a été entièrement souscrite à concurrence de 60% auprès d'investisseurs du CCG établis dans le Royaume de Bahreïn et aux Émirats Arabes Unis. Les 40% restants ont été investis en Europe. Cette structure reposait sur un trust placé aux Pays-Bas. Ce dernier était chargé de payer les cash-flows de l'obligation sous la forme d'une redevance dans le cadre d'un contrat de leasing long terme d'actifs attachés au Ministère des Finances. En d'autres termes, les porteurs de certificats du trust possédaient ostensiblement l'usufruit de ces actifs pour une période de cinq ans. Ensuite, c'est au Ministère des Finances que revenait l'obligation de servir aux investisseurs, une rémunération variable indexée sur l'EURIBOR, au travers d'un trust SPV.

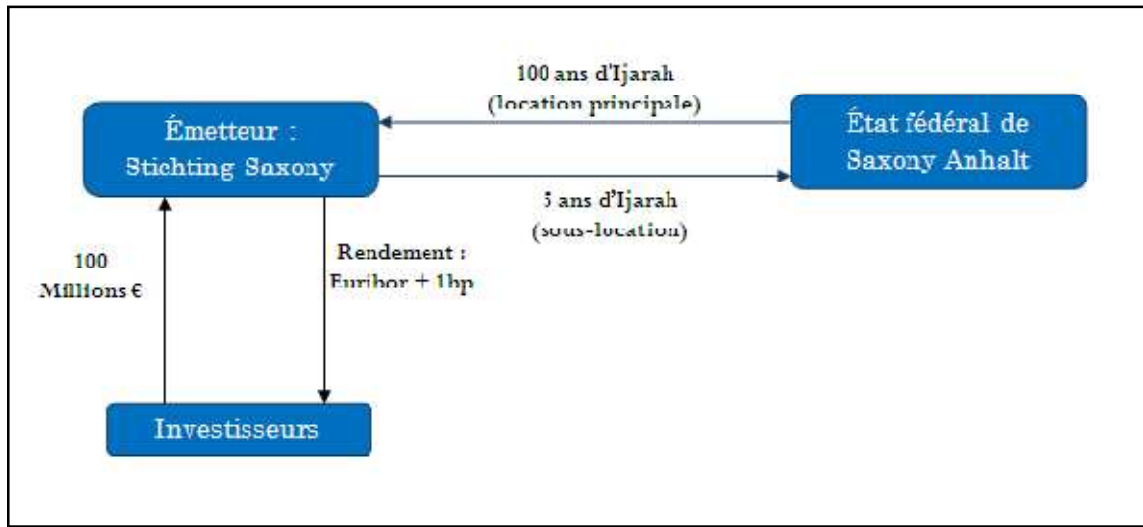
Cette structure évite la qualification de "leasing directeur" qui a été prohibée par les juristes contemporains. En effet, d'après Sheikh Usmani : "Dans un leasing directeur, un preneur conclut un contrat de sous-leasing avec plusieurs sous-preneurs. Ensuite, il invite les autres à participer à son entreprise en partageant avec eux les loyers reçus par le biais de ses contrats de sous-leasing. ...Cet arrangement est contraire aux principes de la Shari'ah. ... Le preneur ne possède pas le bien en question et il ne peut bénéficier que de son usufruit. Cet usufruit ayant été transmis aux autres sous-preneurs, [...] il ne possède plus rien, ni le corpus du bien ni son usufruit."⁴⁷

Le montage allemand écarte ce problème en inversant l'ordre des étapes dans la transaction. En effet, en premier lieu, le gouvernement met en leasing l'actif qu'il détient à long terme, accordant ainsi un droit d'usufruit au trust SPV, et ensuite seulement, il conclut un contrat de sous-leasing à court terme, payant un taux d'intérêt variable lié au taux EURIBOR en tant que loyer. De plus, à chaque étape, la partie qui reçoit les fonds, les reçoit en échange du transfert du droit d'usufruit.

⁴⁶Un land est un État fédéré de la République fédérale d'Allemagne

⁴⁷Usmani (1998, p.180)

2. Structure de l'émission :



Taille d'émission	100 millions €
Maturité	2009
Rendement	6M Euribor + 1 bp
Montant unitaire	500 K €
Arrangeur	City Islamic Investment Bank
Lead Manager	Citigroup Gloabl Markets
Co-Lead Manager	Kuwait Finance House
Note	Fitch : AAA, S&P : AA-
Listing	Bourse Luxembourg

III. Tamweel Sukuk (Dubai, 2007)

1. Informations basiques

Il y a eu très peu de Sukuks structurés sans engagement de rachat des actifs sous-jacents par l'émetteur. Parmi ces cas, on trouve les Sukuks de 210 millions de dollars émis par Tamweel Résidentiel CI ABS Limited en Juillet 2007 avec une maturité de 30 ans.

2. Structure de l'émission

Le donneur d'ordre, Tamweel PJSC, basé à Dubai, cherchait à équilibrer son bilan en vendant une partie de son portefeuille de financement résidentiel structuré avec des contrats Ijarah de manière conforme à la Shari'ah. Dans le cadre de ces contrats Ijarah, les clients louent des villas ou des appartements de Tamweel. A la fin de la durée du bail, si tous les paiements de location sont honorés, le locataire client obtiendrait le titre de propriété du bien loué.

La solution adoptée par Tamweel était de structurer des Sukuks avec une réelle vente de ses actifs immobiliers aux investisseurs.

Les Sukuks Tamweel residential ABS ont été structurés ainsi :

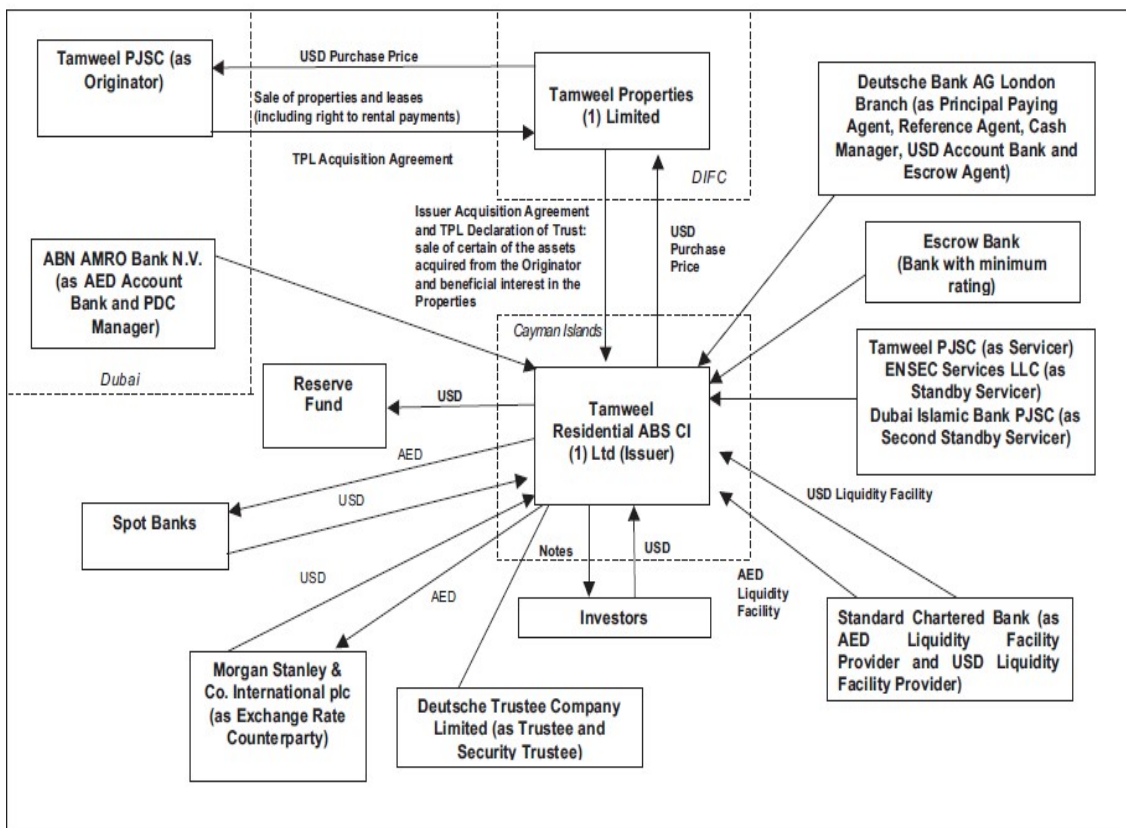


FIGURE 42 SCHEMA DU SUKUK TAMWEEL RESIDENTIAL ABS

Tamweel transfère la propriété légale de ses actifs immobiliers à 'Tamweel properties', basé à Dubaï, qui agit comme SPV. Cette dernière transfère à son tour ses droits sur les actifs à 'Tamweel residential ABS', basée aux îles Caymans. Cette dernière agit comme la SPV émettrice des Sukuks.

Les revenus générés par les Sukuks proviennent de 3 types de contrats Ijarah :

1. des contrats Ijarah avec un loyer fixe variant entre 180.000 AED et 7.000.000 AED (fixed Ijarah)
2. des contrats Ijarah avec un loyer variable indexé sur le taux EIBOR⁴⁸ (flexi Ijarah)
3. des contrats Ijarah hybride (hybrid Ijarah)

Les coupons des Sukuks sont distribués mensuellement tous les 25 du mois, depuis le 25 septembre 2007 jusqu'au 25 juin 2037 comme expliqué ci-après.

Notons aussi qu'il a été convenu d'une option de rachat des actifs à la 12ème année : A n'importe quelle date de distribution des coupons qui suit le 12ème anniversaire de l'émission des Sukuks (25 juin 2019), Tamweel a convenu avec TPL, la SPV émettrice, d'exercer son droit, si elle le souhaite, d'acheter toutes les propriétés et les actifs vendus à TPL en donnant un préavis d'achat de 90 à 30 jours avant la date d'exercice.

Morgan Stanley agit en tant que bookrunner⁴⁹ pour la transaction et fournit une série de solutions conformes à la Shari'ah pour la couverture du risque de taux de change AED/USD.

⁴⁸EIBOR est le taux interbancaire aux Emirats Arabes Unis

Standard Chartered Bank agit comme fournisseur de liquidités en AED et en USD pour les Sukuks. Cette banque s'engage, principalement, selon l'accord signé avec l'émetteur, à assurer à n'importe quelle date un montant minimal en AED égal à 2 % de la valeur totale des titres convertie en AED avec le taux de change à la date en question, et à assurer à n'importe quel jour un montant minimal en USD égal à 5 % de la valeur totale des titres calculée à la dernière date de distribution des coupons précédant le jour en question.

Les Sukuks Tamweel residential ABS possèdent plusieurs caractéristiques :

- Ils représentent les premiers Sukuks Asset-Backed avec une vente réelle ("true sale") au Moyen-Orient offrant aux investisseurs une véritable propriété des actifs immobiliers. Les investisseurs ont recours aux actifs à maturité. En effet, il n'y a aucun engagement de rachat des actifs par l'émetteur. Tamweel souhaitait que les actifs immobiliers, sous-jacents aux Sukuks, sortent de son bilan définitivement. Elle évitait ainsi, l'augmentation de son passif en s'engageant à racheter les actifs à maturité.
- Les Sukuks Tamweel residential ABS ont été considérés parmi les meilleurs produits de l'année 2007.
- Ce sont les premiers Sukuks qui mettent en place, avec une structure conforme à la Shari'ah, plusieurs tranches d'investissements classées en 4 catégories : A, B, C et D.

Les Sukuks à l'origine sont des titres équivalents. L'un des principaux défis jurisprudentiels était la mise en place d'une émission de Sukuks multi-tranches. Tandis que la subdivision est normale avec les obligations conventionnelles, on pensait, selon les principes de la Shari'ah, qu'il n'est pas possible d'avoir différentes catégories d'actions ou de Sukuks. Le Sheikh Dr Hussain Hassan a émis une fatwa qualifiant l'émission de Sukuks avec différentes classes comme étant en conformité avec la Shari'ah. Le raisonnement de base est que tout investisseur est libre de faire ce qu'il veut avec son investissement. Par conséquent, les porteurs de titres d'une catégorie peuvent s'engager dans les termes et conditions des Sukuks à réserver une partie de leurs coupons afin de payer les autres investisseurs ou à ce que les porteurs de titres d'une autre catégorie soient prioritaires à eux en terme d'ordre de paiement. Au sein de la même catégorie, les porteurs de titres jouissent des mêmes droits sans distinction.

Bien que les spécialistes de la Shari'ah ne soient pas tous d'accord avec cette analyse, il semble que de nombreux chercheurs ont accepté le fait de subdiviser les Sukuks en plusieurs catégories ou classes, même s'ils proposent différentes façons pour atteindre cet objectif.

Pour les 4 classes des Sukuks Tamweel residential ABS, le minimum de souscription est de 100.000 USD, et les coupons sont distribués mensuellement le 25 de chaque mois depuis le 25 septembre 2007 jusqu'au 25 juin 2037.

⁴⁹Bookrunner : Banque en charge de la tenue du livre d'ordre

Ci-dessous les caractéristiques des 4 classes :

Classe	Principal (USD)	Pourcentage nominal du Sukuk	Notation Moodys	Notation Fitch	Coupon
A	177.450.000	84,5%	Aa2	AA	Libor + 0,35% avant 25 juin 2019. Libor + 0,70% après 25 juin 2019.
B	15.330.000	7,3%	Baa1	BBB+	Libor + 1,20% avant 25 juin 2019. Libor + 2,40% après 25 juin 2019.
C	9.870.000	4,7%	Ba3	BB-	Libor + 3,95% avant 25 juin 2019. Libor + 7,90% après 25 juin 2019.
D	7.350.000	3,5%	Non attribué	Non attribué	Libor + 10%.

- ❖ La note de la catégorie A (Aa2 par Moodys et AA par Fitch) est parmi les meilleures notes obtenues à ce jour au Moyen-Orient et en Afrique du Nord.
- ❖ Les Sukuks Tamwwel residential ABS sont exposés à un risque lié au taux de change : en effet, les paiements de location des actifs immobiliers sont en dirham des Émirats Arabes Unis, alors que les investisseurs, porteurs des Sukuks, souhaitent être payés en dollar américain. Le dirham des Émirats Arabes Unis est indexé sur le dollar américain et n'est pas exposé au risque de fluctuations du marché de change. Toutefois, la question se posait au cas où cette indexation est brisée. Si cela se produit, la banque Morgan Stanley, s'est porté garante pour échanger les dirhams émiratis contre les dollars américains au taux indexé.
- ❖ Un échange de deux monnaies, qui ne se fait pas sur une base comptant, est interdit par la Shari'ah, il s'agit de Riba. Cependant, se procurer un wa'd (une promesse) de la part d'une banque pour acheter des dirhams des Émirats Arabes Unis en échange des dollars américains a été jugé acceptable par les conseillers de la Shari'ah :
 - Il s'agit d'un engagement de la banque d'échanger des dirhams AED contre des dollars USD si l'émetteur le demande (plutôt qu'un contrat bilatéral)
 - Si l'émetteur souhaite faire l'échange, il aurait besoin d'envoyer un avis à la banque d'échange décrivant le montant et la date de l'échange
 - À ce stade les deux parties entrent dans un accord bilatéral d'échange AED contre USD

- L'échange des monnaies devrait avoir lieu normalement le même jour que l'accord de vente/achat. Néanmoins, il est souvent impossible en pratique de réaliser la signature, le retour de l'avis et l'échange de monnaies dans le même jour. La Fatwa a été délivrée pour que l'échange ait lieu deux jours ouvrables suivant l'avis au plus tard. L'approbation a été fondée de point de vue jurisprudentiel sur la nécessité, parce qu'au sein du système bancaire international, le mouvement de fonds peut nécessiter deux jours ouvrables pour l'achèvement de l'échange.

IV. Sukuk DP World (Dubai, 2007)

1. Informations de base

Les Sukuks DP World ont été émis par DP World, un opérateur portuaire, filiale de Dubai World Corporation, et donc indirectement émis par le gouvernement de Dubai. L'émission a eu lieu en Juillet 2007 dans le but de financer les besoins d'activités de l'entreprise qui était à peine sortie d'un plan de restructuration et avait des plans d'expansion majeurs. L'émission libellée en dollars avait une valeur faciale totale de 1.5 milliards de dollars, mais a été introduit avec un discount de 0.25% par rapport à la valeur faciale. Le Sukuk offrait à titre indicatif un taux annuel de rendement de 6.25%, payé semi annuellement et avait une échéance de 10 ans. Ils arrivent à maturité en 2017.

2. Structure de l'émission

Le Sukuk DP World utilise la structure Mudharaba. DP World joue le rôle de Mudharib (gérant du partenariat) alors que la SPV (Entreprise en charge des Sukuks DP World) est assimilée au Rab Al-Mal (ou financier). Les investisseurs payent le prix d'émission des Sukuks à l'entreprise en charge des Sukuks DP World Ltd. La SPV utilise les fonds levés comme capital pour la Mudharaba, conformément à un accord de Mudharaba conclu entre la SPV et DP World. DP World investit le capital de la Mudharaba dans ses activités commerciales selon un plan d'investissement en conformité avec la Shari'ah (consistant essentiellement au développement du terminal 2 du port Jebel Ali) conçu pour générer des "bénéfices", qui seront utilisés au service des certificats. L'accord de Mudharaba est caractérisé par un ratio de partage des bénéfices prédéfini. Il a été fixé à 99% de bénéfices pour la SPV, (afin de les distribuer aux détenteurs de Sukuks), et 1% pour le Mudharib. Il faut noter que l'accord de Mudharaba, étant un partenariat d'investissement, ne peut pas spécifier ou garantir un taux prédéterminé de rendement comme dans le cas de contrats de ventes comme Ijarah, Salam ou Murabaha. En conséquence, le taux de rendement est purement indicatif. Cependant, si les gains sont insuffisants, DP World sera tenue de fournir un financement en conformité avec la Shari'ah pour couvrir les paiements dans leur intégralité. Le risque de crédit est finalement propre à DP World et d'une certaine manière DP World va assurer que les détenteurs de Sukuks reçoivent le taux de rendement de 6.25%.

Le Sukuk comprend un engagement d'achat inconditionnel de DP World, qui prévoit dans le cas d'insolvabilité de la SPV ou d'un défaut de paiement, que DP World paie promptement tous les montants dus. Cette garantie de paiement est équivalente à une garantie conventionnelle de DP World bien que pour des raisons de conformité avec la Shari'ah, de telles garanties ne peuvent pas être spécifiées dans le prospectus ou tout

autre document. Les détenteurs de Sukuks peuvent également les échanger avant leur échéance. Soit à la date prédéterminée d'achat ou en raison d'un événement de dissolution anticipée (tel que les cas standards de défauts mais aussi un changement de contrôle défini par une réduction de participation du gouvernement à moins de 50%). La SPV a le droit d'exercer son engagement de vente et DP World est tenue d'acheter l'intérêt bénéficiaire dans les actifs Mudharaba et tous les droits, avantages et prestations en vertu de ces actifs au prix d'exercice pertinent qui est fixé au niveau des recettes dans les certificats. Les Sukuks DP World portent une garantie indirecte indicative pour tous les paiements relatifs aux Sukuks (Parce que DP World est détenue par le gouvernement de Dubaï notée A+ par S&P et A1 par Moody's). Notons que le Sukuk représente une propriété dans les actifs Mudharaba, qui comprend des immobilisations corporelles et par conséquent est négociable sur le marché secondaire.

V. Villamar Sukuk (Bahreïn , 2008)

1. Informations basiques

Le Sukuk a été émis par la Gulf Holding Company (GHC), compagnie Koweïtienne créée en Novembre 2005, société qui offre des produits de placements et des services immobiliers conformes à la Shari'ah. Le Sukuk est utilisé pour le développement du Villamar@Harbour, un complexe résidentiel de luxe qui se trouve dans le prestigieux « Bahreïn Financial Harbour District » à Manama, au Bahreïn. Le coût de la construction a été estimé à 605 millions de dollars.

2. Structure de l'émission

Le Sukuk Villamar est le premier financement islamique de Sukuks sans recours dans la région MENA. En d'autres termes, Les porteurs sont exposés aux pertes encourues sur les actifs sous-jacents auxquels est adossé le Sukuk.

Les certificats de Sukuks Al-Musharaka émis par Villamar Sukuk Company Limited (société immatriculée aux Iles Caïman), d'un montant total de 190 millions de dollars ont été admis à la cote de la "Official List of Securities on the Dubaï International Financial Exchange" (aujourd'hui "Nasdaq Dubaï"). Le titre a été émis le 07 mai 2008, avec une maturité de 5 ans, offrant des coupons équivalent à LIBOR+275bps, noté A- par S&P.

Bien qu'elle repose sur un schéma de Sukuk Al-Musharaka, la structure n'inclut pas comme il était d'usage sur les marchés une promesse d'achat au prix du nominal. Elle repose plutôt sur les principes du financement de projet sans recours. Les détenteurs des Sukuks sont payés par les revenus de ventes sur plan. L'amortissement des paiements du nominal a commencé en 2011 à hauteur de 10% sur les 10 derniers coupons jusqu'à maturité du Sukuk en 2013. Ils seront payés uniquement sur la base des ventes dans le projet.

Le Sukuk Villamar est un excellent exemple de Sukuk Asset-Backed où les profits et les risques du Sukuk sont directement liés au projet lui-même

VI. Banque islamique de développement (BID, 2009)

1. Information de base

La banque islamique de développement est un acteur actif sur le marché des capitaux islamiques grâce notamment à ses programmes de Sukuks. Ces derniers comprennent une série d'émissions de Sukuks et sont souvent basés sur une structure hybride. Nous allons couvrir ici le programme de certificats de la BID, qui a commencé en septembre 2009 avec une valeur de 1.5 milliards de dollars.

2. Structure de l'émission

Le programme de Sukuk de la BID est monté à travers une structure hybride, utilisant les principes de l'Ijarah, Istisna'a, Murabaha en plus de Wakala. Les actifs du Sukuk comprennent au moins 51% d'actifs corporels tels que les contrats de l'Ijarah et les instruments de type equity, et au maximum 49% d'actifs incorporels tels que les créances de l'Istisna'a et de la Murabaha. La SPV achète, lors de l'émission des Sukuks, les actifs du trust via un contrat d'achat. Une promesse d'achat fournie par la BID en faveur de la SPV assure que la BID va acheter les actifs à un prix préfixé (incluant le montant nominal et les pénalités de retard des paiements périodiques) dans le cas d'un rachat ou d'une dissolution. Les détenteurs de certificats ont droit à des sommes distribuées périodiquement, annoncées avant l'émission dans le programme des certificats. Le prospectus spécifie pour chaque émission un taux de rendement minimal et maximal. La BID a convenu au travers des titres de lever des fonds (par des Qard Hassan ou Tawarruq) pour assurer ponctuellement le paiement des sommes distribuées périodiquement. La structure gère le portefeuille des actifs via un contrat Wakala (frais fixes). L'émission est structurée avec 51% d'actifs corporels minimum. Elle peut, donc, être négociable et échangeable sur le marché secondaire.

D'autre part, le prospectus ne mentionne pas la note du Sukuk. Cependant, il est clair qu'il aura la même note de solvabilité de la BID puisque celle-ci garantit le paiement du nominal par la promesse d'achat, et garantit les coupons grâce à la possibilité de recourir à des facilités de paiements (via des Qard Hassan ou Tawarruq) pour payer les éventuels déficits par rapport aux rendements espérés.

VII. General Electric Capital (Bermudes, 2009)

1. Introduction

Le Sukuk de GE Capital (Bermudes) (structuré en utilisant une société à responsabilité limitée basée aux Bermudes). Ce Sukuk représente un événement considérable pour le marché mondial des Sukuks pour les raisons suivantes :

- Premier Sukuk émis par une société classée parmi les premières capitalisations boursières.
- Premier Sukuk basé sur une participation dans des actifs aéronautiques et des droits sur la location de ces actifs.

Arrangeur	GE Capital Sukuk Ltd, une société exonérée à responsabilité limitée sous la loi des Bermudes
Débiteur/Agent de service	Sukuk Aviation Leasing Inc.
Garant	General Electric Capital Corporation
Note (Moody's/S&P)	Aa2 / AA+
Format	Règlement S uniquement
Date de pricing	19 Novembre 2009
Échéance	5 ans (Fin programmée pour le 26 Novembre 2014)
Taille de l'émission	500 millions USD
Coupon	3.875%
Coordinateurs mondiaux	Citi/Goldman Sachs
Teneur de livre associé	Liquidity House / National Bank of Abu Dhabi
Chef de file associé	Bank Islam Brunei Darussalam
Co-gestionnaire	Standard Chartered Bank
Type de Sukuk	Al Ijarah
Loi applicable	Loi anglaise et loi de New York

Source : prospectus de GE Capital Sukuk Limited

2. Description de la société : GE Capital Sukuk Limited

L'actif sous-jacent des Sukuks est une participation dans des actifs aéronautiques et des droits de location sur ces actifs. Sukuk Aviation Leasing Inc. (SAL), filiale détenue à 100% par General Electric Capital Corp (GECC), vend sa participation dans les actifs aéronautiques à l'émetteur. Il prend le rôle d'un agent de service dans la transaction et s'engage à acheter les actifs sous-jacents à maturité. Les engagements de SAL envers GE Capital Sukuk Ltd. sont inconditionnellement et irrévocablement garantis par GECC.

L'émetteur de Sukuks utilise au maximum 90% des fonds levés pour acheter à SAL des participations dans un portefeuille d'actifs aéronautiques provenant et appartenant à diverses filiales de GECC. Ce portefeuille est géré par GE Capital Aviation Services (GECAS), filiale détenue à 100% par GECC. L'émetteur détient le droit de participation dans le portefeuille d'actifs aéronautiques au nom des porteurs de Sukuks. L'émetteur octroie le reste des fonds collectés à SAL, qui les place dans un compte de réserve capitalisé, à l'aide d'un paiement différé Murabaha.

SAL, en tant qu'agent de service collecte les loyers issus des actifs loués ce qui permet d'avoir une réserve pour le paiement périodique des certificats fiduciaires. SAL garde tout surplus de trésorerie restant après la distribution du montant périodique dans un compte de réserve non capitalisé pour le bénéfice de l'émetteur. Ce compte est utilisé pour payer à l'avance des honoraires incitatifs à SAL.

Dans le cas de perte ou de destruction d'une partie, mais pas de la totalité, des actifs aéronautiques qui forment le portefeuille d'actifs sous-jacents, un compte de remplacement de flotte aéronautique sera crédité par les indemnités d'assurances collectées par SAL en sa qualité d'agent de service, pour le compte de l'émetteur.

De plus, SAL, en sa qualité d'agent de service, paiera toute différence si le montant assuré est inférieur à la valeur imputée aux actifs aéronautiques qui représentent les encours des Sukuks.

Si les loyers sont insuffisants pour le paiement périodique des coupons, l'opération bénéficie de trois possibilités de redressement de la situation :

- SAL crédite une autre fois ses honoraires anticipés sur le compte de réserve non capitalisé et y puiser pour le paiement.
- Si les fonds disponibles dans ce compte sont insuffisants, SAL puisera dans le compte de réserve capitalisé.
- Dans le cas où les fonds de ces deux comptes ne sont adéquats, SAL peut choisir d'accorder un crédit sans intérêt à l'émetteur.

Le graphique ci-dessous montre la répartition des investisseurs du Sukuk GE Capital en fonction du type d'investisseur et de sa localisation géographique.

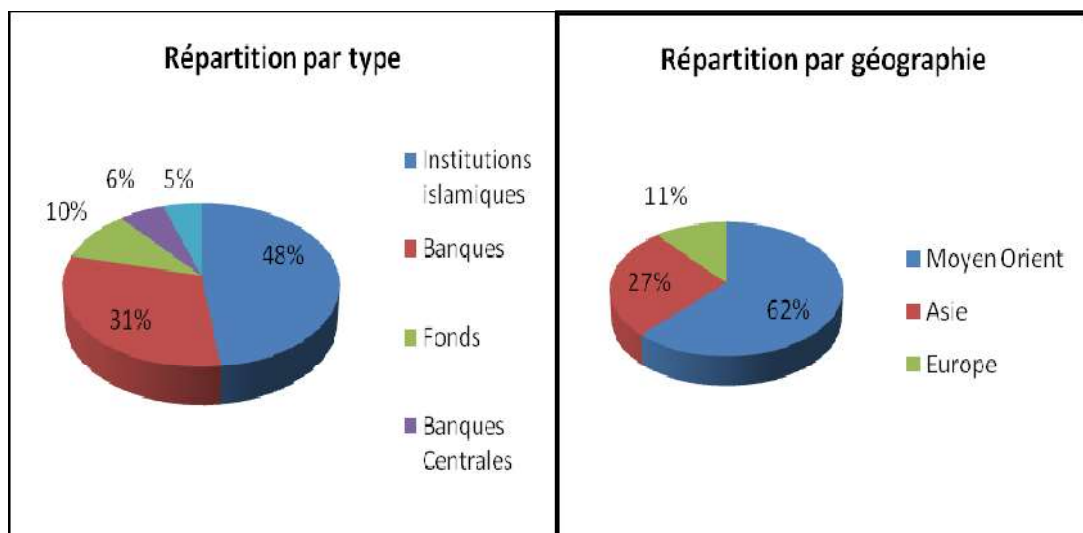


FIGURE 43 : REPARTITION DES INVESTISSEURS DE GE CAPITAL SUKUK LIMITED

3. Structure du Sukuk

Le graphique ci-dessous représente la structuration du Sukuk GE capital :

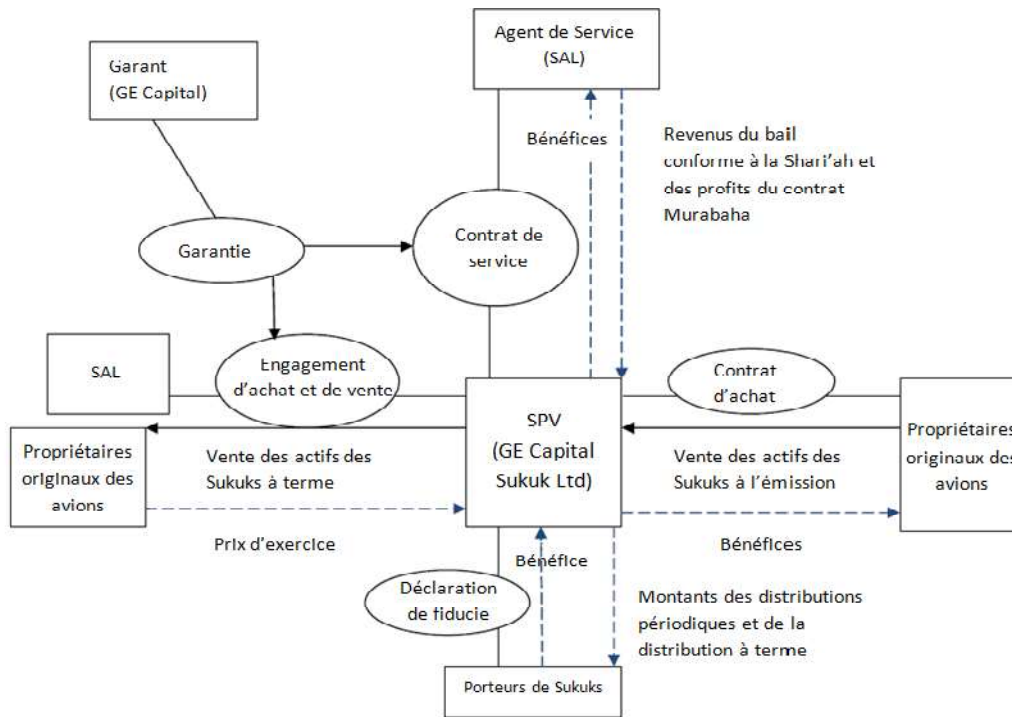


FIGURE 44 : STRUCTURE SUKUK GE - SOURCE : PROSPECTUS DE GE CAPITAL SUKUK LIMITED

4. Aspects importants

Dans cette partie du chapitre, nous allons analyser d'autres aspects importants du Sukuk de GE Capital :

- Choix de la domiciliation aux Bermudes
- Attrait pour les offres de Sukuks sur le marché financier aux États-Unis.
- Les valeurs mobilières américaines : règles et exceptions.

a. Choix de la domiciliation aux Bermudes :

Les SPV aux Bermudes sont adaptées pour le financement de structures en vue de l'acquisition de portefeuilles globaux d'actifs, comme dans le cas du Sukuk de GE Capital. Ce dernier étant un Sukuk de type Al-Ijarah émis pour financer le portefeuille global d'une location d'avions. Les autres raisons majeures pour la structuration du Sukuk aux Bermudes sont les suivantes :

Gouvernement	<ul style="list-style-type: none"> • Stabilité économique et politique. • Le gouvernement des Bermudes est ouvertement favorable aux entreprises, compte tenue de l'importance d'un secteur d'affaires international bien réglementé.
---------------------	---

	<ul style="list-style-type: none"> • Le gouvernement des Bermudes est ouvert à la finance islamique et met en avant les normes les plus élevées en termes d'intégrité et d'honnêteté dans l'économie. • Les Bermudes sont dans la « liste blanche » de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OECD⁵⁰). • Les Bermudes ont signés plus de 20 d'accords d'échanges d'informations fiscales.
Loi et réglementation	<ul style="list-style-type: none"> • La législation aux Bermudes est basée sur des principes de loi communs avec la loi anglaise ce qui lui donne un rôle persuasif. • Juridiction transparente et bien réglementée. L'Autorité Monétaire des Bermudes qui est le régulateur du secteur financier, adopte un régime de réglementation basé sur des principes d'éthique. • Les Bermudes ont une législation sur les fiducies et sur les sociétés qui est attractive pour les structures de Sukuks • Les sociétés aux Bermudes peuvent choisir un second nom en caractères non latins tels que l'arabe avec l'accord du bureau d'enregistrement des sociétés. • La législation privée de fiducies aux Bermudes est attractive pour les structures de finance islamique.
Mouvement international de fonds	<ul style="list-style-type: none"> • Pas de contrôle du change pour les entreprises non-résidentes. • Pas de restriction sur le rapatriement des fonds.
Impôts	<ul style="list-style-type: none"> • Les Bermudes ont une juridiction fiscale neutre. • Extension du certificat d'exemption d'impôts jusqu'en 2035. • Il n'y a aucun droit de timbre sur tout instrument qui relate du commerce international aux Bermudes.
Accord de double imposition	<ul style="list-style-type: none"> • L'accord de double imposition signé avec le Royaume du Bahreïn procure des opportunités de structuration pour les investisseurs qui s'intéressent à la région du CCG.
Listing des Sukuks	<ul style="list-style-type: none"> • La bourse des Bermudes adopte un régime non-discriminatoire et neutre en matière de religion dans le listing des Sukuks parmi son listing des règles de gestion de la dette.μ • Les Bermudes offrent des facilités administratives et économiques qui permettent aux émetteurs

⁵⁰(OCDE, Organization for Economic Co-operation and Development, OECD)

	d'inscrire et de structurer leur Sukuks dans une seule juridiction.
Infrastructure	<ul style="list-style-type: none"> • Une grande concentration de capital intellectuel. • Des infrastructures et des équipements modernes.
Accessibilité	<ul style="list-style-type: none"> • L'emplacement géographique des Bermudes avec une facilité d'accès depuis New York et Londres.

Tableau : Caractéristiques des Bermudes.

b. Attrait pour les offres de Sukuks sur le marché financier aux États-Unis

Le Sukuk de GE Capital illustre deux propositions de valeurs pour les acteurs du marché financier utilisant les Bermudes comme plateforme de transactions internationales de Sukuks depuis et/ou vers les marchés financiers américains.

Une étude indépendante réalisée en Mai 2012 par Albright Stonebridge Group (intitulée « US – Bermuda Economic Relations : Economic Impact Study – 2010 »⁵¹) a confirmé que l'environnement de commerce international aux Bermudes offre des avantages concurrentiels pour les entreprises américaines qui aspirent à devenir compétitives au niveau mondial.

- Première proposition de valeur : L'accès américain aux marchés financiers mondiaux.

La première proposition de valeur donne l'occasion pour les sociétés basées aux États-Unis qui cherchent des moyens alternatifs de lever des capitaux au niveau mondial (principalement depuis le CCG et l'Asie du Sud Est) pour le refinancement de la dette et/ou le financement de portefeuilles mondiaux d'actifs.

Pour les sociétés telles que GE, une émission de Sukuks permet de diversifier leurs bases de financement et renforcer leur profils dans les régions de plus en plus importantes du Moyen-Orient and de l'Asie du Sud Est.

Ce Sukuk est également intéressant pour les investisseurs tels que les fonds souverains, les institutions et les investisseurs privés du CCG et de l'Asie du Sud Est qui cherchent à diversifier leurs portefeuilles mondiaux d'investissements islamiques et accéder aux marchés américains en investissant dans des Sukuks émis aux États-Unis.

Selon un rapport du « Financial Times », il y'a eu particulièrement durant cette dernière décennie le plus grand afflux de capitaux sur le marché financier américain de la part de groupes d'investissements du Moyen-Orient. Les institutions basées au Golfe ont fait des investissements de grande ampleur dans l'immobilier américain et le Private Equity. Les banques et les avocats aux États-Unis ont dû trouver des structures innovantes qui soient adaptées pour les investissements islamiques. Ces flux d'affaires sont moins visibles malgré leur taille importante car ils sont faits en privé.

⁵¹Ce rapport peut être consulté dans son intégralité sur le site web d'affaires aux Bermudes : www.businessbermuda.org

- Deuxième proposition de valeur : L'accès mondial aux marchés financiers américains

La deuxième proposition de valeur concerne les émetteurs de Sukuks depuis le CCG et l'Asie du Sud Est qui cherchent à lever des capitaux depuis les marchés financiers américains pour le financement des projets croissants d'infrastructure et d'autres entreprises. Par exemple, le besoin de financement d'infrastructures demeure important au CCG. Selon « The Middle East Economic Digest », près de 2 milles milliards de dollars seront dépensés dans la région d'ici à 2020 pour le financement d'infrastructures et de projets planifiés et attendus. De plus un nombre important de ces projets sera financé par l'émission de Sukuks.

Ceci est intéressant pour les investisseurs américains qui recherchent une diversification géographique et une diversification des produits d'investir dans les Sukuks émis aux CCG et en Asie du Sud Est soit directement, soit au travers de fonds de Sukuks :

- Permet d'accéder aux classes d'actifs alternatifs dans les marchés émergents.
- Attrayant pour les investisseurs américains éthiques qui cherchent à accéder à des investissements socialement responsables dans les marchés émergents.
- Attrayant pour les investisseurs américains à la recherche d'une diversification d'investissements islamiques.

c. Les valeurs mobilières américaines : règles et exceptions.

Tous les titres de placement dans le marché mondial doit être structuré en respect avec les lois de valeurs mobilières américaines. Dans le règlement S⁵², la commission boursière américaine stipule que toute offre faite à l'extérieur des États-Unis n'a aucunement besoin d'être enregistrée auprès de la commission. En supposant par conséquent que l'offre est une « transaction offshore », qu'il n'y a pas « d'efforts directs de vente » aux États-Unis et qu'il n'y a pas d'« intérêt de marché substantiel » aux États-Unis pour les titres, une offre peut être faite à seulement quelques avertissements dans le document de l'offre. Cependant, dans la mesure où le Sukuk cherche à attirer des investisseurs américains ou si une société américaine participe à l'offre, une attention particulière doit être accordée pour s'assurer que l'opération s'inscrit dans au moins une des exceptions du besoin d'enregistrement de la Section 5 des valeurs mobilières américaines de 1933.

Les deux principales exceptions pertinentes pour les échanges de Sukuks aux États-Unis sont données sous la loi 144A et le règlement S. Le Sukuk de GE Capital a été lancé sous le règlement S et certain Sukuks récents ont été structuré pour satisfaire les exigences de « Revente » aux investisseurs américain sous la loi 144A. Ces exemples peuvent montrer le début d'une tendance attractive des investisseurs américains et des émetteurs pour le marché mondial émergent des Sukuks.

⁵²Le règlement S est une réglementation de l'agence américaine SEC (Securities & Exchange Commission) qui permet aux entreprises de ne pas enregistrer les titres vendus à l'extérieur des Etats Unis pour des investisseurs étrangers.

Quand la commission boursière américaine a rédigé le règlement S, elle a établi soigneusement deux « zones de sécurités ». La première (loi 903) s'applique aux ventes menées par les émetteurs, distributeurs et leurs sociétés affiliées. La deuxième (loi 904) s'applique aux reventes par d'autres investisseurs. Une des principales exigences est que la « Personne américaine » ne doit pas être en mesure d'acheter des titres émis par des sociétés américaines en vertu du règlement S au cours d'une « période conforme de distribution », qui est de un an dans le cas des actions. Le marché Mezzanine tenu par la Bourse des Bermudes est l'un des rares sinon le seul marché du monde à avoir mis en place une méthode entièrement électronique pour assurer le respect de cette exigence, y compris le règlement électronique de toutes les opérations en temps normal.

A l'opposé, la loi 144A avait pour but de permettre la vente de titres non enregistrés à des investisseurs américains mais elle est limitée aux grandes institutions définies comme « Acheteurs Institutionnels Qualifiés ». Ces derniers sont des institutions qui disposent d'au moins 100 millions de dollars dans des actifs de placement. La loi 144A est devenue l'exception principale sur laquelle se basent des sociétés non-américaines quand elles accèdent au marché financier américain. En effet, plusieurs transactions sont structurées avec deux « Tranches », une s'adressant aux « Acheteurs Institutionnels Qualifiés » américains sous loi 144A, l'autre ciblant les investisseurs non-Américains sous le règlement S. Étant donné qu'aucune des tranches n'est enregistrée auprès de la commission boursière américaine, tous les titres émis sont restreints et peuvent être échangés soit selon le règlement S ou la loi 144A. D'une manière générale, après un an, les titres deviennent « non restreints » et peuvent être échangés librement.

VIII. Indonesia Global Sukuk (2009,Indonésie)

1. Informations basiques

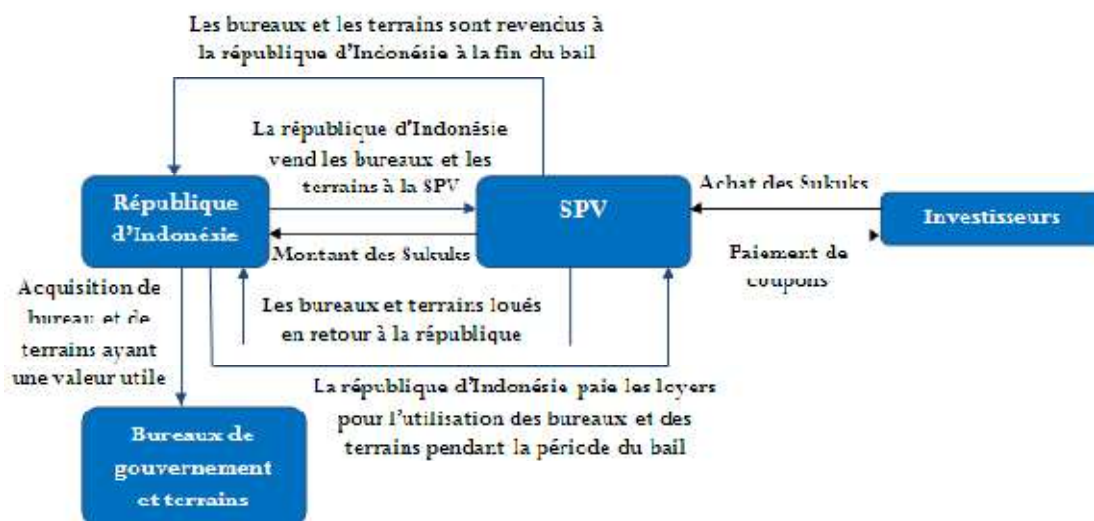
La république d'Indonésie a émis en avril 2009 le Global Sukuk via une entité légale « Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia 1 » qui agit en tant qu'un fiduciaire mandaté par le gouvernement indonésien.

Le Global Sukuk est de type Sukuk Al-Ijarah. Les actifs acquis par la SPV se composent d'environ 66 biens immobiliers utilisés à des fins gouvernementales. Les biens sont localisés à Bandung et à Jakarta. Ces propriétés immobilières pourraient être remplacées par une substitution aux termes de la convention de substitution «Substitution Agreement⁵³ ».

Le gouvernement indonésien utilisera la collecte de fonds prévue par le Sukuk pour combler son déficit budgétaire. Le montant émis est de 650 millions de dollars américains. Le Sukuk arrivera à maturité en avril 2014 (maturité de 5 ans) et des coupons de 8,8% sont versés aux investisseurs avec une fréquence semestrielle. Les banques chefs de file et teneurs de livre (lead managers & book runners) de cette émission sont : Barclays Bank, HSBC et Standard Chartered, tandis que le payeur principal est Bank of New York Mellon. Le Global Sukuk est coté à Singapour Stock Exchange.

⁵³Un contrat entre deux parties qui remplace un précédent accord.

2. Structure de l'émission



IX. Khazanah Nasional Berhad (Malaisie, 2010)

1. Informations basiques

Khazanah est la structure d'investissement stratégique du gouvernement de la Malaisie. Elle est détenue majoritairement par le ministère de la Finance malaisien. Khazanah est très actif sur le marché des Sukuks.

Le Sukuk Danga Capital Berhad, émis le 13 Avril 2010, est considéré comme la plus grande émission de Sukuks sur la place financière de Singapour.

Cette émission est composée de 2 tranches :

- Une première tranche de nominal 600 millions de SGD⁵⁴ et de maturité 5 ans.
- Une deuxième tranche de nominal 900 millions de SGD et de maturité 10 ans.

2. Structure de l'émission

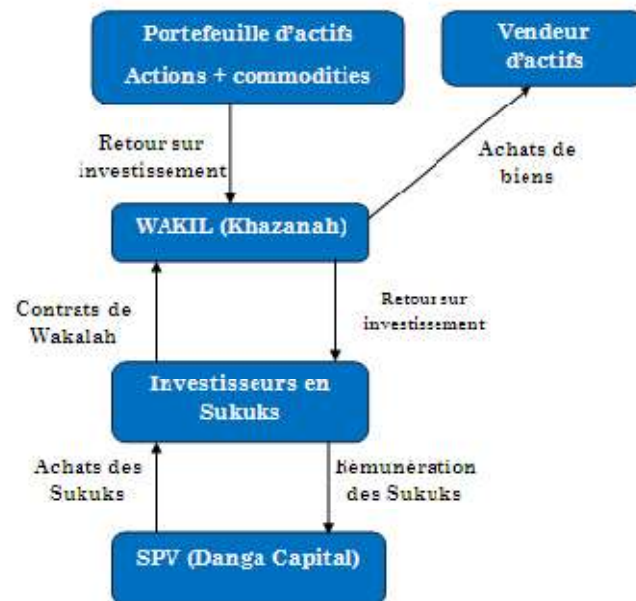
Le Sukuk Khazanah Nasional Berhad I est basé sur la structure Al-Wakalah. La SPV, Danga Capital, collecte les fonds des détenteurs des Sukuks et les transfère à Khazanah qui investit les fonds en tant que Wakeel, sous un contrat de Wakalah, dans des classes

⁵⁴SGD : dollar de Singapour. Il vaut environ 0.71 USD

d'actifs conformes à la Shari'ah (plus précisément des actions et des matières premières Shari'ah compliant).

Pour chaque tranche, 51% du nominal est investi dans des actions Shari'ah compliant et le reste dans des Murabaha commodities.

Le coupon versé aux détenteurs du Sukuk provient des profits des Murabaha commodities ainsi que les dividendes versés par les actions.



X. Malaysia Global Sukuk Al-Wakalah (2011)

1. Informations basiques

Le Malaysia Global Sukuk Al-Wakalah représente la troisième plus grande émission de Sukuks malaisiens libellés en dollar américain. Son nominal est de 2 milliards de dollars alors que la demande des investisseurs a atteint 9 milliards.

Cette émission a marqué le pas par le fait qu'elle soit :

- La plus grande émission souveraine en 2011 libellée en USD
- Le premier Sukuk souverain structuré selon le principe Al-Wakalah
- La plus grande émission d'un Sukuk souverain
- Le plus faible rendement d'un émetteur souverain asiatique d'un Sukuk libellé en USD. C'est la conséquence de la forte demande des investisseurs encouragés par la bonne santé financière de la Malaisie ainsi que la rareté de sa dette libellée en dollar américain.

2. Structure de l'émission

Le schéma suivant représente la structure générale du Sukuk :

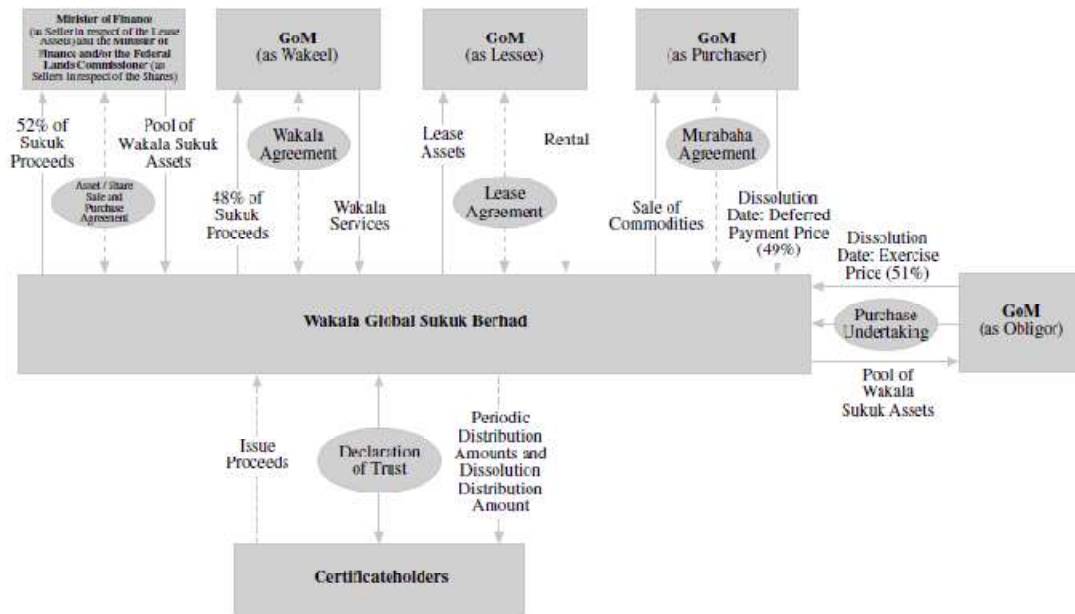


FIGURE 451 STRUCTURE MALAYSIA GLOBAL SUKUK AL-WAKALAH

XI. Sukuk General Authority for Civil Aviation (Arabie Saoudite, 2012)

1. Informations basiques

L'autorité Saoudienne de l'aviation civile (GACA : Saudi Arabian General Authority for Civil Aviation) a émis un Sukuk de 15 milliards de rial Saoudien, d'une maturité de 10 ans, offrant un taux fixe de 2.5% annuel, disposant d'une garantie explicite du ministère de la finance Saoudien (Arabie Saoudite, Aa3 stable, selon Moody's).

Ce Sukuk va financer les développements de l'infrastructure de l'aéroport du roi Abdulaziz. Considéré comme étant le plus grand Sukuk en termes de taille d'émission dans le marché local, GACA est aussi le premier Sukuk Souverain d'Arabie Saoudite. Le Sukuk GACA représente 12% des investissements cash et de ses équivalents monétaires du système bancaire Saoudien. Il représente aussi 38% des investissements Cash des banques islamiques en Arabie Saoudite.

2. Structure de l'émission

Ce Sukuk a été structuré en tant que produit hybride Murabaha-Mudharaba. Son portefeuille est constitué de 51% de Mudharaba et 49% de Murabaha : cela garantit le fait que le Sukuk peut être échangé sur le marché secondaire.

A la date de Closing, les détenteurs de certificats de Sukuks vont acquérir X% des bénéfices que l'émetteur GACA, dégagera sur le chiffre d'affaire réalisé, auprès des compagnies aériennes. Ce dernier est généré grâce à :

- L'atterrissage à l'aéroport du roi Abdulaziz de Jeddah, à l'aéroport du roi Fahd de Dammam ainsi qu'à l'aéroport du roi Khaled de Riyad.
- Le stationnement des avions à l'aéroport du roi Abdulaziz (terminal de Hajj exclu), à l'aéroport du roi Fahd et à l'aéroport du roi Khaled.

L'exposition aux flux de ces aéroports est liée à la partie Mudharaba de la structuration du Sukuk. Pour la partie Murabaha, voici les informations prises du prospectus :

- "The Issuer will, pursuant to the terms of the Murabaha Agreement (as defined in the Conditions), acquire from time to time Commodities from the Seller (each as defined in the Murabaha Agreements) for subsequent on-sale to independent third party purchasers."

De ce fait, l'exposition à la partie Murabaha est structurée soit sous la forme d'une Murabaha vanille, ou sous la forme d'une Murabaha inverse, avec une troisième contrepartie indépendante. Le Sukuk GACA n'est pas garanti par des actifs ou des titres, mais il dispose d'une garantie explicite du ministère des finances Saoudien.

Compte tenu de la rareté des émissions obligataires publique en Arabie Saoudite, le Sukuk GACA devrait constituer un Benchmark pour la courbe long terme pour le marché local, et réduire pour les banques saoudiennes les problèmes d'ALM. Notons que la moyenne des émissions de Sukuks d'état est de 3.1 années, alors qu'elle était de 6 années il y a dix ans.

3. Distribution géographique des investisseurs dans les Sukuks

Le Sukuk GACA est un Sukuk domestique en riyal Saoudien destiné aux banques locales Saoudiennes et aux investisseurs institutionnels Saoudiens.

XII. Sukuk Al Farooj (France, 2012)

Emmeteur	Al Farooj France Gestion
Date d'émission	10 Juillet 2012
Echéance	10 Juillet 2015 (voire 10 Juillet 2016 ou 10 Juillet 2017 en cas d'extension)
Taille de l'émission	350.000 €
Coupon	8% par an
Type de Sukuk	Al-Mudarabah
Loi Applicable	Articles L.228-38 et suivant du Code de Commerce (Loi Française)
Informations diverses	Le Sukuk Al Farooj est le premier Sukuk émis sous la

	législation française. Il a été souscrit auprès d'un nombre très restreint d'investisseurs privés (moins de 15). Les fonds levés (350.000 €) servent à financer le premier point de vente en France d'une chaîne de restauration rapide halal.
--	--

Al Farooj France Gestion (l'«Émetteur»), société par actions simplifiées, a besoin d'un financement à moyen terme pour assurer le développement d'un de ses projets via sa filiale AFF Alfortville, société en nom collectif au capital de 1.000 euros (la « Filiale»). Dans ces conditions, l'Émetteur s'est rapproché de plusieurs investisseurs dans le but d'obtenir un financement par voie d'émission d'obligations indexées pour un prix de 350.000 euros, correspondant à l'émission de 3.500 obligations d'une valeur nominale de 100 euros chacune (les « Obligations») à souscrire par différents investisseurs. Cette émission est faite dans le cadre de l'instruction 4 FE/S2/10, les Obligations étant traitées comme des Sukuks d'investissement.

La totalité du produit de l'émission des Obligations, déduction faite des frais liés à l'émission sera utilisée pour financer les investissements et le début d'activité de la Filiale.

Le paiement de la rémunération des Obligations est conditionné à la réalisation des conditions détaillées dans les modalités des Obligations figurant dans le prospectus de l'émission.

Les investisseurs sont prévenus des risques associés à l'éventuel non perception de la rémunération et au non-remboursement partiel ou total des Obligations, se déclarent disposés à participer au financement de l'Émetteur et, à ce titre, souscrivent à une partie des Obligations.

L'Émetteur affecte à la date d'émission des Obligations 40.000 euros (11.5 %) à un compte de réserve dédié aux Obligations (« Compte de réserve 1 »).

Le montant de la souscription des Obligations et le montant du Compte de Réserve 1 seront mis à la disposition de la Filiale via un compte courant ne portant pas d'intérêt (le « Compte Courant »).

Le Compte Courant sera affecté au financement des investissements et du fond de roulement de la Filiale.

Le Compte Courant pourra faire l'objet de demandes de remboursement par l'Émetteur afin de lui permettre de respecter ses obligations de paiement auprès des Investisseurs.

L'Émetteur constituera un second compte de réserve (le « Compte de Réserve 2 » et, collectivement avec le Compte de Réserve 1, les « Comptes de Réserve») destiné à être abondé par les distributions de bénéfices de la Filiale.

L'Émetteur s'engage :

1. A prendre toutes décisions afin que la totalité des bénéfices distribuables de la Filiale soit chaque année distribué à l'Émetteur, dans toute la mesure permise par les dispositions applicables.
2. A affecter, après déduction des sommes allouables à la réserve légale et à l'impôt sur les sociétés dû par l'Émetteur, les bénéfices distribués par la Filiale en priorité à l'abondement des Comptes de Réserve dédiés aux Obligations dans la limite du montant correspondant d'une part à la rémunération des Obligations et l'autre part au remboursement du principal des Obligations. La totalité des bénéfices de la Filiale restant après les déductions visées ci-dessus puis après abondement du Compte de Réserve 1 seront affectés au Compte de Réserve 2 comme suit :
 - a. 1% des bénéfices nets de la Filiale sera affecté à un sous-compte Emetteur ; et
 - b. Le solde sera affecté à un sous-compte Investisseurs.

XIII. CBB Sukuk Al Salam (Bahreïn, 2012)

1. Informations basiques

Sur les marchés financiers, on aperçoit uniquement deux émetteurs de Sukuks Al-Salam. Ils ont la particularité, néanmoins, d'être des d'émetteurs réguliers.

Il s'agit de deux émetteurs souverains : le royaume du Bahreïn et la république de la Gambie. Le premier émet un Sukuk Al-Salam chaque mois, tandis que le deuxième émet un ou plusieurs Sukuks Al-Salam par mois. Dans les deux cas, les Sukuks Al-Salam sont à souscrire directement auprès des banques centrales des deux pays, et ils ont une maturité courte de trois mois.

Au Bahreïn le produit est à souscrire auprès de la banque centrale du Bahreïn, plus précisément la Bahreïn Monetary Agency. Destiné aux banques islamiques et aux institutions financières locales le Sukuk Al-Salam est utilisé par ces établissements pour des fins de gestion de liquidité. Le taux de marge dans le produit est généralement identique à celui du taux de rendement d'un bon de trésor conventionnel de même maturité.

A fin mars 2012, le montant total des Sukuks Al-Salam du royaume du Bahreïn en circulation s'élevait à 150 millions de dollars. Ce montant est subdivisé en trois émissions de 50 millions de dollars chacune. Quant à l'état Gambien, le montant total de ses Sukuks Al-Salam s'élevait à 6 millions de dollars à la même date. Ce montant est subdivisé en 6 émissions de différents montants. Notons que les deux Sukuks Al-Salam sont libellés dans la devise domestique de leurs pays émetteurs.

2. Structure de l'émission

La Shari'ah considère la revente des Sukuks Al-Salam comme une vente de créances, donc illicite (voir pour plus de détails chapitre 3, partie 3). De ce fait, il est impossible d'échanger ce type de Sukuks sur le marché secondaire. Cette caractéristique du produit explique sa courte maturité. Les investisseurs, devant absolument garder le titre jusqu'à

maturité, ne peuvent acheter ce produit que si sa maturité est courte. Sinon ils courraient un risque de liquidité élevé.

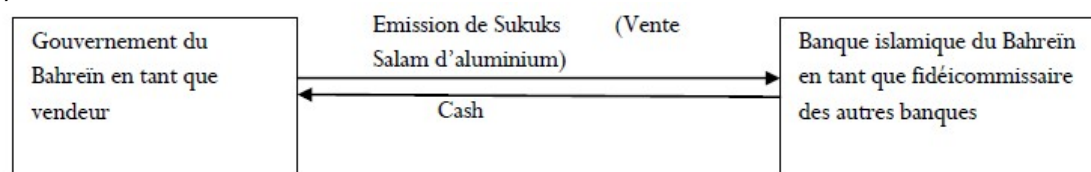
L'actif tangible des Sukuks Al-Salam de l'état du Bahreïn est l'aluminium. Le royaume est, en effet, un des plus grands producteurs de ce métal à l'échelle mondiale. L'entreprise bahreïnienne « Aluminium Bahreïn BSC » (ALBA) s'est placée en 2010, comme neuvième producteur mondial d'aluminium²⁵. En 2011, ALBA a réalisé un chiffre d'affaire de 2,3 milliards de dollars.

Avec l'aluminium comme actif, l'opération de financement via les Sukuks Al-Salam dans le cas du Bahreïn se déroule en deux étapes :

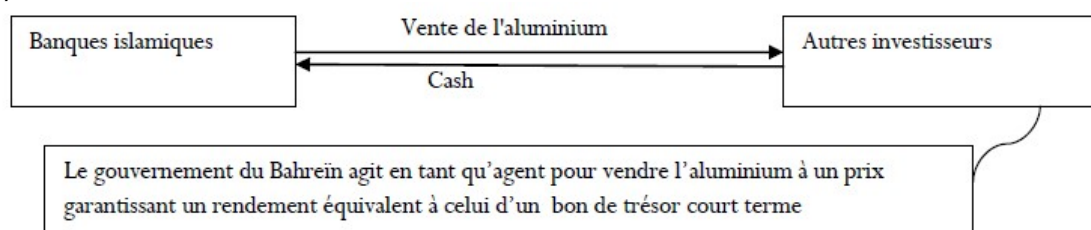
- A la conclusion de l'opération, le gouvernement reçoit le cash de la banque islamique du Bahreïn contre l'émission de Sukuks. Cette dernière agit en tant que fidéicommissaire des différents investisseurs. Le gouvernement réalise par ce biais, une vente Salam (vente prépayée avec livraison future) d'aluminium aux porteurs des Sukuks.
- A l'échéance les porteurs de Sukuks deviennent propriétaires de l'aluminium. Le gouvernement en tant que vendeur Salam doit livrer l'aluminium vendu. Toutefois, il agit dans cette étape en tant qu'agent des porteurs des certificats, mandaté pour vendre l'aluminium à une tierce partie. Le gouvernement, en ayant fait la promesse auprès des investisseurs à l'émission, vend à la tierce partie l'aluminium au prix initial majoré d'une marge. Cette dernière est généralement équivalente au rendement d'un bon de trésorerie de même maturité.

Le schéma suivant synthétise la structuration du produit et décrit les flux à la conclusion de l'opération et à l'échéance :

1/ A la conclusion



2/ A l'échéance



Ce produit, à structuration plutôt complexe, comporte certaines interrogations d'un point de vue jurisprudentiel :

- Les investisseurs ne courent pas le risque de la variation du prix de l'aluminium. Il est ainsi utilisé comme un élément de séparation pour justifier la tenue de l'opération Al-Salam.
- Le passage du rôle de gouvernement de vendeur d'aluminium, dans un premier temps, au rôle d'agent de vente du métal n'est pas clairement décrit. Par conséquent, on ne sait pas s'il y a un vrai échange physique de l'aluminium qui

s'opère, et on ne sait pas comment le gouvernement couvre l'opération. On peut se poser quelques interrogations sur la nature de la couverture et sa compatibilité avec la Shari'ah.

- La promesse engageante, de la part du gouvernement est sujette de divergence entre les experts de la Shari'ah (voir pour plus de détails le chapitre 3, partie 2).

XIV. Sukuk Orasis (France, 2012)

Structurer	Legendre patrimoine
Date d'émission	Variable
Echéance	15 ans avec option d'achat à 10 ans
Taille de l'émission	Variable
Coupon	Sous forme de loyer de 7%. Le loyer est augmenté chaque année de 1% (le loyer de la deuxième année est de 7.07%)
Type de Sukuk	Al-Ijarah
Souscription minimal	5.000 €
Remboursement	Dissolution au prix du marché à la quinzième année. Option de rachat à 87% à l'année 10.
Véhicule d'investissement	Société en participation (SEP)
Secteur d'activité	Energie solaire
Certification Shari'ah	Comité Indépendant de finance islamique en Europe : CIFIE

Il s'agit du premier Sukuk, ouvert à l'investissement grand public, en France. L'objectif de ce Sukuk est de financer des centrales électriques photovoltaïques installées en France métropolitaine et aux Dom-Tom.

Le montage utilisé est assez souple. Chaque émission de Sukuks est dédiée à une centrale solaire. Ceci permet de bénéficier d'une grande liberté en ce qui concerne les dates et les tailles des émissions. Le montant total de chaque émission dépend du prix de la réalisation de la centrale et de son coût de revient.

La structuration utilisée est une Ijarah. Les montants investis sont regroupés dans une SEP (Société En Participation) qui sert de SPV, dans un montage classique de Sukuks. La SEP, propriétaire de la centrale photovoltaïque, loue cette dernière à une société d'exploitation moyennant un loyer annuel de 7%. Le loyer est révisé chaque année de 1% afin de palier à l'inflation. La rente de la deuxième année est ainsi de 7.07%. Le schéma suivant résume le montage du Sukuk Orasis :

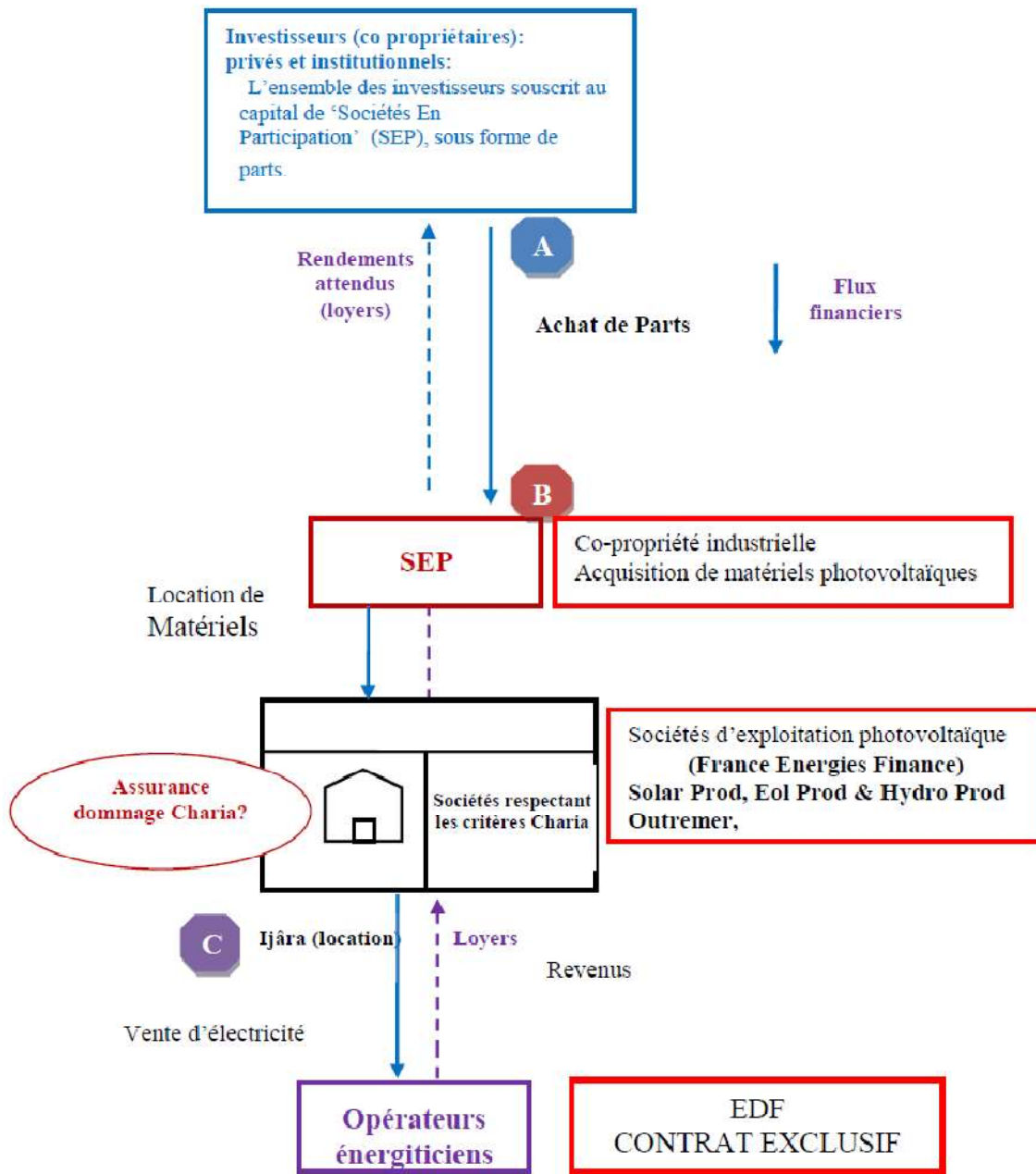


FIGURE 46: MONTAGE SUKUK ORASIS

Les investisseurs bénéficient d'une option de revente de la centrale à la dixième année à 87%. En tenant compte du montant du remboursement et de la réévaluation annuelle du coupon, le Sukuk a un rendement actuariel de 6.01%. Le Shari'ah board a émis des réserves vis-à-vis de cette option et recommande aux porteurs de ne pas l'exercer pour être conformes aux exigences de la Shari'ah.

CHAPITRE3

I. Les obligations

1. Définition

L'obligation, au sens financier, est un titre à revenu fixe. Bodie, Merton, et Thibierge (2011) nous informent plus en détail sur l'utilisation de ces obligations : Une entreprise qui émet une obligation ordinaire, ou obligation à coupons, s'engage à verser régulièrement des intérêts - appelés des coupons- au souscripteur de l'obligation (l'obligataire) à pendant toute la durée de vie de l'obligation, puis à rembourser l'obligation à l'échéance. (p.251)

2. Caractéristiques

Les obligations rémunèrent les investisseurs à intervalles fixes et d'un montant déterminé lors de l'émission (le coupon). Ce coupon est considéré comme fixe car il ne variera jamais en fonction de la performance de l'entité émettrice, même si le coupon est basé sur un taux d'intérêt variable et réévalué à chaque période. Ces paiements sont des obligations contractuelles et le non-paiement d'un de ces coupons entraînerait un défaut de l'émetteur (Parameswaran, 2011). Le rapport entre le coupon et la somme initiale prêtée (le nominal) équivaut au taux du coupon.

A maturité, l'emprunteur remboursera les porteurs de la valeur du nominal (le montant initialement emprunté) ainsi que le dernier coupon (Brealey, Myers, & Marcus, 2003).

Le Yield-to-maturity est le rendement de l'obligation pour l'investisseur qui achète l'obligation au prix du marché et la garde jusqu'à maturité. Le Yield-to-maturity peut également être interprété comme le taux d'actualisation qui égalise les cash-flow que l'obligation va générer au prix du marché de l'obligation (Brealey et al., 2003).

II. Différences et similitudes entre sukuku et obligations

Les sukuku sont des instruments financiers différents des obligations conventionnelles de part leur nature et la manière dont ils sont élaborés. Nous verrons, dans un premier temps, les différences entre les risques liés, les différences dans les rendements des deux instruments, les impacts des sukuku sur les différents marchés mais aussi des marchés sur les sukuku, les impacts des indicateurs de volatilités et d'incertitude puis nous finirons avec certains éléments macroéconomiques

1. Nature des instruments

Comme nous l'avons expliqué plus tôt, les sukuku peuvent être structurés selon différents contrats. En fonction de ces contrats sous-jacents, les sukuku représentent une propriété partielle dans un actif ou un ensemble d'actifs (sukuku al-ijara), ou encore dans une dette (sukuku al-murabaha). Il s'agit d'une différence par rapport aux

obligations conventionnelles qui représentent, par définition, une obligation contractuelle d'honorer une dette due par l'émetteur (Vishwanath & Azmi, 2009).

Les sukucs sont tout de même structurés de manière à avoir des paiements réguliers, comme les obligations, et un rendement qui peut être comparable à ces instruments porteurs d'intérêts. La différence réside dans la source des cashflows ; les sukucs rémunèrent en fonction des cash flow générés par les actifs et les obligations rémunèrent via l'obligation de payer un intérêt (Miller, Challoner, & Atta, 2007).

2. Risque liés

Les risques sont divers et variés lorsque l'on considère les deux instruments. Parameswaran (2011) définit le risque comme suit : "Risk is defined as a position with an uncertain outcome that has the potential for loss for the holder" (p. 51). Certains risques sont communs aux sukucs et aux obligations, d'autres sont plus spécifiques. Afshar (2013) a décrit, de manière théorique, les risques liés à ces instruments et ces risques sont repris et explicités ci-dessous.

A- Risques communs

Les risques communs aux deux instruments sont au nombre de trois : le risque de liquidité, le risque du pouvoir d'achat et le risque de change.

Le risque de crédit :

Il s'agit du risque auquel les investisseurs sont exposés dans le cas où l'émetteur ne parviendrait plus à tenir ses engagements financiers. Dans le cas des obligations, les investisseurs se retournent contre l'émetteur. Dans le cas des sukucs, les investisseurs pourront directement disposer du bien et de pouvoir limiter leur perte. En théorie, les investisseurs sont donc protégés par les actifs sous-jacents au sukuk. Cependant, Al-Sayed (2013) nous indique que certains sukucs sont structurés de manière à ce que les paiements faits aux investisseurs ne reflètent pas toujours les performances des actifs, et donc ces sukucs sont moins bien protégés face au risque de crédit.

Le risque de liquidité : Comme les bons d'Etat conventionnels, les sukucs peuvent être échangés sur les marchés secondaires. Bien que ce risque existe pour les deux instruments, il faut mentionner que les marchés sur lesquels sont échangés les sukucs sont relativement moins liquides comparés à ceux des obligations conventionnelles (El Qorchi, 2005).

B- Le risque du pouvoir d'achat :

Dans l'hypothèse où l'inflation viendrait à augmenter plus rapidement que le taux d'intérêt de l'obligation, alors le rendement réel pourrait devenir négatif. L'impact est différent pour les sukucs ; si nous prenons le cas du sukuk al-ijara, le prix du marché du bien sous-jacent au contrat pourrait varier ou non à maturité du sukuk et cela aurait des répercussions sur le rendement du certificat.

C- Le risque de change :

Le risque de change représente une variation qu'il y aurait dans les taux de change dans le cas où la devise de l'instrument et celle de l'investisseur ne seraient pas les mêmes. Ici, on peut aisément comprendre que ce risque s'applique aux deux instruments.

D- Risques propres aux obligations conventionnelles

Certains risques sont propres aux obligations et ne concernent pas les sukuk. Il s'agit de risques qui sont plus intimement liés aux taux d'intérêt sur les marchés.

E- Le risque de rachat :

Si les taux d'intérêts venaient à descendre, l'émetteur pourrait donc se financer à plus faible coût. Dans les cas où une option d'achat est incluse dans le contrat, les investisseurs n'ont d'autre choix que de revendre les obligations et ne pourront plus investir au taux initial.

F- Le risque de taux d'intérêt :

Ce risque est plutôt lié à une augmentation des taux d'intérêts sur le marché. Premièrement, la valeur d'une obligation et les mouvements des taux d'intérêts sont négativement corrélés. Donc si les taux montent, l'obligation perdra de la valeur. Deuxièmement, les coupons peuvent être réinvestis à un taux plus élevé qu'originellement. Ce risque peut être géré avec la durée de l'obligation.

G- Risques propres aux sukuk

De par sa nature et ses spécificités, les sukuk sont également sujets à des risques qui leur sont propres. Ces risques sont, d'une part, liés aux actifs sous-jacents et, d'autre part, liés aux normes régulatrices.

H- Le risque de prix :

Le prix de l'actif à la fin du contrat peut être différent du prix du marché à cause d'une dépréciation prématurée, ou de dommages, par exemple. Ce changement peut occasionner une baisse dans le rendement du sukuk de manière similaire au risque de pouvoir d'achat.

I- Le risque opérationnel :

Le risque opérationnel a trait à la performance et l'utilisation de l'actif pour générer les flux financiers. Pour des raisons opérationnelles, un délai pourrait survenir quant à la réalisation des bénéfices liés à l'exploitation des actifs sous-jacents.

J- Le risque de conformité à la Sharia :

La possibilité qu'une transaction de financement islamique soit contestée sur base de doutes quant à sa conformité à la Sharia constitue le risque de conformité à la Sharia. L'émetteur du sukuk pourrait donc refuser de payer et se verrait en droit de ne

pas le faire. Ce risque vient du fait que le Sharia Board décide de la conformité de la structure du sukuk mais il se peut très bien qu'une fatwa soit émise et stipule que la transaction ne soit pas permise (Balz, 2008).

K- Le risque légal :

Les sukuks sont soumises à deux juridictions. D'abord, il faut que l'émission soit conforme à la Sharia. Ensuite, elle doit être conforme à la loi du pays dans laquelle l'émission a lieu. Le risque légal représente la possibilité que certains éléments repris dans la Sharia ne soient pas reconnus par la loi du pays d'émission.

Toutefois, les avis peuvent diverger quant à la nature des risques auxquels les sukuks sont exposés. Tariq et Dar (2007) auraient plutôt tendance à dire que les sukuks sont exposés à tous les risques des obligations conventionnelles en plus des risques qui leur sont propres, tels que le risque de conformité à la Sharia.

Sur le plan empirique, il faut citer Cakir et Raei (2007) dont les recherches ont porté sur la diversification du risque dans un portefeuille. Ils ont établi que les portefeuilles qui contenaient des sukuks ainsi que des obligations conventionnelles du même émetteur présentaient une Value-at-Risk qui était sensiblement plus faible que si le gestionnaire du portefeuille optait pour une stratégie où il n'investirait que dans les obligations dudit émetteur. Ils ont observé que les corrélations entre les sukuks et les obligations sont plus faibles que les corrélations entre obligations.

De par la description des deux instruments et de leurs risques, nous pouvons voir que les sukuks et les obligations conventionnelles se rejoignent sur certains points mais divergent sur d'autres. Ceci nous montre que ces instruments seraient distincts et donc que leurs rendements le sont probablement aussi.

III. Impacts observés sur les rendements

Selon Litterman et Scheinkman (1991), les acteurs présents sur les marchés ont toujours accordé de l'importance à l'identification des risques qui peuvent avoir un impact sur les rendements. En effet, pour une période donnée, les investisseurs souhaitent un rendement supérieur si leur investissement est plus risqué. Néanmoins, cette relation est plus floue dans le temps. Normalement, un investisseur averse au risque aurait tendance à demander un rendement supérieur durant une période pendant laquelle la rémunération d'un instrument devient plus incertaine. Cependant, cela n'a pas été prouvé empiriquement. Une explication peut être celle que lors de certaines périodes d'incertitudes, il se peut que tous les investissements potentiels portent du risque et que l'offre en placement sans-risques soit trop faible par rapport à la demande, ce qui amène une appréciation des placements plus risqués et donc, mécaniquement, une réduction du rendement (Goldziher, 1981).

En plus des changements dans les niveaux des rendements, un autre élément duquel nous devons tenir compte est le lien qui existe entre les différents marchés des classes d'instruments financiers. Selon Fleming, Kirby, et Ostdiek (1998), les acteurs du marché considèrent les liens de corrélations entre les rendements de leurs instruments. Par conséquent, ils diversifient leurs positions à travers les différents marchés afin de

réduire la variance de leurs profits. En d'autres termes, ils cherchent à investir dans des produits qui leur permettent de lisser les rendements de leurs portefeuilles.

Les liens entre les volatilités sont donc déterminants pour analyser les variations des rendements. Ces liens dépendent fortement de deux facteurs ; l'information commune et la "information spillover". Premièrement, l'information commune est l'information qui affecte les attentes de plusieurs marchés (comme certaines informations d'ordre macro-économiques). Deuxièmement, l'information spillover est un phénomène où l'information liée à un marché particulier altère ou affecte un autre marché de manière indirecte à cause des techniques de hedging ou de "protection" des investissements. L'information qui pousserait un investisseur à changer sa position sur certaines actions implique donc un remaniement du portefeuille, et par conséquent de ses positions dans d'autres instruments, afin de rétablir l'équilibre souhaité entre rendement et risque.

Alors qu'il est aisé de comparer les rendements des sukuk et des obligations conventionnelles, il est beaucoup moins facile d'analyser les relations entre ces deux instruments. Selon Zulkhibri (2015) il y a très peu d'études qui ont été faites sur les sukuk en comparaison aux obligations conventionnelles. Cela est dû à plusieurs facteurs, notamment le manque de données historiques fiables et consistantes ou encore le nombre limité de d'organismes académiques qui s'intéressent à la finance islamique ou à son économie. Néanmoins, il nous rapporte qu'il y a eu des études sur les différences de comportement des prix de ces deux instruments, sur les différents effets des annonces sur le marché des actions mais peu d'études qui se consacrent à la dépendance des rendements entre sukuk, bons d'Etats et obligations.

1. Différences dans les niveaux de rendements

En ce qui concerne le niveau des rendements des deux instruments, Fathurahman et Fitriati (2013) ont analysé des émissions en Indonésie. Ils ont décidé de diviser l'échantillon de différents sukuk et d'obligations en 10 groupes de manière aléatoire pour obtenir des groupes qui soient indépendants et puis analyser les rendements moyens des instruments ; Ils ont observé que les sukuk avaient des rendements moyens plus élevés que les obligations.

Ramasamy, Munisamy, et Helmi (2011) se sont penchés sur les différences de rendements entre sukuk et obligations et ils ont complété leur analyse en comparant les durations et les convexités des instruments échangés sur les marchés malais. Ce sont des paramètres intéressants car ils représentent la sensibilité des rendements des obligations aux variations des taux d'intérêts sur les marchés. Lorsqu'ils ont comparé les écarts-types des profits/coupons des sukuk et des obligations souveraines de l'échantillon, ils ont trouvé que les profits des sukuk sont plus stables que les coupons des obligations souveraines. Par contre, les écarts-types des rendements (ou yield-to-maturity) des sukuk étaient plus élevés que ceux des obligations. Ce qui implique que les prix des sukuk sont plus volatiles alors que les durations et les convexités des sukuk, bien que plus élevées en moyenne, sont plus stables en termes d'écarts-types. Ils trouvent des différences significatives pour les valeurs des profits/coupons, yields et duration mais pas pour les convexités. Ils en arrivent donc à la conclusion que les sukuk sont plus risqués que les obligations souveraines. En effectuant les mêmes analyses pour comparer les sukuk et les obligations d'entreprises, ils arrivent à la

conclusion que les sukuku présentent moins de risques que les obligations d'entreprises et donc les sukuku se situeraient à mi-chemin, en terme de risque, entre les deux sortes d'obligations.

Ariff et Safari (2015) ont, eux aussi, mené une étude sur les rendements des sukuku et des obligations. L'échantillon d'observations était constitué d'obligations et sukuku souverains, quasi-souverains et d'entreprises en Malaisie. Leurs résultats sont plus nuancés que ceux trouvés précédemment. De manière générale, la yield curve des sukuku se trouvent au dessus de celle des obligations mais dans le cas des émissions d'entreprises avec maturité de 0 à 10 ans, la yield curve des sukuku se retrouve en dessous de celle des obligations.

2. Liens avec les marchés boursiers

Au delà des différences entre les rendements de ces deux catégories d'instruments, les chercheurs se sont penchés sur les relations qui font varier ces rendements. Différents auteurs, exposés ci-dessous, ont voulu mettre en évidence les relations qu'ont les rendements des sukuku avec les rendements des obligations, actions et avec les indicateurs de volatilité des différents marchés (boursiers, obligataires et commodités).

Relations avec les rendements des obligations

Ariff et Safari (2015) ont également investigué les liens de causalité au sens de Granger et ont établi que les rendements des sukuku influencent, au sens de Granger, les rendements des obligations dans 6 paires sur les 20 testées avec un niveau de confiance de 90%. Ensuite, ils ont testé la relation inverse et ont établi que les rendements des obligations influencent, au sens de Granger, les rendements des sukuku dans 4 paires sur les 20 testées avec un niveau de confiance de 95%. Finalement, la "causalité bi-directionnelle" n'apparaît que dans 3 paires. Cela ne suffit donc pas à généraliser ces relations de causalités.

Les résultats trouvés par Ariff et Safari (2015) sont tout de même à nuancer. Bien qu'ils n'aient pas pu établir de manière systématique des liens de cause à effet entre les deux types d'instruments, Naifar et Mseddi (2013) ont tout de même montré que la "pente" de la yield curve (calculée à partir des différences de yields des bons du trésor à 3 mois et 10 ans) a une influence sur les spread des sukuku, donc sur les yields des sukuku d'entreprises.

3. Relations avec les marchés des actions

L'émission de sukuku a un impact négatif sur les cours des actions des sociétés émettrices. Alam, Hassan, et Haque (2013) ont trouvé un effet négatif entre la taille de l'émission de sukuku et les rendements des actions cotées en bourse des sociétés émettrices alors que la taille des émissions d'obligations ont un effet positif sur ces rendements. De plus, Godlewski, Turk-Ariss, et Weill (2013) ont établi que les marchés des actions réagissaient de manière négative à l'annonce de sukuku mais pas de réaction à l'annonce d'émission d'obligations. Ils ont voulu vérifier si cela serait dû au fait que les émetteurs de sukuku sont perçus comme plus risqué, avec des ratios d'endettement plus élevés, etc. Mais un test plus poussé parmi l'échantillon de sukuku a montré que les

acteurs du marché ne font pas de différence par rapport à la qualité de l'émetteur dans les sukuk.

Alors que l'annonce d'une émission de sukuk a un effet négatif sur la performance de l'action de la société émettrice. Les rendements du sukuk sont eux aussi affectés par les marchés. En effet, les rendements des sukuk montrent une dépendance par rapport à la volatilité des marchés des actions et par rapport à leur performance. Ce sont les résultats que Naifar (2016) a pu observer pour un échantillon extrait des marchés en Arabie Saoudite.

Naifar et Mseddi (2013) ont étudié les déterminants empiriques des spread (ou yield premium,) des sukuk originaires des Emirats Arabes Unis. L'échantillon est donc exclusivement composé de sukuk d'entreprises et non de sukuk souverains car ils se servent des émissions d'entreprises comme proxy pour le spread. A travers une régression linéaire, ils ont montré que les marchés des actions ont une influence sur les spread des sukuk et donc invariablement sur les yields des sukuk d'entreprises.

Aloui, Hammoudeh, et Hamida (2015) ont, eux aussi, cherché à montrer les relations qui existent entre les rendements des sukuk et les marchés des actions. Plus précisément, ils ont pris en compte les marchés des actions islamiques (les Shari'a Stocks), qui représentent des titres cotés en bourse et conformes à la Sharia. Ils ont montré que les changements dans le NASDAQ Dubaï GCC Sukuk Index ainsi que les rendements des actions islamiques, indiqués par le S&P GCC Shari'a Stock Index auraient des relations de causalité bidirectionnelles. De plus, ils ont établi que les sukuk d'entreprise étudiés sont influencés, au sens de Granger, par les Shar'ia Stocks mais que l'inverse n'est pas vrai.

4. Liens avec certains indicateurs des marchés et indicateurs macroéconomiques

Ahmad et al. (2012) ont montré que les facteurs macroéconomiques peuvent être liés aux émissions de sukuk. En effet, au moyen de modèles statistiques (vecteurs autorégressifs, réponse impulsionnelle et test de Granger), ils ont prouvé que les émissions de sukuk peuvent avoir une influence sur les indicateurs macroéconomiques d'un pays tel que la Malaisie. Effectivement, les émissions de sukuk influencent, au sens de Granger, le PIB (Produit Intérieur Brut) qui est un proxy pour l'activité économique. De plus, le PIB influence, à son tour, le PPI (Producer Price Index qui est un proxy pour prédire le CPI et les changements au niveau de l'inflation) ainsi que le CPI (Consumer Price Index qui est un proxy pour les changements du coût de la vie).

Naifar et Hammoudeh (2016) se sont intéressés aux relations causales entre les rendements des sukuk des pays du Conseil de Coopération du Golf (GCC) et les changements lors de turbulences mondiales sur les marchés financiers ou lors de périodes d'incertitudes sur les marchés. De plus, l'analyse est affinée en fonction des tendances du marché (selon que les marchés soient haussiers ou baissiers). Leur analyse a été réalisée au moyen d'analyse de régression quantile ce qui a pour but de faire la différence entre les périodes de marchés baissiers (quantiles plus petits) et périodes de marchés haussiers (quantiles plus élevés). Pendant les périodes de marchés baissiers, les rendements des sukuk des GCC sont impactés négativement par les incertitudes liées aux politiques économiques et au marché de l'or. Pendant les périodes de marchés

baissiers, les rendements des sukus des GCC sont impactés négativement par les turbulences mondiales sur les marchés financiers.

Au delà des différents comportements des sukus liés à la nature de l'émetteur et de sa maturité, Naifar et Hammoudeh (2016) nous apprennent que le facteur géographique joue également un rôle dans les sensibilités des rendements sukus par rapport aux marchés conventionnels. Les rendements des sukus des GCC ne sont affectés ni par les incertitudes liées aux marchés obligataires conventionnels, ni par celles liées au marchés de l'or. Lorsqu'ils ont voulu comparer ces résultats au Dow Jones Sukuk Index qui regroupent des sukus au delà des pays du GCC, les chercheurs ont trouvé que cet indice est principalement affecté par les incertitudes liées aux marchés obligataires conventionnels

IV. Comparaison des Sukuks et les obligations conventionnels

I. Introduction

Les Sukuks sont les équivalents islamiques du financement obligataire pour les entreprises et les émetteurs souverains qui souhaitent se conformer aux principes de la Sharia. Il s'agit de produits financiers adossés à un actif tangible et à échéance fixe, le sakk confère un droit de propriété sur les actifs de l'émetteur, et son porteur reçoit une partie du profit attaché au rendement de l'actif sous-jacent. Ainsi, l'intérêt est remplacé par un profit prévu à l'avance à risque quasi-nul. Cette forme d'obligation est similaire aux asset-backed securities, à la différence que les sukuks ne versent pas d'intérêts mais des revenus corrélés aux actifs sous-jacents. Les Sukuks sont un moyen de financement mais surtout un moyen de mobilisation de l'épargne. Ils permettent de rémunérer un placement en évitant l'usage de l'intérêt (Riba). Ainsi, l'investisseur possède une part de propriété dans un actif sous-jacent. En échange, celle-ci lui assure un revenu. Pour cela, la société émettrice doit prélever les actifs destinés à la vente afin de les proposer aux investisseurs Sukuk. Cette opération se réalise avec l'intervention d'une société ad hoc, appelée SPV (Special purpose vehicle). Les investisseurs percevront alors l'usufruit de ces actifs en fonction du prorata de leur investissement.

Les obligations jouent un rôle important dans le portefeuille d'un investisseur, car elles aident à préserver le capital et offrent une diversification dans de nombreux environnements de marché différents. Après l'élimination des obstacles gouvernementaux à la circulation internationale des capitaux dans les principaux pays développés au début des années 1980, l'intégration des marchés obligataires mondiaux s'est intensifiée au cours des deux décennies précédentes. Le degré et la nature de l'association sur les marchés obligataires mondiaux ont des répercussions importantes sur les possibilités de diversification des obligations (p. ex., Clare, Maras et Thomas, 1995). Pour diversifier le risque de placement ou améliorer le rendement du portefeuille, les investisseurs finissent par chercher des occasions sur les marchés obligataires mondiaux émergents. Cependant, des variations significatives peuvent être trouvées dans les co-mouvements de retour sur le marché obligataire international (Clare & Lekkos, 2000). Par conséquent, le degré d'association du marché obligataire mondial constitue, ce qui est important, une question d'analyse empirique.

Dans ce contexte, la finance islamique reçoit beaucoup d'attention de la part des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs à la recherche de rendements plus élevés, d'une corrélation plus faible et d'un potentiel de croissance. Le Fonds Monétaire International (FMI), la Banque Mondiale, l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) et d'autres institutions financières internationales ont estimé que les avoirs financiers issus de la Finance Islamique ont été multipliés par neuf en dix ans, entre 2003 et 2013, portant les actifs à 1800 milliards de dollars, soit une progression à deux chiffres d'environ 16% par an. Actuellement, les avoirs financiers de la Finance Islamique sont estimés à 2000 milliards et dépasseront à 4000 milliards de dollars en 2020 d'après (Islamic Financial Services Board, 2017). Les industries financières islamiques sont isolées de la crise en raison de la restriction fondamentale de la Shariah contre Riba (intérêt) et Gharar (incertitude inutile), et de l'inadmissibilité et de l'inaccessibilité des dérivés financiers qui ont pu contribuer de façon vitale à protéger le

système financier islamique contre les vastes effets de la crise (Smolo & Mirakhor, 2010 ; Saiti et al., 2016).

1. Aperçu de la croissance de l'industrie des sukuk

Au cours des dernières années le marché mondial des Sukuks a connu une forte croissance, les émissions annuelles s'élevant à environ 1172 millions de dollars en 2001 pour atteindre 138 milliards de dollars en 2013 (International Islamic Financial Market, 2014). La croissance récente du marché mondial des Sukuks a été tirée de façon impressionnante par beaucoup de marchés clés comme la Malaisie, les Émirats arabes unis (EAU) et l'Arabie saoudite, ainsi que par d'autres pays comme l'Indonésie et la Turquie. L'encours mondial des Sukuks a atteint 349,1 milliards de dollars américains en décembre 2016, soit une augmentation de 8,7 % par rapport aux 321,2 milliards de dollars américains à la fin de 2015 (MIFC, 2016) et Après une forte performance l'an dernier, il n'est pas clair si le marché mondial des Sukuks peut réaliser une nouvelle performance en 2018. Les émissions de Sukuks en 2017 ont augmenté de 45,3 % pour atteindre 97,9 milliards de dollars, contre 67,4 milliards de dollars en 2016 (MIFC 2018). Une tendance à la hausse est observée sur le marché secondaire des Sukuks de Malaisie, qui était considérable à environ 183,8 milliards de dollars américains à la fin de 2016, ce qui représente 54 % de l'encours total des Sukuks. Dans le même temps, l'Arabie saoudite et les Émirats arabes unis occupaient respectivement 16,3 % et 8,9 % du total des Sukuks en circulation (MIFC, 2016). En 2014, des émissions révolutionnaires ont été documentées au Royaume-Uni, à Hong Kong, au Sénégal, en Afrique du Sud et au Luxembourg, renforçant ainsi la position du marché des Sukuks comme source de financement durable et compétitive. La cotation des Sukuks s'est également déplacée vers des activités transfrontalières, car le sukuk est coté sur de nombreuses places boursières clés en Europe, telles que la Bourse de Londres, la Bourse irlandaise et la Bourse de Luxembourg (Malaysia International Islamic Financial Centre, 2015). Dans le secteur des entreprises, le producteur national de pétrole et de gaz Petronas a émis 1,25 milliard de sukuk pour lever des fonds de roulement.3 Mitsubishi UFJ, Bank of Tokyo et Goldman Sachs ont fait leurs débuts sur le marché mondial des Sukuks en septembre 2015.

En général, les Sukuks offrent une période de durée plus courte (moins sensible aux taux d'intérêt) que les autres grands indices de titres à revenu fixe. Comme les données utilisées pour cette article, la durée moyenne modifiée de l'indice Dow Jones Total Return Sukuk est de 4,4 ans, tandis que la durée moyenne de l'indice JP Morgan Global Emerging Market Bond est de 6,5 ans. Ainsi, selon le programme d'assouplissement quantitatif du gouvernement fédéral qui a fait surface pour la première fois en 2013, le sukuk a mieux résisté que les bons du Trésor américain et les dettes des marchés émergents.

En fait, les rendements des sukuk sont attrayants par rapport à un actif à revenu fixe traditionnel et les volatilités des sukuk ont été historiquement plus faibles, ce qui peut parfois s'avérer important dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. En outre, les sukuk ont montré la meilleure exposition à l'économie croissante et financièrement saine, comme le Conseil de coopération du Golfe (CCG) et les pays de l'Asie du Sud-Est. De plus, les rendements des sukuk sont moins corrélés avec d'autres marchés

internationaux de titres à revenu fixe en raison de sa structure et de la dynamique du marché (Franklin Templeton Investments, 2014). Il y a une demande croissante pour cette classe d'actifs en raison de sa force pendant la crise financière mondiale des subprimes et la crise de la dette souveraine de la zone euro. La raison de sa force réside dans le fait que de nombreux instruments sukuku sont soutenus par des actifs corporels tels que des projets d'infrastructure ou des biens immobiliers. Ils sont donc moins affectés par les événements du marché. On peut dire qu'après avoir pris en compte ces facteurs, les sukuku peuvent servir de complément approprié aux allocations d'actions ou d'obligations internationales existantes des investisseurs.

2. Literature review

Les marchés financiers ont observé de nombreuses tendances à la baisse au cours de la période de crise passée, où la performance du marché obligataire conventionnel n'était pas dans une position satisfaisante. Les investisseurs, ainsi que l'économie ont fait face à la ruine économique et ont connu une récession à ce moment-là, mais maintenant ils cherchent de meilleures alternatives. Il y a donc une forte demande pour remplacer les instruments financiers traditionnels par de meilleures alternatives et rechercher de tels investissements adossés à des actifs réels, ce qui est non seulement une question critique pour les investisseurs, mais aussi pour les décideurs politiques. Dans ce contexte, le sukuku peut jouer un rôle vital en tant qu'alternative parce qu'il s'agit d'un type d'investissement distinct qui est différent des actions conformes à la charia, car il élargit l'investissement à revenu fixe existant au niveau mondial et est également considéré comme une opportunité attrayante pour les investisseurs conservateurs dans une classe unique d'actifs à revenu fixe. Il existe une vaste documentation et d'études qui tentent de comparer les Sukuku et les obligations conventionnelles en termes de structure, de propriétés et de la façon dont le marché les perçoit comme différentes alternatives d'investissement ou de diversification de portefeuilles, nous citons quelques recherches telle que (Cakir & Raei, 2007 ; Ramasamy, Munisamy, & Helmi, 2011 ; Zin et al, 2011 ; Ariff & Safari, 2012; Hassan, 2012 ; Lahsasna & Lin, 2012 ; Fath urahman & Fitriati, 2013 ; Godlewski, Tu k-Arsis, & Weill, 2013 ; Tahmoures, 2013).

Cakir et Raei (2007) ont mené leurs études sur la Value at Risk (VaR) d'un portefeuille de titres à revenu fixe avec un échantillon de Sukuku et d'euro-obligations émises par le même émetteur souverain. Dans leur étude, les auteurs ont construit deux portefeuilles hypothétiques, le premier se compose uniquement d'euro-obligations et l'autre se compose à la fois d'euro-obligations et de Sukuku. Cakir et Raei (2007) ont conclu que les Sukuku réduisent la VaR du deuxième portefeuille. Ramasamy et al (2011) ont comparé les Sukuku aux obligations d'État et aux obligations conventionnelles sur le marché malaisien en termes de sensibilité en utilisant des mesures de durée et de convexité. Les résultats indiquent que les Sukuku sont meilleurs dans ces mesures de sensibilité par rapport aux obligations conventionnelles. Les résultats de Ramamy et al (2011) ont confirmé que les Sukuku sont moins risqués que les obligations conventionnelles et que les investisseurs sur les Sukuku obtiendront un meilleur taux de rendement par rapport aux obligations d'État et un taux inférieur à celui des obligations conventionnelles.

Zin et al (2011) ont d'explorer la pratique et les perspectives du marché des Sukuks en Malaisie et de discuter de la différence entre les obligations Sukuks et les obligations conventionnelles sur le marché malaisien. Les auteurs ont confirmé les avantages et la valeur ajoutée offerte par le marché des capitaux islamiques de Sukuks. En effet, les Sukuks sont maintenant des outils prometteurs pour le financement et pour les investisseurs.

Ariff et Safari (2012) ont cherché à savoir si le rendement des titres sukuk et des obligations conventionnelles de même qualité génère des rendements similaires ou identiques pour les investisseurs et ont identifié certaines différences entre les courbes de rendement des titres islamiques et les obligations conventionnelles de différents types d'émetteurs

Hassan (2012) a mené ses recherches sur la comparaison des Sukuks et des obligations pour évaluer les différences liées à la diversification des portefeuilles d'obligations en ajoutant les Sukuks. L'auteur a évalué la valeur à risque (VaR) de Sukuks par rapport à la VaR des obligations conventionnelles du même émetteur. Les résultats ont montré qu'il y a un gain de diversification des portefeuilles d'obligations par l'ajout de Sukuks. En outre, Hassan (2012) a souligné que le portefeuille Sukuks est plus risqué qu'un portefeuille obligataire. Cela peut être dû à des facteurs liés aux caractéristiques de la finance islamique.

Lahsasna et Lin (2012) se sont concentrés sur les questions de la Sharia, considérant que la structuration des Sukuks imite les caractéristiques des obligations conventionnelles sur le marché, notamment en termes de pénalités de retard de paiement, de négociation des Sukuks basés sur la dette, d'engagement d'achat dans les structures basées sur les actions et de statut de propriété dans les transactions basées sur l'actif. Ces questions posent un débat sur la charia qui s'étend à d'autres pratiques de financement dans la finance islamique.

Fathurahman et Fitriati (2013) ont tenté d'analyser le rapport entre les rendements (rendement à l'échéance [YTM]) des obligations Sukuks et des obligations conventionnelles cotées sur le marché boursier indonésien en octobre 2011. Les résultats ont montré que la moyenne des obligations Sukuk et conventionnelles diffère sensiblement dans l'ensemble et que le YTM moyen des Sukuks est supérieur à celui des obligations conventionnelles dans trois des dix groupes étudiés. Les auteurs ont conclu leur article en recommandant que l'on tienne compte de la conformité à la charia dans les recherches futures.

Tahmoures (2013) a abordé la question de la compatibilité entre les obligations Sukuks et les obligations conventionnelles. L'auteur a tenté de comparer ces deux instruments financiers à partir de points de vue différents, comme la structure et les caractéristiques risque/rendement. Tahmoures (2013) a soutenu que les émetteurs et les investisseurs peuvent choisir l'un ou l'autre de ces instruments financiers puisque les Sukuks et les obligations réussissent à lever des capitaux pour les sociétés et les gouvernements. Néanmoins, il existe des différences fondamentales entre les deux instruments. En effet, les obligations sont basées sur la dette tandis que les Sukuks sont des instruments de

capitaux propres. Alors les Sukuks sont le choix idéal pour les investisseurs qui souhaitent respecter les principes de la finance islamique.

Godlewski et al (2013) ont étudié la réaction des investisseurs Malaisiens aux annonces d'émissions d'obligations Sukuks et conventionnelles. Le marché boursier est neutre par rapport aux annonces d'émissions d'obligations conventionnelles, mais il réagit négativement aux annonces d'émissions de Sukuks. Godlewski et al (2013) ont attribué ce résultat à la forte demande de certificats d'investissement islamiques et à la sélection adverse favorisant l'émission de Sukuks par des entreprises de moindre qualité.

Paltrinieri et al (2015) ont étudié les avantages de la diversification des sukukuk, leur corrélation avec d'autres classes d'actifs et les effets de leur inclusion dans les portefeuilles d'investissement des investisseurs institutionnels et de détail, à travers une comparaison complète de leurs profils risque/rendement pendant et après la crise financière et ont constaté qu'une performance bénéfique ajustée à la volatilité spécifique ainsi qu'une corrélation plus faible, en particulier pendant la crise financière.

Smaoui et Khawaja (2017) ont constaté que la taille économique plus importante, la proportion plus élevée de musulmans dans la population, un meilleur profil d'investissement (PI) et une corruption plus faible sont associés à des marchés Sukuk plus importants, tandis que l'écart de taux d'intérêt plus élevé est lié négativement au développement du marché Sukuk.

Reboredo et Naifar (2017) ont étudié la relation entre les prix des obligations islamiques (sukukuk) et les conditions d'incertitude financière et politique par l'application d'une approche de régression quantile. Leurs résultats empiriques montrent que les prix des obligations américaines ont eu un impact négatif et des effets de causalité sur les prix des sukukuk, alors que les prix des obligations de l'Union monétaire européenne n'ont bougé que conjointement avec les prix des sukukuk.

Notre objectif dans cet article est de déterminer s'il existe des différences entre les Sukuks et les obligations conventionnelles en termes de performance et de risque. On discutera de quelques similitudes et des différences entre les Sukuks et les obligations conventionnelles, ainsi que des risques auxquels les Sukuks sont exposés. Enfin, la performance de Sukuks sera mesurée par rapport à celle des obligations conventionnelles.

3. Résumé des différences entre les Sukuks et les obligations conventionnels

	Obligations Conventionnels	Sukuks
Propriété de l'actif	Les obligations ne donnent pas à l'investisseur une part de propriété dans l'actif, le projet, l'entreprise ou la coentreprise qu'ils soutiennent. Il s'agit d'un titre de créance entre l'émetteur et le détenteur de l'obligation.	Les Sukuks donnent à l'investisseur la propriété partielle de l'actif sur lequel les Sukuks sont basés.
Critères d'investissement	En général, les obligations peuvent être utilisées pour financer tout actif, projet, entreprise ou coentreprise qui est conforme à la législation locale.	L'actif sur lequel sont basés les Sukuks doit être conforme à la charia.
Unité d'émission	Chaque obligation représente une part de la dette.	Chaque Sukuks représente une action de l'actif sous-jacent.
Prix d'émission	La valeur nominale d'une obligation est basée sur la solvabilité de l'émetteur (y compris sa notation).	La valeur nominale de Sukuks est basée sur la valeur marchande de l'actif sous-jacent.
Rémunération des investissements et risques	Les porteurs d'obligations reçoivent des paiements d'intérêts réguliers (et souvent à taux fixe) pendant toute la durée de vie de l'obligation, et leur capital est garanti d'être remboursé à la date d'échéance de l'obligation.	Les détenteurs de Sukuks reçoivent une part des bénéfices de l'actif sous-jacent (et acceptent une part de toute perte subie).
Effets des coûts	Les porteurs d'obligations ne sont généralement pas touchés par les coûts liés à l'actif, au projet, à l'entreprise ou à la coentreprise qu'ils soutiennent. La performance de l'actif sous-jacent n'affecte pas la rémunération des investisseurs.	Les détenteurs de Sukuks sont touchés par les coûts liés à l'actif sous-jacent. Des coûts plus élevés peuvent se traduire par une baisse des profits des investisseurs et vice versa.

II. Methodology and Data Selection

L'indice Dow Jones Global Sukuk a été utilisé comme indicateur du rendement de Sukuk et l'indice JP Morgan Global Emerging Market Bond a été choisi comme indicateur du rendement des obligations, les données vont du 30/09/2008 au 31/12/2017 et sont présentées sur 5 jours, L'indice JP Morgan est comparable à l'indice des Sukuks, car les émissions de Sukuks se font principalement sur les marchés émergents. Les conditions dans les pays développés ne seraient pas comparables et pourraient fausser les résultats ; par conséquent, il ne serait pas souhaitable d'avoir un indice permettant l'émission d'obligations dans les pays développés. Comme l'indice des Sukuks a été créé dès le début, aucune réindexation n'était nécessaire. L'indice obligataire JP Morgan a été

réindexé pour prendre le 30 septembre 2008 comme base de comparaison avec l'indice des Sukuks.

On appliqué une série de test non paramétriques pour déterminer si le rendement des Sukuks est supérieur au rendement des obligations, et pour voir aussi si il y'a une variance égale, pour voir si la structure de risque est différente. Les tests non paramétriques ont été choisis en raison de leurs simplicités lors de la comparaison de deux ensembles de données. En utilisant des statistiques non paramétriques, il n'est pas nécessaire de faire des hypothèses sur la distribution sous-jacente des données et de puissants résultats et inférence peuvent être tirés. On a commencé tout d'abord par le test de normalité ou ajustement à la loi normale qui permet de statuer sur la compatibilité d'une distribution observée avec une distribution théorique associée à une loi de probabilité. Il s'agit de modélisation. Nous résumons une information brute, une série d'observations, à l'aide d'une fonction analytique paramétrée. L'estimation des valeurs des paramètres est souvent un préalable au test de conformité. Ensuite on a utilisé le t-test car les données proviennent de la loi normale.

Le test de Wilcoxon et le test de Kolmogorov-Smirnov ont tous été utilisés pour vérifier si les Sukuks ont surperformé les obligations. Un test de variance a été utilisé pour vérifier si la variance de ces deux actifs présentait un risque similaire. Ces tests non paramétriques reposent sur l'hypothèse de normalité et indiqueront si les deux actifs sont statistiquement différents avec une bonne puissance et aucune violation des hypothèses.

Résultat

Le premier test pour montre que les deux échantillons suivent une loi normale :

Variable	Observations	Obs. avec données manquantes	Obs. sans données	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
-0,1325	9	0	9	-0,002	0,111	0,056	0,041
-0,1202	9	0	9	-0,053	0,298	0,101	0,099

Ajustement d'une loi de probabilité (-0,1325) :

Paramètres estimés (-0,1325)(Normale) :

Paramètre	Valeur	Erreur standard
μ	0,056	0,013
sigma	0,038	0,009

Statistiques de Log-vraisemblance (-0,1325) :

Log-vraisemblance(LV)	16,606
BIC(LV)	-28,818
AIC(LV)	-29,213

Statistiques estimées à partir des données et calculées à partir des estimateurs des paramètres de la loi Normale (-0,1325) :

Statistique	Données	Paramètres
Moyenne	0,056	0,056
Variance	0,002	0,001
Asymétrie (Pearson)	-0,028	0,000
Aplatissement (Pearson)	-1,664	0,000

Test de Kolmogorov-Smirnov (-0,1325) :

D	0,164
p-value (bilatérale)	0,938
alpha	0,05

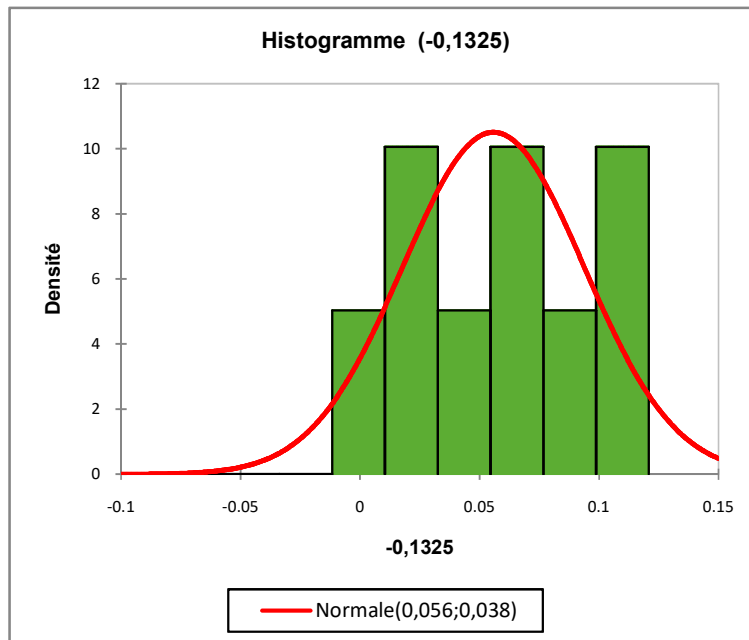
Interprétation du test :

H0 : L'échantillon suit une loi Normale

Ha : L'échantillon ne suit pas une loi Normale

Etant donné que la p-value calculée est supérieure au niveau de signification seuil $\alpha=0,05$, on ne peut pas rejeter l'hypothèse nulle H0.

Le risque de rejeter l'hypothèse nulle H0 alors qu'elle est vraie est de 93,77%.



Statistiques descriptives pour les intervalles (-0,1325) :

Borne inférieure	Borne supérieure	Effectif	Fréquence	Densité (Données)	Densité (Distribution)
-0,1	-0,07791	0	0,000	0,000	0,000
-0,07791	-0,05582	0	0,000	0,000	0,001
-0,05582	-0,03373	0	0,000	0,000	0,008
-0,03373	-0,01164	0	0,000	0,000	0,029
-0,01164	0,01045	1	0,111	5,030	0,078
0,01045	0,03254	2	0,222	10,060	0,154
0,03254	0,05463	1	0,111	5,030	0,218
0,05463	0,07672	2	0,222	10,060	0,222
0,07672	0,09881	1	0,111	5,030	0,162
0,09881	0,1209	2	0,222	10,060	0,086

Ajustement d'une loi de probabilité (-0,1202) :

Paramètres estimés (-0,1202)(Normale) :

Paramètre	Valeur	Erreur standard
μ	0,101	0,031
sigma	0,093	0,022

Statistiques de Log-vraisemblance (-0,1202) :

Log-vraisemblance(LV)	8,612
BIC(LV)	-12,830
AIC(LV)	-13,225

Statistiques estimées à partir des données et calculées à partir des estimateurs des paramètres de la loi Normale (-0,1202) :

Statistique	Données	Paramètres
Moyenne	0,101	0,101
Variance	0,010	0,009
Asymétrie (Pearson)	0,439	0,000
Aplatissement (Pearson)	-0,451	0,000

Test de Kolmogorov-Smirnov (-0,1202) :

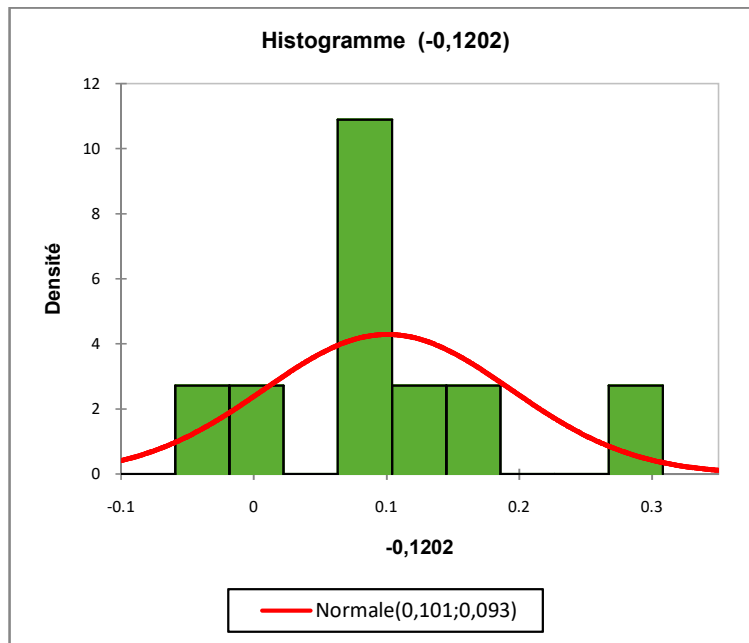
D	0,185
p-value (bilatérale)	0,864
Alpha	0,05

H0 : L'échantillon suit une loi Normale

Ha : L'échantillon ne suit pas une loi Normale

Etant donné que la p-value calculée est supérieure au niveau de signification seuil $\alpha=0,05$, on ne peut pas rejeter l'hypothèse nulle H0.

Le risque de rejeter l'hypothèse nulle H0 alors qu'elle est vraie est de 86,39%.



Statistiques descriptives pour les intervalles (-0,1202) :

Borne inférieure	Borne supérieure	Effectif	Fréquence	Densité (Données)	Densité (Distribution)
-0,1	-0,05918	0	0,000	0,000	0,027
-0,05918	-0,01836	1	0,111	2,722	0,057
-0,01836	0,02246	1	0,111	2,722	0,100
0,02246	0,06328	0	0,000	0,000	0,144
0,06328	0,1041	4	0,444	10,888	0,171
0,1041	0,14492	1	0,111	2,722	0,168
0,14492	0,18574	1	0,111	2,722	0,137
0,18574	0,22656	0	0,000	0,000	0,092
0,22656	0,26738	0	0,000	0,000	0,051
0,26738	0,3082	1	0,111	2,722	0,024

Pour les Sukuks on a la p valeur est égale à 0,937 qui est supérieur a 0,05, et pour les obligations on a la p valeur est égale a 0,863 est supérieur aussi a 0,05. Le t-test a montré une p valeur égale a 0,0995 supérieur a 0,05 donc on accepte l'hypothèse qu'il n'ya pas une différence entre les moyenne .

Le second test est celui de Wilcoxon :

Statistic descriptive :

Variable	Observations	Obs. avec données manquantes	Obs. sans données manquantes	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
-0,1325	9	0	9	-0,002	0,111	0,056	0,041
-0,1202	9	0	9	-0,053	0,298	0,101	0,099

Teste du signe / Test Bilatéral :

N+	1
Espérance	4,500
Variance (N+)	2,250
p-value (bilatérale)	0,039
alpha	0,05

La p value est calculé selon une méthode exacte.

Interprétation du test :

H0 : Les deux échantillons suivent la même loi de distribution

H1 : Les distributions des deux échantillons sont différentes.

Etant donné que la p-value calculée est inférieure au niveau de signification $\alpha=0,05$, on doit rejeter l'hypothèse nulle H0, et retenir l'hypothèse alternative Ha.

Le risque de rejeter l'hypothèse nulle H0 alors qu'elle est vraie est inférieur à 3,91%.

Test de Wilcoxon signé / Test bilatéral :

V	7
Espérance	22,500
Variance (V)	71,250
p-value (bilatérale)	0,074
alpha	0,05

La p-value est calculée suivant une méthode exacte.

Interprétation du test :

H0 : Les deux échantillons suivent la même loi de distribution.

Ha : Les distributions des deux échantillons sont différentes.

Etant donné que la p-value calculée est supérieure au niveau de signification seuil $\alpha=0,05$, on ne peut pas rejeter l'hypothèse nulle H0.

Le risque de rejeter l'hypothèse nulle H0 alors qu'elle est vraie est de 7,42%.

Le test de Wilcoxon a montré une p value de 0,0742 supérieur a 0,05 cequi signifie que les Sukuks et les obligations suivent la même loi. Le test de Kolmogorov-Smirnov montre une p valeur égale a 0,336 qui signifient qui ils suivent la même loi aussi, ce qui montre une fois de plus avec une grande confiance que les Sukuks sont plus proche des obligations conventionnelles.

Test de l'égalité des variances :

Statistiques descriptives :

Variable	Observations	Obs. avec données manquantes	Obs. sans données manquantes	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
-0,1325	9	0	9	-0,002	0,111	0,056	0,041
-0,1202	9	0	9	-0,053	0,298	0,101	0,099

Test F de Fisher / Test bilatéral :

Intervalle de confiance à 95% autour du rapport des variances : [0,038 ; 0,750]

Rapport	0,169
F (Valeur observée)	0,169
F (Valeur critique)	4,433
DDL1	8
DDL2	8
p-value (bilatérale)	0,021
alpha	0,05

Interprétation du test :

H0 : Le rapport entre les variances est égal à 1.

Ha : Le rapport entre les variances est différent de 1.

Etant donné que la p-value calculée est inférieure au niveau de signification $\alpha=0,05$, on doit rejeter l'hypothèse nulle H0, et retenir l'hypothèse alternative Ha.

Le risque de rejeter l'hypothèse nulle H0 alors qu'elle est vraie est inférieur à 2,13%.

Le test de l'égalité des variances montre que la p-value 0,021 calculée est inférieure au niveau de signification $\alpha=0,05$, on doit rejeter l'hypothèse qu'il y'a un rapport entre les variances.

La corrélation entre les Sukuks et les obligations conventionnelles s'est avérée être de 0,8376, ce qui est positif et élevé, ce qui signifie qu'elles évoluent à peu près dans la même direction.

Bibliographie

- Abdal-Haqq, I. (2002). Islamic law-an overview of its origin and elements. *J. Islamic L. & Culture*, 7, 27.
- Abdel-Khaleq, A., & Richardson, C. F. (2007). New horizons for islamic securities : Emerging trends in sukuk offerings symposium : Islamic business and commercial law. *Chicago Journal of International Law*, 7(2), 409 - 426.
- Adam, N. J., & Thomas, A. (2004). Islamic Bonds : Your guide to issuing, structuring and investing in Sukuk. *Euromoney Books*.
- Afshar, T. A. (2013). Compare and contrast sukuk (islamic bonds) with conventional bonds, are they compatible? *Journal of Global Business Management*, 9(1), 44-52.
- Aggarwal, R. K., & Yousef, T. (2000). Islamic banks and investment financing. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 32 (1), 93-120.
- Ahmad, N., Daud, S. N. M., & Kefeli, Z. (2012). Economic forces and the sukuk market. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 127-133.
- Alam, N., Hassan, M. K., & Haque, M. A. (2013). Are islamic bonds different from conventional bonds ? international evidence from capital market tests. *Borsa Istanbul Review*, 13(3), 22-29.
- Ali, A. (1988). Scaling an Islamic work ethic. *The Journal of Social Psychology*, 128(5), 575-583.
- Aloui, C., Hammoudeh, S., & Hamida, H. B. (2015). Co-movement between sharia stocks and sukuk in the gcc markets : A time-frequency analysis. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 34 , 69-79.
- Al-Sayed, O. (2013). Sukuk risk : Analysis and management. *European Journal of Applied Social Sciences Research (EJASSR)*, 1 (3).
- Amoretti, B. (1982). *Le Monde de l'Islam*. Paris : Éditions sociales.
- Anstey, V. (1947). Review of Islam and the Theory of Interest. *Pacific Affairs*, 20(4), 456-457.
- Ariff, M. (1988). Islamic Banking. *AsianPacific Economic Literature*, 2(2), 48-64
- Ariff, M., & Safari, M. (2015). Valuation of islamic debt instruments, the sukuk : Lessons for market development. In H. A. El-Karanshawy et al. (Eds.), *Islamic banking and finance - essays on corporate finance, efficiency and product development*. Doha, Qatar : Bloomsbury Qatar Foundation.
- Askari, H., Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2014). *Introduction to Islamic Economics : Theory and Application*. Singapore : John Wiley & Sons.
- Ayub, M. (2007). *Understanding islamic finance*. Chichester, United Kingdom : John Wiley & Sons.
- Baderin, M. (2009). Historical and evolutional perspectives of islamic law in a continually changing world. *The Middle East in London* (Jul/Aug), 7-8.

Balz, K. (2008). *Sharia risk?* Law School, Islamic Legal Studies Program, Harvard University. Cambridge, United States.

Bassens, D., Derudder, B., & Witlox, F. (2011). Oiling global capital accumulation : analysing the principles, practices, and geographical distribution of Islamic financial services. *The Service Industries Journal*, 31 (3), 327-341.

Belouafi, A., Belabes, A., & Trullols, C. (2012). *Islamic finance in Western higher education : developments and prospects*. Houndmills, United States : Palgrave Macmillan.

Belouafi, A., & Chachi, A. (2014). Islamic Finance in the United Kingdom : Factors Behind its Development and Growth. *Islamic Economic Studies*, 22(1), 37-78.

Bodie, Z., Merton, R., & Thibierge, C. (2011). *Finance* (3^e ed.). Paris : Pearson.

Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2003). *Fundamentals of corporate finance* (3rd ed.). United States : McGraw-Hill/Irwin.

Brooks, C. (2002). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge, United Kingdom : Cambridge University Press.

Cakir, S., & Raei, F. (2007). Sukuk vs. eurobonds : Is there a difference in value-at-risk ? *IMF Working Papers*, 1-20.

Campani, C., & Goltz, F. (2011). A review of corporate bond indices : Construction principles, return heterogeneity, and fluctuations in risk exposures. (*EDHEC-Risk Institute Publication*)

Cattelan, V. (2009). From the concept of haqq to the prohibitions of riba, gharar and may- sir in islamic finance. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 2 (3-4), 384-397.

Causse-Broquet, G. (2012). *La finance islamique*. Paris : RB ed.

Chachi, A. (2005). Origin and development of commercial and Islamic banking operations. *Islamic Economics*, 18 (2), 3-25.

Comair-Obeid, N. (1995). *Les contrats en droit musulman des affaires*. Paris : *Economica*.

Dar, H. A., & Presley, J. R. (2000). Lack of profit loss sharing in islamic banking : *management and control imbalances*. *International Journal of Islamic Financial Services*, 2(2), 3-18.

Di Mauro, F., Caristi, P., Couderc, S., Di Maria, A., Ho, L., Kaur Grewal, B., ... Zaheer, S. (2013). Islamic Finance in Europe. *ECB Occasional Paper*(146).

El-Gamal, M. (2006). *Islamic finance : Law, economics, and practice*. New-York, United States : Cambridge University Press.

El-Gamal, M. (2007). Mutualization of Islamic Banks. In K. Hassan & M. K. Lewis (Eds.), *Handbook of Islamic Banking*. Cornwall : Edward Elgar.

El Qorchi, M. (2005). Islamic Finance Gears Up. *Finance and Development*, 42(4). Consulté le 17/02/2016, sur <http://bit.ly/2avvBop>

Erol, C., & El-Bdour, R. (1989). Attitudes, behaviour, and patronage factors of bank customers towards Islamic banks. *International Journal of Bank Marketing*, 7(6), 31-37.

Fathurahman, H., & Fitriati, R. (2013). Comparative analysis of return on sukuk and conventional bonds. *American Journal of Economics*, 3(3), 159-163.

Financial Times. (2014). *Luxembourg sells first sukuk bond in euros*. Consulté le 29/04/2016, sur <http://on.ft.com/2akdZPo>

Fleming, J., Kirby, C., & Ostdiek, B. (1998). Information and volatility linkages in the stock, bond, and money markets¹. *Journal of Financial Economics*, 49(1), 111 - 137.

Franklin Templeton Shariah Funds: Franklin Global Sukuk Fund - A (acc) USD Data as of 31 March 2018.

Godlewski, C. J., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2013). Sukuk vs. conventional bonds : A stock market perspective. *Journal of Comparative Economics*, 41 (3), 745-761.

Goldziher, I. (1981). *Introduction to islamic theology and law* (Limited Ed éd.). Princeton, United States : Princeton University Press.

Graham, W. A. (1977). *Divine Word and Prophetic Word in Early Islam : a Reconsideration of the Sources, with Special Reference to the Divine Saying or Hadîth Qudsî (Vol. 7)*. Netherlands : Walter de Gruyter.

Granger, C. W. J. (1986). Developments in the study of cointegrated economic variables. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 48(3), 213-228.

Guéranger, F. (2009). *Finance Islamique : une Illustration de la Finance éthique*. Paris : Dunod.

Gup, B. E. (2011). *Banking and financial institutions. A guide for directors, investors, and borrowers*. Hoboken, N.J. : Wiley.

Hallaq, W. B. (2009). *An introduction to islamic law*. New-York, United States : Cambridge University Press.

Haron, S., & Ahmad, N. (2000). The effects of conventional interest rates and rate of profit on funds deposited with islamic banking system in malaysia. *International Journal of Islamic Financial Services*, 1 (4), 1-7.

Hassan, K. A. (2012). *Comparison between Sukuk and conventional bonds: Value at risk approach*. Master thesis, Westminster University, UK.

Hayat, U., & Malik, A. (2014). Islamic Finance : Ethics, Concepts, Practice. *Research Foundation Literature Reviews*, 9(3), 1-121.

Hull, J. (2012). *Risk Management and Financial Institutions* (Vol. 3). Hoboken, N.J. : John Wiley & Sons.

Ijtihadi, A.F. (2010). *Analisis Pengukuran Value at Risk pada Portofolio Sukuk dan Obligasi*. (Unpublished Thesis). Depok: Universitas Indonesia.

- Imam, P., & Kpodar, K. (2013, 11). Islamic banking : How has it expanded? *Emerging Markets Finance & Trade*, 49 (6), 112-137.
- International Islamic Financial Market. (2016). *Overview of the global sukuk market*. Consulté le 1/05/2016, sur <http://bit.ly/21f1Paw>
- Iqbal, M., & Molyneux, P. (2005). *Thirty years of Islamic banking : history, performance, and prospects*. Houndmills New York : Palgrave Macmillan.
- Iqbal, Z. (1997). Islamic Financial Systems. *Finance and Development*, 34 , 42-45.
- Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2011). *An introduction to Islamic Finance : Theory and Practice* (2^e éd.). Singapore : John Wiley & Sons.
- Islamic Development Bank. (2013). *39 Years in the Service of Development*. Consulté le 17/02/2016, sur <http://bit.ly/1KpD08b>
- Islamic Financial Services Board. (2015). *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2015*. Consulté le 5/10/2015, sur <http://bit.ly/1ZYwpVK>
- Jobst, A., Kunzel, P., Mills, P., & Sy, A. (2008). Islamic bond issuance : what sovereign debt managers need to know. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 1 (4), 330-344.
- JPMorgan Funds statistics report: Emerging Markets Debt Fund Data as of March 31, 2018.
- Juselius, K. (2006). *The cointegrated var model : methodology and applications*. New-York, United States : Oxford University Press.
- Karim, B. A., Kassim, N. A. M., & Arip, M. A. (2010). The subprime crisis and islamic stock markets integration. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 3 (4), 363-371.
- Kettell, B. (2011). *Introduction to islamic banking and finance*. Chichester, United Kingdom : John Wiley & Sons.
- Khan, M. F. (1991). Time value of money and discounting in islamic perspective. *Review of Islamic Economics*, 1 (2), 25-45.
- Khuluq, H. (2007). Perbandingan Pengukuran Risiko Obligasi Syariah Ijarah Model Durasi dan Value at Risk. (Unpublished Thesis). Depok: Universitas Indonesia.
- Laldin, M. A. (2008). Islamic financial system : the Malaysian experience and the way forward. *Humanomics*, 24 (3), 217-238.
- Latham & Watkins LLP. (2015). *The Sukuk Handbook : A Guide to Structuring Sukuk*. Consulté le 4/5/2016, sur <http://bit.ly/1X7XHJg>
- Litterman, R. B., & Scheinkman, J. (1991). Common factors affecting bond returns. *The Journal of Fixed Income*, 1 (1), 54-61.
- Lutkepohl, H. (2005). *New introduction to multiple time series analysis*. Berlin, Germany : Springer Science & Business Media.

Maddala, G. S., & Lahiri, K. (1992). *Introduction to econometrics* (Vol. 2). New-York, United States : Macmillan New York.

Majul, C. A. (1977). The General Nature of Islamic Law and Its Application in the Philippines. *Philippine Law Journal*, 52, 374-394.

Miller, N. D., Challoner, J., & Atta, A. (2007, 05). Uk welcomes the sukuk. *International Financial Law Review*, 26(5), 24-25.

Mills, P., & Presley, J. (1999). *Islamic Finance, Theory and Practice*. Houndmills, United States : Palgrave.

Mirakhor, A., & Iqbal, Z. (2007). Profit-and-loss sharing contracts in Islamic finance. In K. Hassan & M. K. Lewis (Eds.), *Handbook of Islamic Banking*. Cornwall : Edward Elgar.

Naifar, N. (2016). Modeling dependence structure between stock market volatility and sukuk yields : A nonlinear study in the case of saudi arabia. *Borsa Istanbul Review*.

Naifar, N., & Hammoudeh, S. (2016). Do global financial distress and uncertainties impact gcc and global sukuk return dynamics ? *Pacific-Basin Finance Journal*.

Naifar, N., & Mseddi, S. (2013). Sukuk spreads determinants and pricing model methodology. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 3(3), 241-257.

Ould Sass, M. B. (s. d.). L'interdiction de l'intérêt (riba) dans le coran : une approche progressive. Consulté le 30/05/2016, sur <http://bit.ly/2aKEXxD>

Paltrinieri, A., Dreassi, A., Miani, S., & Scip, A. (2015). In search of zero beta assets: Evidence from the sukuk market. *International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic and Management Engineering*, 9(1), 67-75.

Parameswaran, S. (2011). *Fundamentals of Financial Instruments : An Introduction to Stocks, Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives*. Singapore : John Wiley & Sons.

Quraishi, A. (1946). *Islam and the Theory of Interest*. Ashraf Publication, Lahore.

Rahman, F. (1964). Riba and interest. *Islamic Studies*, 3(1), 1-43.

Ramasamy, R., Munisamy, S., & Helmi, M. H. M. (2011). Relative risk of islamic sukuk over government and conventional bonds. *Global Journal of Management and Business Research*, 11 (6), 5-12.

Raei, Faezeh, and Selim Cakir. (2007) Sukuk vs. Eurobonds: Is there a difference in value-at risk?. International Monetary Fund.

Reboredo, J. C., & Naifar, N. (2017). Do Islamic bond (sukuk) prices reflect financial and policy uncertainty? A quantile regression approach. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(7), 1535-1546.

Reuters. (2016). Michigan bank plans rare u.s.-based sharia-compliant bond deal. Consulté le 29/06/2014, sur <http://for.tn/2avvrh8>

Safari, M., & Ariff, M. (2014). Does market differentiate between sukuk and bonds? *Journal of Money, Investment and Banking*(29), 104-119.

Safari, M., Ariff, M., & Mohamad, S. (2014). *Sukuk Securities : New ways of debt contracting*. Singapore : John Wiley & Sons.

Saleh, N. (1990). Definition and formation of contract under islamic and arab laws. *Arab*

- Law Quarterly, 5(2), 101-116.
- Schacht, J. (1964). *An introduction to islamic law*. New-York, United States : Clarendon Press.
- Schimmel, A. (1992). *Islam : an introduction*. Albany, United States : State University of New-York Press.
- Shanmugam, B., & Zahari, Z. R. (2009). *A primer on Islamic Finance*. Charlottesville, United States : Research Foundation of CFA Institute.
- Siddiqi, M. H. (2014). Interpretation of Islamic Law and the Muslims of America. *The Muslim World*, 104 (4), 442-450.
- Siegel, L. B. (2003). Benchmarks and investment management. *Research Foundation Books*, 2003(1), 1-136.
- Singer, A. (2013). Giving practices in islamic societies. *Social Research*, 80(2), 341-358.
- Smaoui, H., & Khawaja, M. (2017). The determinants of sukuk market development. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(7), 1501-1518.
- Storck, M., Weill, L., & Hazoug, S. (2014). *Les cahiers de la finance islamique n°7*. (Université de Strasbourg)
- Tahmoures, A. A. (2013). Compare and contrast Sukuk (Islamic Bonds) with conventional bonds, Are they compatible? *The Journal of Global Business Management*, 9(1), 44-52.
- Tariq, A. A., & Dar, H. (2007). Risks of sukuk structures : Implications for resource mobilization. *Thunderbird International Business Review*, 49(2), 203-223.
- Toda, H. Y., & Yamamoto, T. (1995). Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes. *Journal of econometrics*, 66(1), 225-250.
- Vishwanath, S. R., & Azmi, S. (2009). An overview of islamic sukuk bonds. *Journal of Structured Finance*, 14 (4), 58-67.
- Vogel, F. E., & Hayes, S. L. (1998). *Islamic law and finance : religion, risk, and return*. Boston, United States : Brill.
- Warde, I. (2000). *Islamic Finance in the Global Economy*. Edinburgh, United Kingdom : Edinburgh University Press.
- Wilson, R. (1983). *Banking and finance in the arab middle east*. London, United Kingdom : Macmillan.
- Wilson, R. (1997). Islamic finance and ethical investment. *International Journal of Social Economics*, 24 (11), 1325-1342.
- Zaher, T. S., & Kabir Hassan, M. (2001). A comparative literature survey of islamic finance and banking. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 10(4), 155-199.
- Zin, M. Z. M., Sakat, A. A., Ahmad, N. A., Nor, M. R. M., Bhari, A., Ishak, S., & Jamain, M. S. (2011). The effectiveness of Sukuk in Islamic finance market. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 5(12), 472-478.
- Zulhibri, M. (2015). A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk. *Borsa Istanbul Review*, 15(4), 237-248