



**Sukuk,
Quel potentiel de développement
au Maroc ?**

Introduction.....	4
Etat des lieux des marchés financiers au Maroc.....	6
L'Appel Public à l'Epargne.....	6
Focus sur le marché actions	7
Indices sectoriels	8
Evolution de la capitalisation boursière	8
Quel potentiel pour les sukuk au Maroc ?.....	9
Quel potentiel au sein du marché retail marocain ?	9
Quel potentiel au sein du marché corporate et institutionnel marocain ?	13
Les Sukuk, focus sur le marché mondial	15
Marché des Sukuk : les derniers chiffres.....	15
Les Sukuk, définition et caractéristiques.....	21
Définition générale.....	21
Les différents types de sukuk.....	22
Les risques liés aux Sukuk	26
Les deux types d'émetteur de sukuk.....	26
Les différents acteurs que l'on peut trouver lors d'une émission de sukuk	26
Comparaison entre sukuk et obligation conventionnelle	27
Caractéristiques principales d'une opération de titrisation islamique	28
Les actifs éligibles.....	28
Mise en place de la structure ad-hoc (élément structurel des opérations des émissions de sukuk contemporaines)	28
Gestion des actifs sous-jacents aux sukuk.....	29
Les principaux documents contractuels relatifs à l'opération	29
Statut des titres sukuk.....	29
Produits de l'émission des sukuk	30
Flux financiers générés par les actifs	30
Montant de distribution périodique / Taux de profit anticipé.....	31
Recours	31
Indemnités en cas de retard de paiement.....	31
Maturité des sukuk et retour des actifs à l'initiateur.....	31
Dissolution de la société ad-hoc.....	31
La conformité à la sharia dans le cas des sukuk et des produits financiers	32

La composition du CCS (Comité de Conformité à la Sharia).....	32
Le Sharia Advisor ou le conseil Sharia.....	33
Le cas de la conformité à la Sharia dans le contexte du Maroc.....	33
La fiscalité des sukuk – quel benchmark ?	34
Le cas de la France	34
Le cas du Royaume uni.....	35
Le cas de la Malaisie, une approche incitative.....	35
Structure générique d’une émission de Sukuk.....	38
Les secteurs de développement, les industries et les infrastructures éligibles à la finance islamique.....	40
L’immobilier, un secteur qui a toujours attiré la finance islamique.....	40
Le secteur industriel, des opportunités fortes encore sous-exploitées.....	41
Le secteur Agricole	42
Secteur des énergies renouvelables.....	43
Secteur de la pêche.....	44
Les infrastructures.....	44
Conclusion	46

Le Maroc, de par sa situation géographique, aux portes de l'Afrique, de par sa politique et son contexte de développement économique, a de grands atouts à faire valoir pour se positionner en tant que réel hub africain de la finance. Fort d'un projet structurant (CFC-Casablanca Finance City) et d'une réelle volonté de réformer son marché des capitaux (plusieurs projets sont en phase d'adoption, notamment le projet relatif à la loi bancaire et le projet d'amendement de la loi sur la titrisation), le marché financier marocain devrait consolider son attrait, auprès de la population locale dont le potentiel d'épargne demeure encore sous exploité et aussi auprès des pays excédentaires en liquidité.

Dans cette optique, la mise en place d'un cadre légal régissant la finance islamique présente plusieurs avantages : sur le plan interne, répondre à un besoin latent qui s'inscrit dans une politique de bancarisation de la population et sur le plan externe, contribuer activement et sereinement au développement de la finance islamique marocaine sur l'échiquier international.

Au même titre que la finance conventionnelle, la finance islamique a besoin d'organes de contrôle et de régulation que ce soit pour le secteur bancaire, pour les marchés financiers ou encore pour le secteur de l'assurance et celui de la microfinance. Sur un plan structurel et organisationnel, le Maroc dispose d'une infrastructure financière et institutionnelle adéquate pour accueillir la finance islamique. Les autorités de contrôle et les acteurs privés en présence ont des caractéristiques et des outils qui peuvent être très facilement adaptés. Si d'un point de vue légal et réglementaire il y a encore des aménagements à apporter pour clarifier certains aspects techniques et permettre à la finance islamique de se développer dans un environnement sécurisé, et qui sont prises en charge dans le cadre des importantes réformes législatives engagées par les autorités financières marocaines (refonte de la loi bancaire introduisant les banques participatives et refonte de la loi sur la titrisation introduisant les sukuk). il est possible d'ores et déjà de constater que sur le plan institutionnel les « ingrédients » sont déjà réunis.

Largement mis sous les projecteurs au lendemain de la crise financière qui a démarré en 2008, les principes de la finance islamique ont souvent été présentés comme de bons remèdes à certains maux de la finance conventionnelle à condition qu'ils puissent s'intégrer dans un cadre organisationnel global.

Par ailleurs, en dehors des aspects réglementaires et fiscaux, le principal challenge de la finance islamique reposera sur l'innovation pour que soient proposés des produits qui réunissent à la fois les critères de conformité à la réglementation, de conformité aux préceptes islamiques mais également de rentabilité financière et économique. En outre, le marché marocain se présentant, aussi bien au niveau « retail » qu'institutionnel, comme un marché de l'offre et non comme un marché de la demande, il appartient donc aux acteurs financiers de construire cette offre de manière intelligible. En la matière, les Sukuk, instruments phares dans l'industrie financière islamique, apportent des solutions et des alternatives fortement intéressantes pouvant répondre aux besoins de tous les agents économiques, que ce soit l'Etat pour ses besoins de financement, mais aussi les PME, les grandes entreprises qu'elles soient cotées ou non, les banques et aussi les assureurs. Les Sukuk répondent d'un côté aux agents qui ont besoin de liquidité, et d'un autre côté ils

apportent une solution de diversification aux investisseurs soucieux de trouver des produits financiers conformes à leurs exigences éthiques.

A travers cette étude le CDVM tente principalement de dresser de manière didactique un panorama des produits financiers islamiques, notamment les sukuk, leurs nature juridique, économique et financière et d'analyser leur attractivité et leur potentiel sur la place financière marocaine.

La bourse de Casablanca est organisée autour de deux principaux marchés :

- Marché des titres de capitaux qui compte à l'heure actuelle 77 sociétés cotées exerçant dans des secteurs très variés. Le financement via ce marché se fait soit à l'occasion de l'introduction en bourse (IPO) soit au moment de levée sur le marché secondaire (émission d'actions nouvelles par souscription). La quote-part des titres détenus par le public y est très faible.
- Marché des titres obligataires, les émissions sont dominées par les sociétés financières et immobilières. Le marché secondaire est très peu liquide avec une quasi-absence des personnes physiques.

L'Appel Public à l'Epargne

Le recours au financement de l'économie par le marché financier présente un nouvel avantage comparé aux méthodes classiques de financement (financement bancaire, fond propres). A l'instar des marchés développés, la levée de dette constitue un pilier important de croissance et de développement des marchés financiers.

En 2011, le volume des opérations de levée de fonds sur le marché primaire a dépassé les 75 milliards de dirhams soit une augmentation de près de 6,4% par rapport à l'an passé.

Cette augmentation est principalement due à :

- l'accroissement du nombre d'émissions sur le marché de titres d'emprunt à moyen et long terme (+4,1%) à travers les émissions des certificats de dépôts (+1,7 milliards de dirhams) et les émissions de bons de société de financement (+1,6 milliards de dirhams).
- la hausse des émissions sur le marché des titres de dette à court terme (+60,9%) soutenue par l'émission de billets de trésorerie (+2,1 milliards de dirhams) ;
- au maintien du volume des augmentations de capital par rapport à l'année 2010. Le montant total était de 7,3 milliards de dirhams.

Emissions sur le marché primaire (hors Bons du Trésor) en millions de dirhams

	2007	2008	2009	2010	2011
Augmentations de capital (1)	4 767,00	3 776,00	2 466,00	7 340,50	7 331,20
Introductions en bourse	2 421,00	1 718,00	-	-	218,20
Autres augmentations de capital	2 346,00	2 058,00	2 466,00	7 340,50	7 113,00
Emissions sur le marché à MT & LT (2)	19 814,00	41 244,00	35 121,00	60 363,00	62 849,00
Emprunts obligataires visés	4 770,00	10 050,00	8 150,00	11 446,00	10 624,00
Emission de certificats de dépôt	14 635,00	30 064,00	20 826,00	42 867,00	44 575,80
Emissions de bons de sociétés de financement	409,00	1 130,00	6 145,00	6 050,00	7 649,20
Emissions sur le marché à CT (3)	1 904,00	7 665,00	3 501,00	3 443,00	5 541,50
Emissions de billets de trésorerie	1 904,00	7 665,00	3 501,00	3 443,00	5 541,50
Cumul des APE sur le marché primaire (4)=(1)+(2)+(3)	26 485,00	52 685,00	41 088,00	71 146,50	75 721,70

Source : Maroclear et CDVM

Emissions des titres de créances

Le financement par émission de titres de dettes, garantis ou non par l'Etat, suscite toujours un intérêt particulier auprès des émetteurs, comme le démontre la hausse de 7,2% des émissions des titres de créances en 2011 par rapport à 2010. Cette hausse s'explique par celle des émissions de TCN (10,3%) qui compense largement la baisse des émissions obligataires¹ (-7,2%).

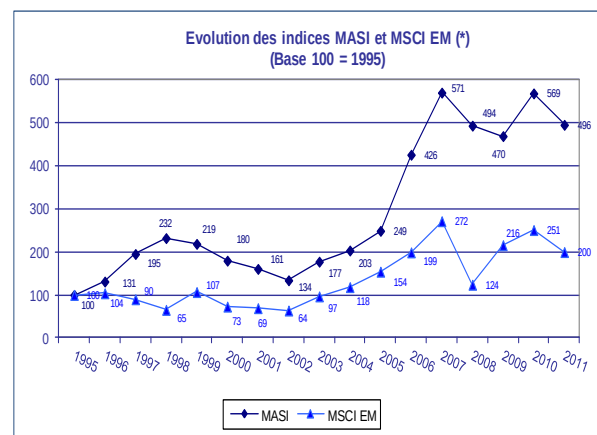
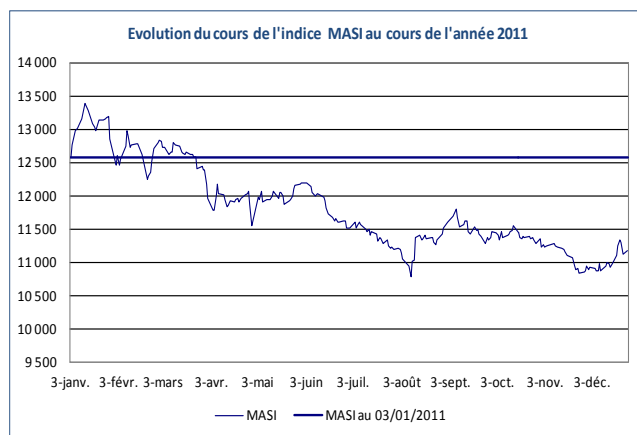
Focus sur le marché actions

Les très fortes fluctuations, tensions et morosité des bourses des économies émergentes et principalement celles de la région MENA, ont ces deux ou trois dernières années particulièrement bousculé le fonctionnement des marchés financiers mondiaux. Les indicateurs boursiers ont continué sur la tendance baissière comme l'illustre l'indice MSCI EM² qui s'est déprécié en 2011 de 20%.

L'économie Marocaine ne fait pas l'exception. L'activité du marché boursier marocain a enregistré une baisse importante de la volumétrie sur le marché secondaire. Bien que le premier trimestre ait laissé présager une légère reprise d'activité pour l'année 2011, les indices MASI et MADEX ont chuté pour clôturer l'année respectivement à 11 027,65 et 9 011,57 points, soit une contre performance annuelle de -12,86 % et -12,81%.

¹ Hors émissions garanties par l'Etat.

² MSCI Marché émergent



Indices sectoriels

Comme suite inéluctable à la situation financière du pays, la grande majorité des secteurs d'activité de l'économie marocaine ont enregistré un net recul de leurs indices sectoriels associés. Les performances négatives ont été enregistrées par les secteurs les plus actifs de la cote (61 % des échanges sur le marché central), le secteur immobilier (-32,7%) et le secteur bancaire (-13,4%).

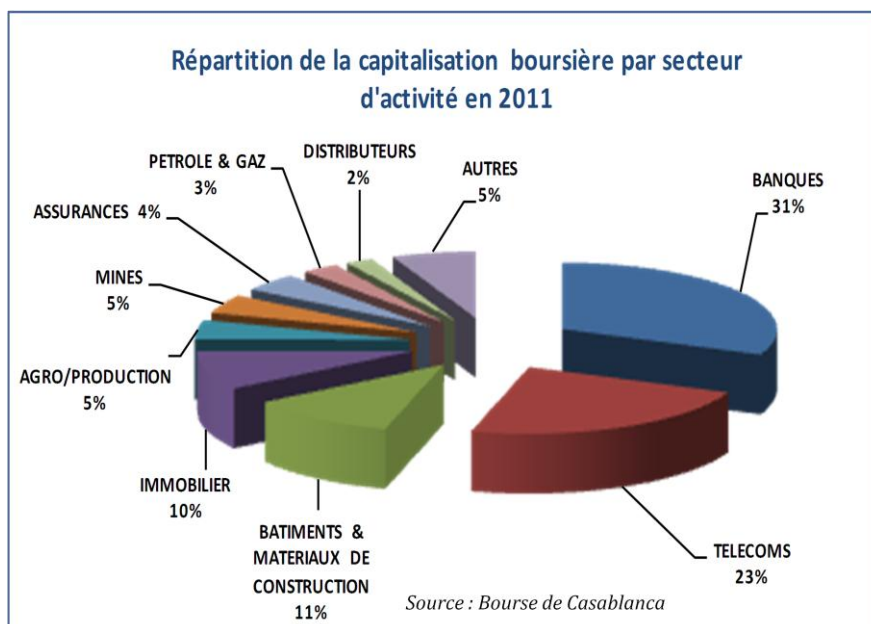
Evolution de la capitalisation boursière

Suite à la baisse des valorisations boursières, la capitalisation boursière a enregistré une baisse de 11% par rapport à 2010, pour s'établir à 516 milliards de dirhams en fin d'année 2011.

Les secteurs banques, télécoms et bâtiments et matériaux de construction représentent l'essentiel de la capitalisation boursière.

Avec une contre-performance de plus de 33%, le secteur immobilier coté a vu sa

part dans la capitalisation boursière s'effriter accentuant ainsi le manque de corrélation entre la sphère économique et la sphère financière.



Quel potentiel pour les sukuk au Maroc ?

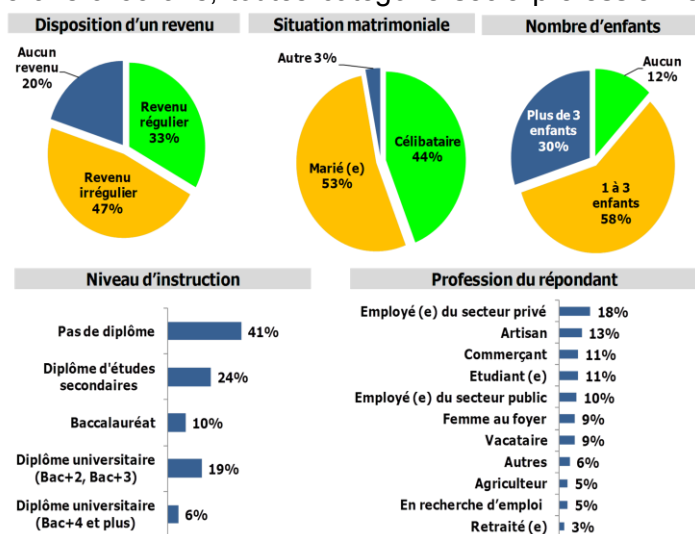
Quel potentiel au sein du marché retail marocain ?

Grâce à la relative sécurité et à l'attrait des rendements qu'ils offrent sur le moyen et le long terme, les sukuk ont trouvé un succès auprès des investisseurs institutionnels (banquiers et assureurs) ainsi qu'auprès de certains profils de particuliers à fort potentiel. Ce type de produit peut également être un intéressant support d'investissement distribuable par les banques commerciales. A l'image d'une offre de produit obligataire *retail*, il est également possible d'imaginer une offre de produits composée de sukuk et d'autres supports qui permettrait de réunir les critères d'un placement sécurisé, rentable et conforme aux préceptes de la Sharia.

Dans le cadre d'un projet d'analyse et d'évaluation du potentiel de la finance islamique au Maroc, le cabinet IFAAS a mené une étude de marché qui permet aujourd'hui de mieux apprécier le marché retail. Un point d'attention particulier a été porté sur le potentiel d'épargne des marocains et leur appétence à souscrire à une offre d'épargne ou de placement conforme aux préceptes de la Sharia.

Sur le plan méthodologique, le questionnaire de ce sondage mené sur les principales régions du Royaume, a été administré à un échantillon de 800 personnes constitué d'hommes et de femmes, âgés de 18 ans à 55 ans, toutes catégories socio professionnelle (CSP) confondues, résidant en milieu urbain et rural, et, bancarisés ou non.

En termes de couverture géographique, l'enquête a été conduite dans les villes et les communes rurales avoisinantes de Casablanca, Rabat, Marrakech, Agadir, Fès, Tanger, et Oujda. L'échantillon a été constitué selon la méthode des quotas. Les variables de quotas préconisées sont la région, le milieu de résidence, le sexe, l'âge et la CSP. Lors de la constitution de l'échantillon IFAAS a veillé à une sur-représentativité des CSP³ A, B et C. Le questionnaire a, par ailleurs, été traduit en arabe dialectal et pré-testé lors d'une enquête pilote avant son utilisation sur le terrain.



Les principaux aspects d'investigation ont porté notamment sur le niveau de connaissance et de compréhension de la clientèle cible des produits et services financiers islamiques et l'étendue de cette compréhension ; la perception des consommateurs des produits et

³ CSP AB : revenu > 10000 dhs/mois ; CSP C : revenus de 5000 à 10000 dhs/mois, CSP D : revenus < 5000 dhs/mois

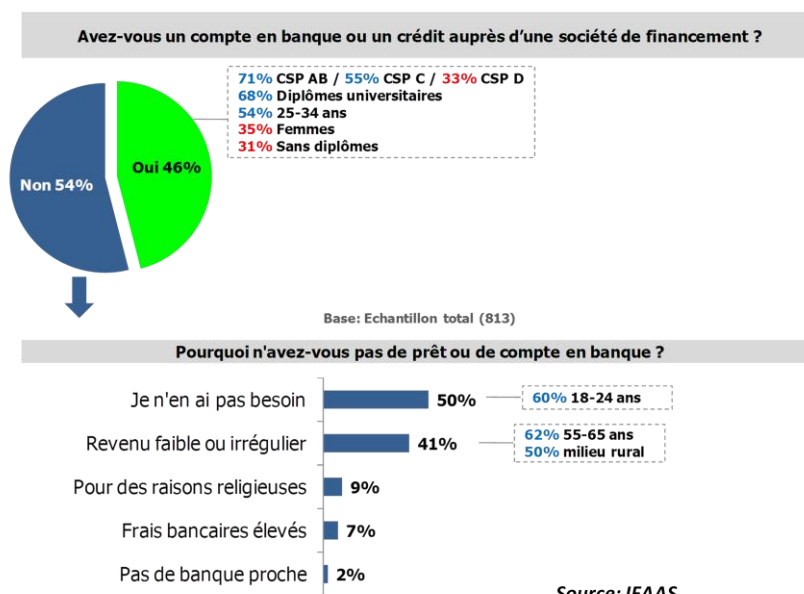
services financiers islamiques; leur niveau actuel d'équipement en produits financiers ; leur capacité d'épargne ; leur comportement si les produits financiers islamiques étaient disponibles sur le marché marocain ; leur prédisposition à y souscrire ; leur sensibilité au pricing ; leur prédisposition à accepter un surcoût et si oui jusqu'à quel montant, leur exigence en matière de conformité à la Sharia, leur perception à l'égard des produits d'assurance, d'assurance-vie, etc...

Quelques-uns des résultats de cette étude, menée en avril 2012, sont présentés ci-après.

Taux de bancarisation de la cible

Moins d'une personne interrogée sur deux déclare être bancarisée (46%). Ce taux est plus élevé chez les femmes (35%) que chez les CSP D (33%) et les personnes peu instruites (31%)⁴.

Les particuliers n'ayant, ni compte bancaire, ni crédit auprès d'une société de financement évoquent comme principale raison :



- l'absence de besoin (50%), particulièrement en ce qui concerne les 18-24 ans (60%) ;
- un revenu faible ou irrégulier (41%) relevé principalement auprès des 55-65 ans (62%) et des résidents en milieu rural (50%) ;
- Les raisons religieuses ne sont citées que par 9% des personnes non bancarisées.

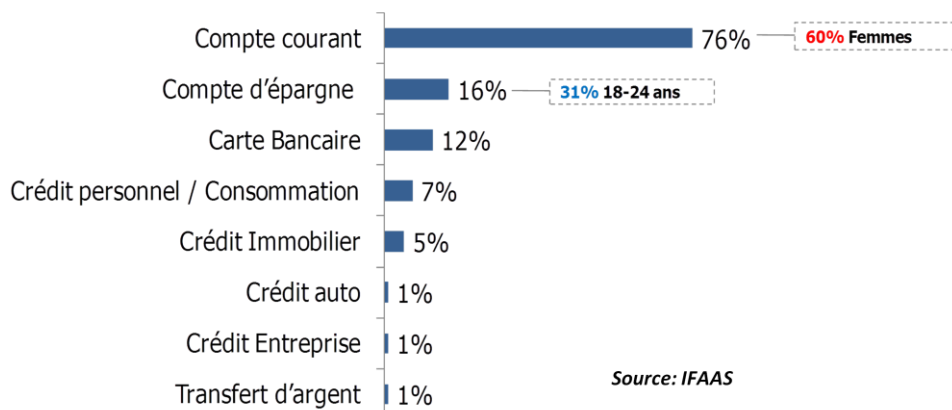
⁴ Les chiffres dans les graphs sont en bleu lorsqu'ils sont significativement supérieurs au score enregistré auprès de l'échantillon total et en rouge lorsqu'ils sont significativement inférieurs au score enregistré auprès de l'échantillon total

Produits bancaires utilisés par la cible

Cité par plus de trois personnes bancarisées sur quatre, le compte courant est le produit bancaire le plus utilisé globalement (76%).

Cependant, les femmes ont un peu moins accès à ce produit (60%).

Le compte d'épargne⁵ est le second produit le plus utilisé (16%), et affiche davantage de succès auprès des 18-24 ans (31%).



Source: IFAAS

La carte bancaire (12%) est le 3^{ème} produit bancaire le plus évoqué, suivi du crédit personnel (7%) et du crédit immobilier (5%).

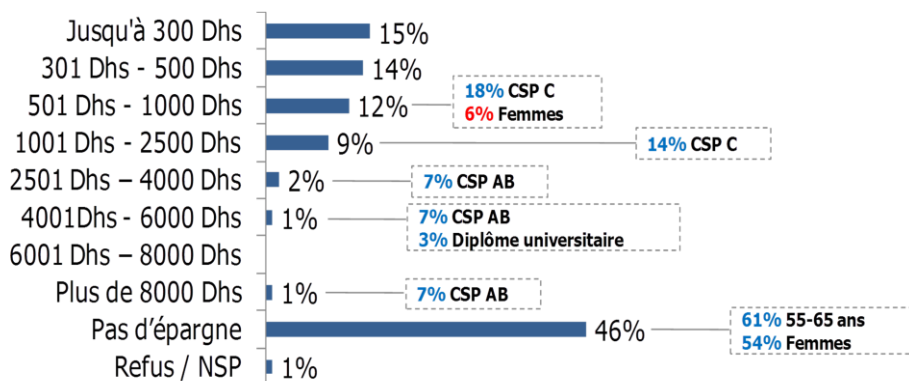
Capacité d'épargne de la cible

Près de 50 % déclarent épargner régulièrement un certain montant allant de moins de 300 Dhs (15%)

jusqu'à 2500 Dhs (9%) par mois.

Parmi les individus qui n'épargnent pas ou très peu, on note, une tendance plus relevée

parmi les femmes (54%) et les 55-65 ans (61%).



Source: IFAAS

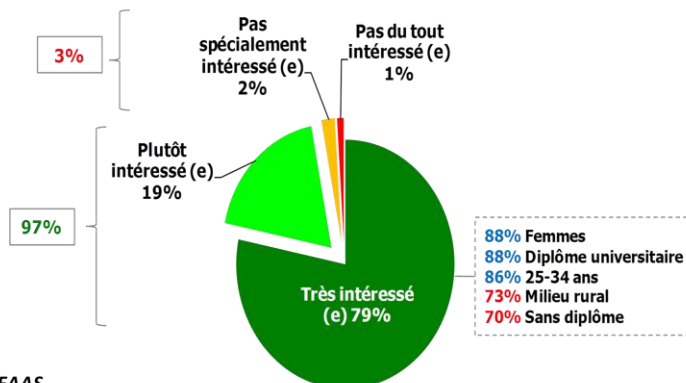
⁵ Compte rémunéré

Attrait des produits de la finance islamique

Interrogés sur leur intérêt pour les produits de la finance islamique s'ils étaient disponibles au Maroc, les particuliers expriment, dans leur écrasante majorité, une opinion positive, 97% d'entre eux se disent très intéressés ou plutôt intéressés par ce type de produits.

Parmi les femmes interrogées on note une forte proportion « très intéressée » (88%). Il en est de même chez les personnes ayant un diplôme universitaire (88%) et chez les 25-34 ans, plus de 85% d'entre eux se déclarant « très intéressés ».

Seriez-vous intéressé(e) par les produits de la finance islamique, s'ils sont disponibles au Maroc ?



Source: IFAAS

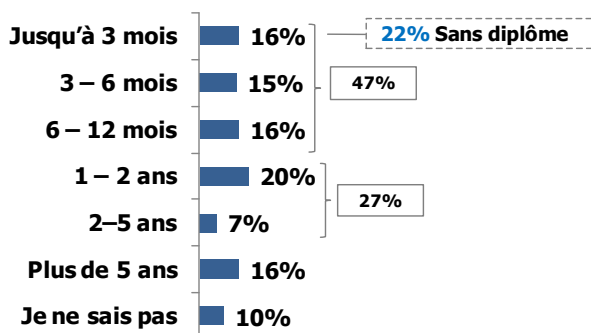
Intention de recours à l'épargne islamique

Pour une grande partie des personnes souhaitant avoir recours à l'épargne islamique, le temps d'immobilisation de l'argent sur le compte ne dépasserait pas les douze mois (47%).

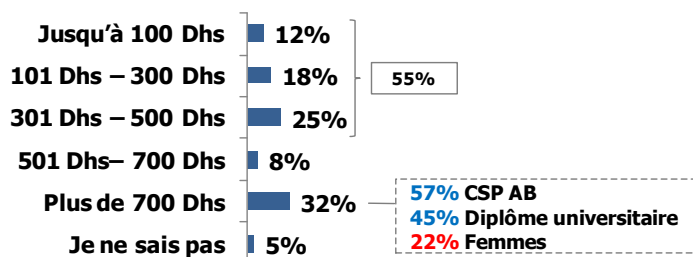
Cependant, une partie non négligeable évoque une conservation de un à cinq ans (27%), voire de plus de cinq ans (16%).

En ce qui concerne le montant de l'épargne islamique, les personnes interrogées sont plus d'un sur deux à évoquer une somme de 500 Dhs ou moins par mois (55%), alors que plus d'une personne intéressée par l'épargne islamique sur trois évoque un montant à épargner de plus de 700 Dhs par mois (32%).

Pendant combien de temps pensez-vous conserver/bloquer votre argent sur un compte d'épargne islamique ?



Quel montant pensez-vous économiser mensuellement sur votre compte d'épargne islamique ?



Source: IFAAS

Quel potentiel au sein du marché *corporate* et institutionnel marocain ?

Afin de pouvoir déterminer le potentiel de l'épargne institutionnelle pouvant être drainée par les instruments financiers islamiques (principalement les sukuk), le CDVM a mené une étude ciblée auprès d'un échantillon d'émetteurs et d'investisseurs institutionnels marocains.

Un questionnaire a été adressé à un échantillon d'émetteurs constitué de banques ainsi que d'entreprises cotées du premier compartiment ayant déjà émis des obligations cotées. Quant aux investisseurs institutionnels, le questionnaire a été adressé aux sociétés de gestion d'OPCVM.

Résultats du questionnaire

⇒ les émetteurs

Les premières questions du sondage à destination des émetteurs ont porté sur leur expérience concernant les émissions d'obligations réalisées antérieurement. L'ensemble de l'échantillon déclare avoir réalisé avec succès son processus d'émission d'obligations. La quasi-totalité déclare avoir atteint son objectif de levée de fonds. Si 75% jugent l'expérience très réussie, l'ensemble des sondés a toutefois exprimé des réserves quant à la lenteur du processus (tenue d'assemblée générale, rédaction d'une note d'information,...) et du coût élevé d'une émission.

La deuxième partie du questionnaire a porté sur la connaissance en matière de produits de financements islamiques. Tous les interviewés ont déclaré connaître la finance islamique et 90% connaissent en particulier les sukuk. 75% connaissent aussi les autres produits islamiques tels que la Mourabaha, l'Ijara et la Moudaraba.

Il en ressort également que 90% de l'échantillon pourrait envisager d'émettre un sukuk si le cadre légal et réglementaire au Maroc le permettait. 62% considère que c'est un instrument complémentaire aux produits de financement déjà existant et 25% le considère comme étant un substitut à l'obligation classique.

La troisième partie concernait le choix de l'émission. Il a été constaté que 50% de l'échantillon choisirait d'émettre des sukuk à la place d'une obligation classique si les coûts relatifs à chaque instrument étaient identiques mais seulement 13% opteraient pour des sukuk sans considération de coût.

Par ailleurs, 62,5% de l'échantillon sélectionné serait intéressé par des investisseurs réticents aux instruments conventionnels pour des raisons religieuses et 62,5% des sondés préfèrent la cotation des sukuk pour des raisons de liquidité et de dynamisation du marché boursier.

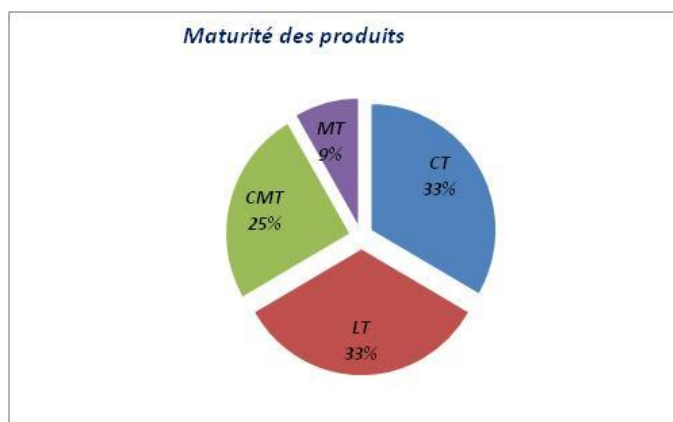
⇒ les investisseurs

L'enquête menée auprès des investisseurs institutionnels révèle que les principaux facteurs qui motivent toute décision d'investissement sont la liquidité (100%), le rendement de l'instrument (92%), la sécurité de l'investissement (92%) et le besoin de diversification (62%). Cette prise de décision est également principalement conditionnée par la maturité de l'instrument, la stratégie d'investissement et le couple Risque-Rendement.

92% de l'échantillon déclare connaître la finance islamique et les sukuk et 75% portent un avis positif sur cet instrument en insistant sur son attractivité pour drainer une épargne potentielle non captée par la finance conventionnelle et son utilité pour les besoins de diversification.

Le choix entre un investissement de sukuk ou d'obligation classique se décidera selon le couple risque/rendement de chaque instrument, la stratégie d'investissement du fonds, ainsi que les besoins de la clientèle qui peuvent aussi être motivés par des convictions religieuses. De plus, 100% déclarent qu'ils n'auraient aucun problème à investir dans des sukuk si l'instrument était attractif du point de vue financier et s'il répondait aux besoins des clients.

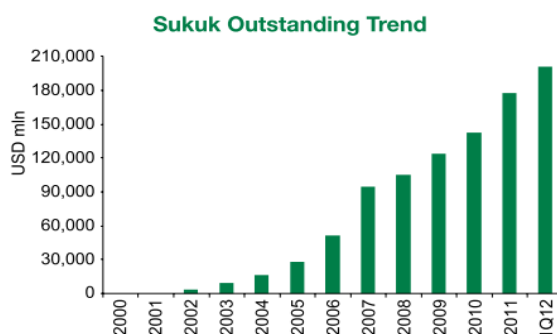
Quant à leur préférence en termes de maturité du produit, le tiers des sociétés de gestions préfèrent le court-terme dans un premier temps en raison de la nouveauté du produit sur le marché. Ils envisageraient de proposer d'introduire progressivement des maturités plus longues auprès de leur clientèle, une fois le produit plus connu.



92% des sociétés de gestion ayant répondu indiquent l'importance de la négociabilité du produit en raison de la liquidité et la préférence de leur clientèle ; et 8% préfèrent attendre de voir l'évolution de l'instrument avant de prendre la décision de le coter en bourse.

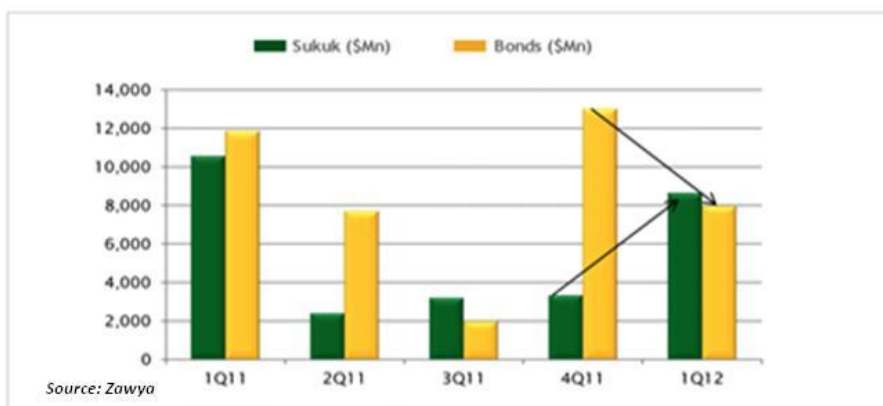
Marché des Sukuk : les derniers chiffres

Selon différentes sources (Zawya, Bloomberg, etc...) le marché global des Sukuk a clôturé l'année 2011 avec un montant record d'émission de 85 milliards de dollars. Le premier trimestre de 2012 a continué à ce rythme avec 40,5 milliards de dollars de nouvelles émissions. Cette forte croissance a été observée à travers la majorité des marchés financiers islamiques.



Source: Bloomberg, IFIS, Zawya, KFHR

Comparaison des émissions des sukuk vs obligations au CCG



Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette croissance parmi lesquels on peut notamment citer :

- la baisse des taux de rendement des obligations conventionnelles souveraines et privées au Moyen-Orient suite au « printemps arabe » ;
- l'assèchement des liquidités dans certaines régions du monde occidental ;
- l'incertitude dans l'économie globale liée en partie à la crise de la dette européenne ;
- la crainte d'une nouvelle récession en Europe et même aux Etats Unis.

A cela, on peut ajouter le fait que les banques islamiques, ont été moins touchées par la crise financière du fait de leur faible exposition aux produits toxiques.

D'autres facteurs viennent s'ajouter pour expliquer cette croissance, notamment des besoins très élevés de levées de fonds pour le développement d'infrastructures, des excédents de liquidité disponibles dans le golfe et enfin l'appétit des investisseurs pour ce type de produits.

Emissions des sukuk par marché (millions USD)

Country	2011 Issuance	2011 y-o-y Growth	1Q12 Issuance	To Date Issuance
Malaysia	60,921.23	86.1%	28,277.38	208,285.65
UAE	9,277.70	212.7%	1,700.00	38,846.33
Saudi Arabia	4,084.50	-8.0%	6,416.60	23,334.92
Qatar	9,277.70	336.8%	-	12,972.80
Indonesia	4,084.50	-32.8%	3,389.73	12,832.52
Bahrain	2,763.70	283.2%	298.33	10,557.77

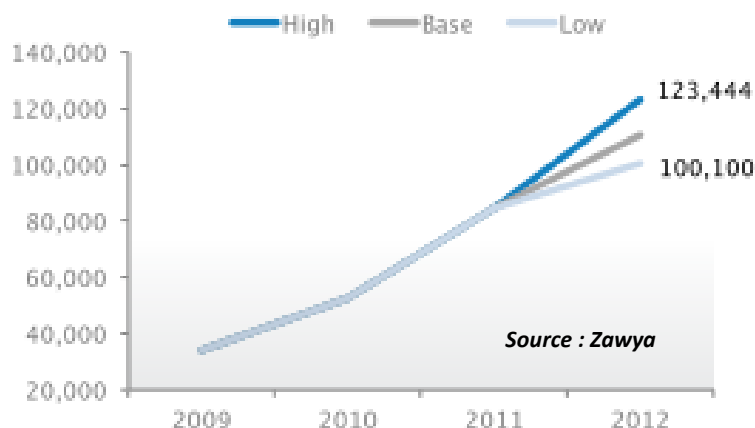
Source: Bloomberg, Zawya, IFIS, KFHR

Le marché des sukuk a aussi été propulsé par les levées de fonds des organismes souverains et les banques centrales qui voulaient absorber les excédents de liquidité. La banque centrale Malaisienne a, par exemple, émis à elle seule 43% des sukuk de la totalité du marché primaire. En plus de la Malaisie, on compte parmi les pays qui émettent le plus de sukuk ces derniers temps, les Emirats Arabes Unis, l'Arabie Saoudite, le Qatar, l'Indonésie et le Royaume de Bahreïn.

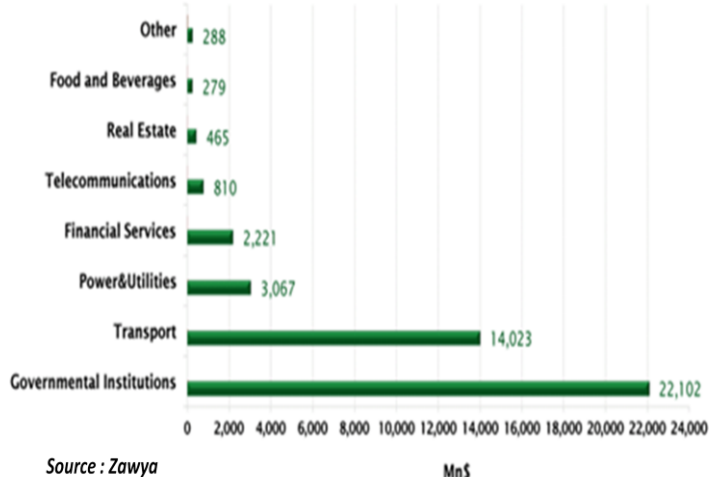
Selon les analystes, le marché des émissions de sukuk pourrait atteindre un niveau record de l'ordre de 123,4 milliards USD en 2012. Le marché est tiré vers le haut par les très bonnes perspectives que démontre la Malaisie en tant que plaque tournante pour ce type d'émission. La région d'Asie du sud détient plus de 70% du marché mondial dont environ 72% détenus par la Malaisie.

Emissions prévisionnelles de Sukuk sur l'année 2012

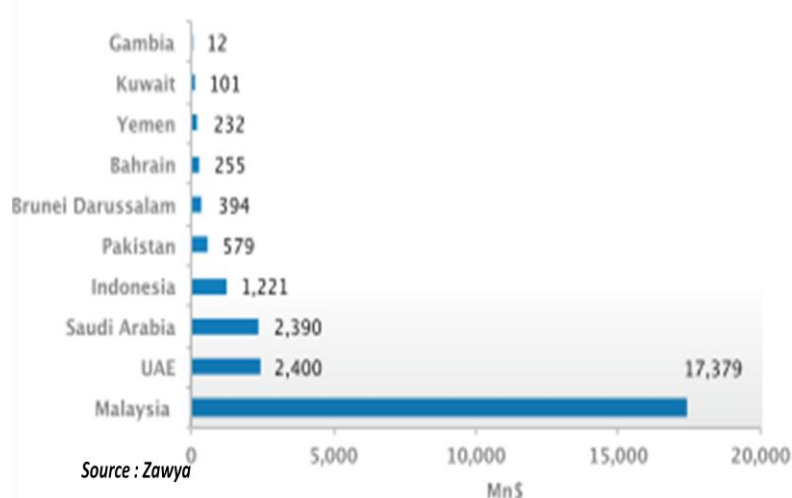
Par ailleurs, la Malaisie maintient sa position de leader en finance islamique avec 17 milliards USD de sukuk émis au second trimestre 2012, suivie par l'Arabie Saoudite, les Emirats Arabe Unis avec respectivement 2,39 milliards USD et 2,4 milliards USD d'émissions.



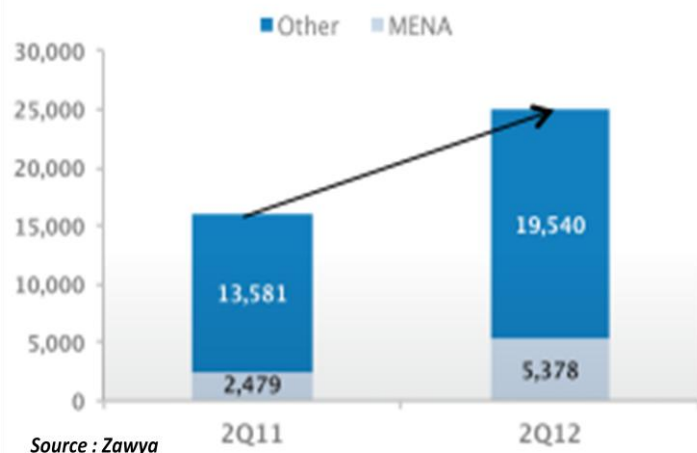
Emissions globales des sukuk par secteur d'activité (millions USD)



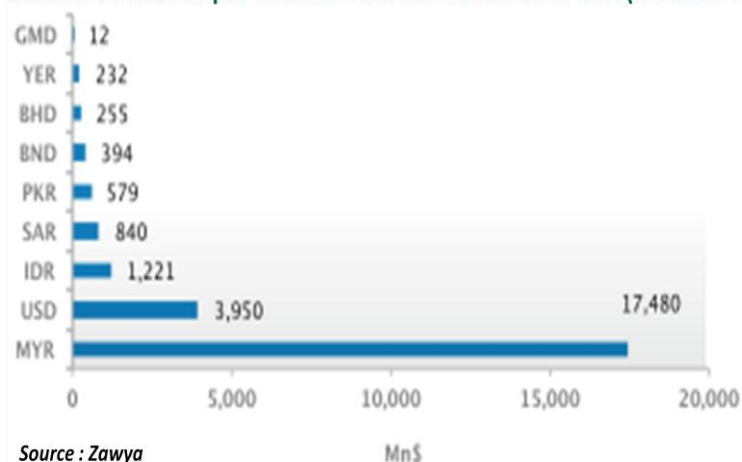
Nombre d'émissions par pays au 2ème trimestre 2012 (millions USD)



Emissions globales de Sukuk 2Q12 vs 2Q11 (millions USD)



Nombre d'émission par monnaie au 2eme trimestre 2012 (millions USD)



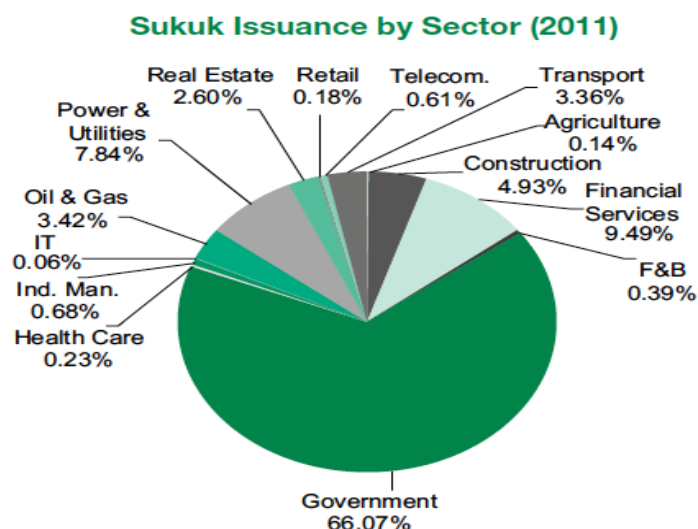
Les pays du conseil de coopération du Golf (CCG) ont vu leurs émissions de sukuk devancer les émissions d'obligations conventionnelles.

A noter que le nombre de pays émetteurs de sukuk a pratiquement doublé (de 10 à 19) en l'espace de 5 ans. Cette tendance se poursuit du fait que plusieurs pays tels que l'Australie, la Russie et quelques autres pays européens manifestent de plus en plus leurs intérêts pour ce type d'instruments, parmi lesquels on peut citer le Luxembourg où il est même question depuis quelques mois d'une émission souveraine. Sur le continent africain, outre le Maroc, la Tunisie et le Sénégal ont également exprimé un intérêt certain pour ce type d'instruments.

Le nombre de devises dans lesquelles ont été émis les sukuk a plus que doublé en l'espace de 5 ans et cela est dû aux diverses émissions qu'a connu le marché; certaines pour la première fois à l'instar de la première émission en livres sterling en 2010 ou la première émission en Dinar Jordanien en 2011. Toutefois, la majorité des émissions se fait en Ringgit Malaisien ou en USD. En effet, durant le premier trimestre 2012, la devise Malaisienne a continué de dominer le marché des émissions de sukuk en représentant à peu près 75% du total des émissions.

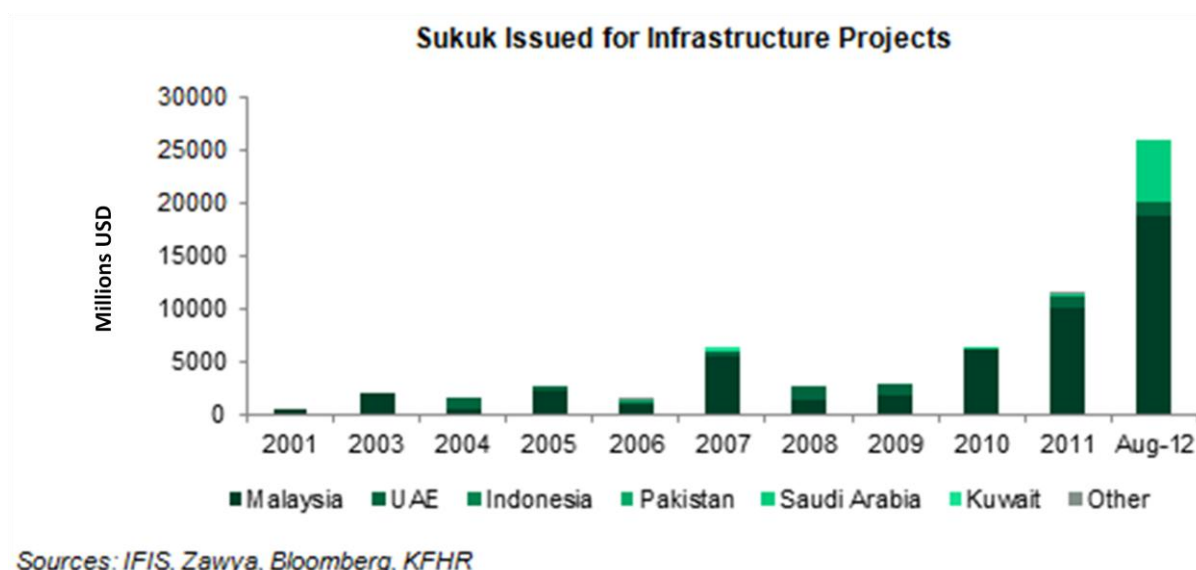
Le secteur qui a le plus recours à ce type d'instruments est le secteur public avec 2/3 des émissions, suivi par les banques et les entreprises du bâtiment.

Cette tendance se maintient en 2012 avec les sukuk gouvernementaux représentant près de 45% du total des émissions suivi de près des



Source: Bloomberg, IFIS, Zawya, KFHR

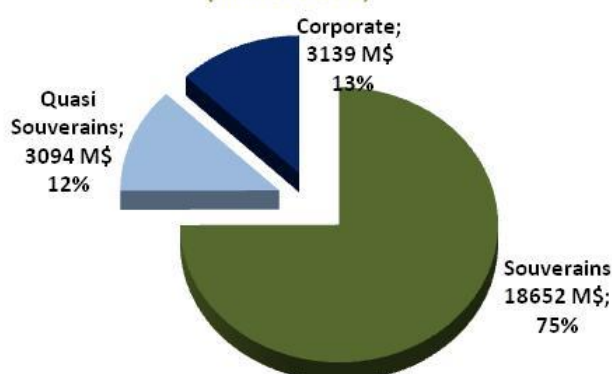
sukuk du secteur des transports. En effet les sociétés gestionnaires d'aéroport ou d'autoroutes sont de plus en plus friandes de ce nouveau type de financement. De plus la nature de leurs activités et de leurs rendements y est très adaptée. D'autres secteurs ont largement fait appel aux sukuk comme moyen de financement notamment le secteur de l'énergie, secteur qui nécessite souvent une forte mobilisation de capitaux. Ainsi, un grand nombre de centrales, raffineries et autres réacteurs a été financé par des émissions de sukuk de tailles et natures différentes. Le graphique suivant représente les émissions de sukuk pour le financement des projets d'infrastructure (millions de dollars).



Les sukuk jouent un rôle crucial dans le financement des infrastructures. En effet leur flexibilité permet de les adapter à des projets de nature et rentabilité différentes. Ils peuvent être utilisés pour la constructions des ports, aéroports, gares et autoroutes mais aussi sur des projets beaucoup plus novateurs tels que l'énergie éolienne ou solaire.

On remarque que 87% des émissions demeurent des émissions souveraines ou quasi-souveraines, la part des émissions d'entreprises commence tout de même à augmenter légèrement pour atteindre les 13%.

Nombre d'émissions par type d'émetteur au T2 2012
(Millions USD)

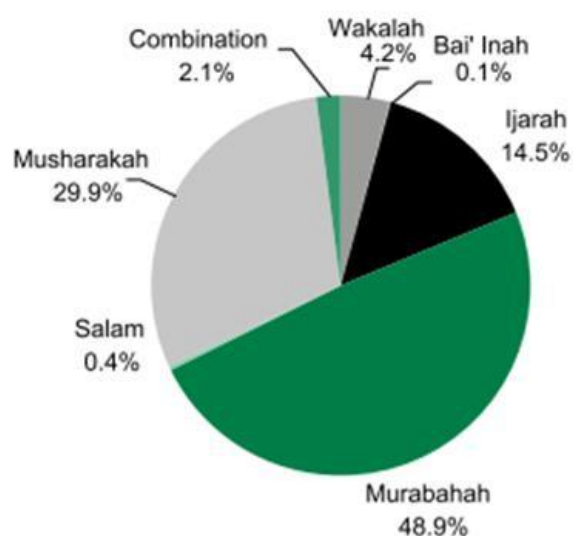


Sur le marché primaire, la structure sukuk Mourabaha prédomine avec, au premier trimestre 2012 avec 48,9% des parts de marché tandis que les sukuk Mousharaka et Ijara représentent respectivement 29,9% et 14,5%. A noter que 62,3% des sukuk émis par l'Arabie Saoudite pendant le 1^{er} trimestre 2012 ont été émis sous forme de structure Mourabaha. Le Royaume saoudien est un pays qui émettait traditionnellement des sukuk Ijara et Wakala.

On notera que les sukuk Mourabaha ne peuvent pas tous s'échanger sur le marché secondaire pour des raisons de conformité Sharia⁶.

A ce jour et compte tenu de l'essor que connaît le marché des capitaux dans des

Sukuk Issuance by Structure (1Q12)



Source: Bloomberg, IFIS, Zawya, KFHR

⁶ voir p22 « les sukuk définition et caractéristiques ».

pays comme l'Indonésie, Brunei et le Pakistan, l'essentiel des émissions reste structuré sous forme d'Ijara, structure qui, à l'inverse des sukuk Mourabaha, est plus facilement négociable sur les marchés secondaires.

Si la tendance se maintient ainsi, l'année 2012 enregistrera un record d'émission de sukuk avoisinant les 125 Milliards USD. Dans le plus bas scénario, l'émission globale des sukuk atteindra 85 Milliards USD : un résultat aussi bon que l'année précédente, selon les analystes de Zawya.

Le besoin de financement et les répercussions de la crise de la zone euro ont probablement été un tournant dans la redistribution du paysage de la finance islamique dans la région du Moyen Orient et de l'Afrique du Nord. Celle-ci, est entrain de connaître un nouvel essor. L'Egypte, la Tunisie, le Maroc, la Libye et d'autres pays travaillent de manière active sur les réformes réglementaires et fiscales à déployer pour offrir un environnement dans lequel peut se développer la finance islamique, y compris les sukuk.

Les perspectives pour les mois à venir restent très prometteuses d'une part grâce à l'accumulation des richesses auprès des pays du CCG et d'autre part, en raison des répercussions de la crise financière qui perdure en occident.

Il est à noter que la Turquie a procédé, en septembre 2012, à une émission du trésor de 1,5 milliards de dollars. Cette émission souveraine a été sursouscrite près de cinq fois, avec 7,1 milliards de dollars proposés par les investisseurs en grande partie étrangers.

Enfin, en plus de l'arrivée de nombreux nouveaux émetteurs sur le marché des sukuk, la tendance en cette fin 2012 est à l'innovation. De nombreux émetteurs se lancent dans de nouvelles structures de plus en plus élaborées. C'est le cas par exemple de la Abu Dhabi Islamic Bank (ADIB) qui vient d'émettre le premier sukuk hybride considéré comme du capital de Tier 1. Il s'agit d'un sukuk perpétuel remboursable à la discrétion de la banque à partir de la sixième année, ce qui en fait un instrument beaucoup plus semblable à du capital qu'à de la dette. Ce type de structure innovante répond à la fois à un besoin des émetteurs et des investisseurs. L'émission d'un tel instrument permet à ADIB d'anticiper les nouvelles exigences réglementaires et prudentielles notamment dans le cadre de Bâle III. Cette émission qui devait initialement s'élever à 500 millions de dollars fut sursouscrite 30 fois poussant ADIB à augmenter la taille de l'enveloppe à 1 milliard de dollars.

Définition générale

Les sukuk (*pluriel du mot arabe « Sakk »*) sont des titres à valeur égale représentant des parts indivises :

- dans la pleine propriété ou dans l'usufruit d'un actif tangible
- ou dans le bénéfice de prestations et services
- ou dans des actifs d'un projet déterminé ou dans une activité d'investissement spécifique.

Pendant la durée de l'investissement, les avantages et les risques des actifs sous-jacents reviennent aux porteurs de sukuk, ce qui leur donne droit à une part des revenus générés. C'est essentiellement les caractéristiques de cette rémunération des porteurs de sukuk qui donne à ces produits une certaine similarité avec les obligations conventionnelles.

Les porteurs de sukuk se partagent les profits réalisés par la performance de l'actif sous-jacent mais sont aussi exposés à son risque au prorata de ce qu'ils détiennent. Cette spécificité les différencie des obligations conventionnelles.

Les sukuk ne représentent généralement pas des créances pour leurs porteurs (sauf, dans des cas particuliers tels que, par exemple, les sukuk Salam). En droit musulman, les créances ne peuvent en effet pas faire l'objet de titrisation dans le seul but d'être négociées sur un marché secondaire.

Les sukuk sont émis sur la base d'un contrat conforme aux préceptes de la sharia, ce qui implique que les règles liées à leur émission et à leur négociation doivent être également conformes au droit musulman. Par conséquent, une levée de fonds via des sukuk ne peut être utilisée que dans des actifs ou des projets sharia-compatibles.

Les différents types de sukuk

A noter !

Selon l'AAOIFI⁷, il existe à ce jour un peu moins d'une quinzaine de types de sukuk résumés ci-après. Leur caractère sharia compatible a été admis par le Sharia-Board de l'AAOIFI, qui est constitué d'experts de différentes régions du monde et dans les diverses écoles de droit musulman. Les avis émis par ce Sharia-Board sont souvent fondés sur les résolutions prises par l'Académie Internationale de Fiqh (organe de l'OIC⁸), qui réunit également des experts contemporains des différentes écoles de droit musulman. Il est à noter que ces normes de l'AAOIFI constituent une référence pour les institutions de finance islamique qui opèrent en Afrique dans des pays où l'application du rite Malékite prédomine. Aujourd'hui, la tendance internationale semble s'orienter vers la conformité aux standards de l'AAOIFI.

Type de Sukuk	Structure/type d'actifs	Négociable sur le marché secondaire
<i>Ijara</i>	Location/crédit-bail d'immobilier et équipements	Oui
<i>Wakala</i>	Agence/exploitation des actifs (immobilier, équipements, activités, projets, etc)	Oui
<i>Musharaka</i>	Partenariat dans les actifs (projets etc)	Oui
<i>Mudaraba</i>	Gestion/exploitation des actifs (projets, activités etc)	Oui
<i>Salam</i>	Production/fabrication	Non
<i>Istisna</i>	Construction/fabrication	Non
<i>Milkiyat al Khidmat</i>	Services	Oui
<i>Muzara'a</i>	Agriculture	Oui
<i>Musaqat</i>	Agriculture/récolte	Oui
<i>Mugharassa</i>	Agriculture/Irrigation	Oui
<i>Mourabaha</i>	Vente	Non

Les différentes formes de sukuk sont détaillées dans le tableau ci-après.

⁷ Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution, organisme de standardisation de l'industrie financière islamique basé au Bahreïn

⁸ Oic : Organisation de la Coopération Islamique

Type du sukuk	Définition	Emetteur	Souscripteurs	Le montant total collecté lors des souscriptions	Conséquences sur les porteurs des Sukuk
Sukuk de Mousharaka (Participation au capital).	Titres de participation qui représentent des projets ou des activités gérés selon les principes de Mousharaka en désignant l'un des associés ou un tiers pour la gestion. Similaire à une joint venture, l'apport en capital est réalisé selon des pourcentages définis au préalable.	Celui qui lance l'appel à participation à ses côtés dans un projet ou une activité déterminée.	Les associés dans le contrat de <i>Mousharaka</i> .	La part des souscripteurs dans le capital de la <i>Mousharaka</i> .	Ils sont les propriétaires des actifs de la société. Ils se partagent les pertes et bénéfices de la société. Ainsi les profits sont distribués selon des ratios définis contractuellement. Ces profits peuvent différer de la proportion du capital investi par chaque partie mais les pertes sont toujours réparties au prorata de l'apport en capital réalisé.
Sukuk de Moudaraba (Participation au capital).	Titres de participation qui représentent des projets ou des activités gérés selon les principes de la <i>Moudaraba</i> . Le <i>moudharib</i> est désigné pour la gestion du projet sans aucun apport de capital. Les souscripteurs (détenteurs des certificats) sont propriétaires des actifs de la <i>Moudaraba</i> .	Le moudharib (le gérant).	Les <i>Rab Al Mal</i> (propriétaires et apporteurs du capital).	Le capital (ou les fonds propres) de la <i>Moudaraba</i> .	Ils sont propriétaires des actifs de la <i>Moudaraba</i> . Les profits sont répartis selon des ratios définis contractuellement mais à la différence de la <i>Mousharaka</i> , les pertes sont supportées uniquement par les investisseurs. Ce principe repose sur l'idée que la contribution du gérant, ses efforts et son expertise ont une valeur, à l'exception du cas où celui-ci commet une erreur grave ou ne respecte pas les termes du contrat.
Sukuk de Wakala d'investissement (Acquisition et Gestion d'actifs).	Titres à valeurs égales qui représentent des projets ou des activités gérés sur la base de Wakala (gestion sous mandat) en désignant le wakil des porteurs de Sukuk pour leur gestion.	Le wakil (le mandataire) de l'investissement	Les clients (souscripteurs ou mandants)	Le montant faisant objet du mandat d'investissement.	Ils sont propriétaires des actifs (leurs risques et avantages compris) représentés par les Sukuk. Ils ont droit aux éventuels profits générés par l'investissement. Très souvent la rémunération du wakil est indexée sur le résultat. A la différence du Sukuk Moudaraba, les souscripteurs dans un sukuk Wakala ne partagent pas les profits selon un ratio déterminé mais reçoivent uniquement les profits déterminés à la signature. Tout excès de revenu sera conservé par le Wakil en tant que rémunération de surperformance.

Type du sukuk	Définition		Emetteur	Souscripteurs	Le montant total collecté lors des souscriptions	Conséquences sur les porteurs des Sukuk
Sukuk de propriété d'actifs loués (Catégorie Sukuk IJARA)	Titres à valeurs égales émis par le propriétaire (ou un intermédiaire financier le représentant) d’actifs loués ou destinés à la location. L’émission de ces Sukuk a pour objectif de vendre les actifs et de recouvrer le prix de vente à travers les souscriptions		Le vendeur d’actifs loués ou destinés à la location	Les acheteurs des actifs	Le prix d’achat des actifs	Ils disposent de la propriété indivise des actifs, en assumant les risques et profitent des avantages (sur la base du principe participatif shirka)
Sukuk de droit d’usufruit ou de location (Catégorie Sukuk IJARA)	A) Sukuk de jouissance d'actifs existants	1er type: titres à valeurs égales émis par le propriétaire (ou son représentant) d’un actif existant, dans le but de céder la jouissance de son bien et de recouvrer en contrepartie une rémunération en collectant le montant de leur souscription.	Le vendeur du droit portant sur l'actif existant	Ils sont acquéreurs du droit cédé.	Le prix du droit cédé.	Le droit cédé leur appartient, avantages et risques compris.
		2ème type: titres à valeurs égales émis par l’usufruitier ou le locataire d’un actif existant, directement ou par un intermédiaire financier le représentant, dans le but de donner en location ou en sous-location l'actif concerné et de recouvrer un loyer en collectant le montant des souscriptions.				
	B) Sukuk de droit d’usufruit ou de location d'actifs à fabriquer/produire.	Titres à valeurs égales qui sont émis dans le but de louer des actifs à fabriquer/à produire et de recouvrer leurs loyers en collectant le montant des souscriptions.	Le vendeur du droit portant sur l'actif à fabriquer/produire.	Les acheteurs du droit cédé.	Le prix du droit cédé.	Le droit cédé leur appartient, avantages et risques compris.
	C) Sukuk de services.	1er Type: Les Sukuk de services fournis par une partie désignée : ce sont des titres à valeurs égales émis dans le but d’offrir un service fourni par une partie désignée (nommée) et d’en recouvrer les revenus en collectant le montant des souscriptions.	Le prestataire de service	Les acquéreurs de la prestation.	La rémunération du service.	Ils disposent du droit de proposer à la vente le service concerné.
		2ème Type: les Sukuk de propriété de services d’une partie décrite et non désignée : ce sont des titres à valeurs égales émis dans le but d’offrir un service fourni par une partie décrite (mais non nommée) et d’en recouvrer les revenus à travers le montant des souscriptions collectées.				
	Dans les 3 cas (A, B et C), les porteurs de Sukuk ont le droit de disposer du montant de la revente des droits acquis.					

Type du sukuk	Définition	Emetteur	Souscripteurs	Le montant total collecté lors des souscriptions	Conséquences sur les porteurs des Sukuk
<i>Sukuk de Mourabaha (Financement d'acquisition de marchandise destinée à la vente).</i>	Titres à valeurs égales émis dans le but de financer l'achat de la marchandise objet de l'opération de <i>Mourabaha</i> .	Le vendeur de la marchandise de la <i>Mourabaha</i> .	Les acheteurs de la marchandise de la <i>Mourabaha</i> .	Le coût d'achat de la marchandise.	Ils sont propriétaires de la marchandise objet de la <i>Mourabaha</i> et ils ont le droit de disposer de son prix de vente.
<i>Sukuk de Salam (Financement des coûts de production de marchandises).</i>	Titres à valeurs égales émis dans le but de collecter les fonds propres du contrat Salam.	Le vendeur de la marchandise objet du contrat Salam	Les acheteurs de la marchandise objet du contrat Salam.	Le prix d'achat de la marchandise (les fonds propres du contrat Salam).	Ils sont propriétaires de la marchandise objet du Salam et ils ont le droit de disposer du montant de son prix de vente (ainsi que de celui du Salam parallèle, s'il est question de contrat de Salam parallèle).
<i>Sukuk de l'Istisna' (Financement de construction).</i>	Titres à valeurs égales émis dans le but d'utiliser les fonds collectés de la souscription dans le financement de la fabrication de la marchandise (un bien mobilier ou immobilier)	Le fabricant (vendeur) de la marchandise.	Les acheteurs de la marchandise en cours de fabrication.	Le coût de la marchandise fabriquée.	Ils sont propriétaires de la marchandise fabriquée et ils ont le droit de disposer de son prix de vente, ainsi que de celui de l'Istisna' parallèle s'ils vendent en Istisna' parallèle.
<i>Sukuk de Mouzara'a (Financement de projets agricoles).</i>	Titres à valeurs égales émis dans le but d'utiliser la somme collectée via leur souscription dans le financement d'un projet sur la base de la <i>Mouzara'a</i> .	Cas (1): Le propriétaire ou usufruitier du terrain (<i>Sahibou-Al Ard</i>)	Semenciers (Mouzari'oun): les apporteurs du travail (par eux-mêmes ou par d'autres personnes qu'ils emploient).	Le coût de l'opération de semence.	Ils sont propriétaires de la part du produit de l'opération, telle qu'elle est définie dans l'accord.
		Cas (2): il est l'apporteur du travail : semencier (le mouzari')	Ashab al ardh : les propriétaires du terrain (les investisseurs qui ont permis d'acheter la terre grâce au montant collecté de leur souscription).	Le prix d'achat du terrain.	
<i>Sukuk de Moussaqaat (Financement de projets agricoles).</i>	Titres à valeurs égales émis dans le but d'utiliser la somme collectée de leur souscription dans l'irrigation des arbres fruitiers et les dépenses d'entretien sur la base du contrat de Moussaqaat.	Cas (1): il est sahib al ardh (propriétaire ou l'usufruitier de la terre ayant des arbres).	Ils sont les moussaqoun : les apporteurs du travail (les irrigateurs).	Le coût d'entretien des arbres.	Ils sont propriétaires de la part, définie dans l'accord, de ce que les arbres produisent.
		Cas (2): il est l'apporteur du travail (le moussaqi)	Ashab al ardh : les propriétaires du terrain où il y a les arbres.	Le prix d'achat du terrain.	
<i>Sukuk de Mougharassa (Financement de projets agricoles).</i>	Titres à valeurs égales émis dans le but d'utiliser la somme collectée de leur souscription dans la plantation d'arbres et leur entretien sur la base d'un contrat Mougharasa.	Cas (1): le propriétaire d'un terrain arborisable (sahib al ardh).	Mougharissoun : les apporteurs du travail	Les coûts de plantation des arbres.	Ils sont propriétaires de la part (définie dans le contrat) du terrain et des arbres.
		Cas (2): L'apporteur du travail (le moughariss).	Ashab al ardh : les propriétaires des terrains.	Le prix d'acquisition du terrain.	

Les risques liés aux Sukuk

- **Le risque de marché :** Ce risque pourrait être considéré comme étant un risque de taux de rendement. Les sukuk qui rémunèrent selon une base fixe (ijara, isticna'a ou salam) sont tous exposés à ce type de risque en cas de changement des taux de marché. Il est important de noter que les sukuk qui ont comme benchmark le Libor sont également exposés (indirectement) aux fluctuations des taux de marché. De plus, les sukuk dont la maturité est plus longue sont exposés à un risque de marché naturellement plus élevé ce qui entraîne un risque de crédit.
- **Le risque de crédit :** Il existe des risques de crédit qui sont propres aux produits financiers islamiques en particulier les sukuk. A titre d'exemple, les émissions de sukuk se réalisent le plus souvent dans des places financières émergentes où les méthodes de gestion de risques ne sont pas assez sophistiquées. De plus vu la prohibition de l'intérêt, le rééchelonnement de la dette à des taux plus importants n'est pas possible. Ceci implique un risque de défaut plus important que dans les produits de financements conventionnels. De plus, il existe des risques particuliers associés à certains sukuk. Par exemple, le sukuk Salam est exposé au risque que les matières premières ne soient pas livrées à terme. Les sukuk Isticna'a impliquent un risque de performance du côté du vendeur (l'émetteur). En général, les sukuk sont exposés au risque de chute de la valeur de marché de l'actif sous-jacent ce qui risque de réduire le montant du remboursement à échéance.
- **Le risque de liquidité :** lorsqu'il n'y a pas d'acheteur sur le marché secondaire pour les sukuk, ils se vendront avec une prime d'illiquidité qui compensera le fait que les détenteurs de Sukuk soient obligés de les détenir jusqu'à la maturité.
- **Le risque Sharia :** on parle de risque Sharia lorsque l'émetteur ne tient pas ses engagements contractuels, et rend ainsi le contrat nul aux yeux de la Sharia. On retrouve dans le contrat de sukuk les événements qui annulent ce contrat. Il ne faut pas tomber dans l'excès d'innovation qui pourrait conduire à de nouvelles fatwas sur les Sukuk non conformes à la Sharia ce qui pourrait nuire à la réputation de l'arrangeur / émetteur.

Les deux types d'émetteur de sukuk

- Souverain (émis par un Etat)
- Corporate (émis par une société,).

Les différents acteurs que l'on peut trouver lors d'une émission de sukuk

D'une juridiction à une autre, d'un contexte à un autre, les acteurs peuvent être différents mais en règle générale on trouve au moins :

- L'« arrangeur » : Celui à qui on confie le mandat de vente de sukuk, rôle de conseil et de placement ;
- Le « bookrunner » : C'est le chef de file chargé d'organiser l'opération ;
- Le « dealer » : les banques qui commercialisent les sukuk ;
- L'« issuer » : Emetteur d'un appel d'offre auprès de la communauté bancaire et de la place financière. Ce rôle est souvent assuré par un SPV (Special Purpose Vehicle) ;
- Cabinets d'avocats : ils rédigent l'ensemble des documents et contrats relatifs à l'émission ;

- Le Sharia Advisor : société de conseil en finance islamique qui accompagne l'émetteur et fait le lien avec le Sharia Board qui valide et certifie l'opération d'un point de vue de conformité à la sharia ;
- Le Sharia-Board : comité qui certifie que le projet d'émission et que le titre sont conformes à la sharia.

Comparaison entre sukuk et obligation conventionnelle

SUKUK	OBLIGATION
Les actifs sous-jacents titrisés dans une émission de sukuk doivent être licites au regard de la Sharia	L'obligation peut être émise pour financer presque n'importe quel type d'activité tant qu'elle est légale dans sa juridiction
Les détenteurs de titres sukuk sont liés aux dépenses et aux risques relatifs aux actifs sous-jacents	Les détenteurs d'obligations ne sont pas concernés par les dépenses et les risques sur les actifs sous-jacents de l'émetteur
Dans les sukuk, on ne retrouve pas de relation classique « créancier/débiteur » mais les porteurs de sukuk s'exposent aux risques liés aux actifs titrisés	Dans une obligation, la relation entre l'émetteur et le souscripteur est quasi identique à celle d'un créancier et d'un débiteur (prêt d'argent) dans laquelle il y a versement d'intérêts (<i>riba</i>)
Ni le capital, ni le rendement ne peuvent être garantis contractuellement	Le capital et le rendement sont contractuellement garantis
Les sukuk représentent des participations dans des actifs existants et / ou bien définis	Les obligations représentent des dettes pures dues par l'émetteur
La vente d'un sukuk représente en général la vente d'une part d'un actif	La vente d'une obligation est essentiellement la vente d'une dette. C'est un titre de créance représentatif d'un emprunt

Caractéristiques principales d'une opération de titrisation islamique

Les caractéristiques de la titrisation islamiques sont très proches de celles de la structuration conventionnelle de titres adossés à des actifs. Les trois parties présentes dans une titrisation sont en règle générale :

(a) le donneur d'ordre (l'entreprise émettrice apportant un actif pour la titrisation). L'actif titrisé devra générer des revenus (déjà existants ou futurs), permettant d'identifier clairement les flux financiers ;

(b) La structure ad-hoc créée par le donneur d'ordre pour détenir les actifs au profit des investisseurs. C'est cette structure qui émettra les titres (ou certificats) sukuk lui permettant ainsi de lever les fonds. Le titre représentera la participation indivise d'un acheteur de sukuk dans les actifs sous-jacents identifiés pour l'opération. Les rendements sont payés en fonction du nombre de certificats détenus. Selon la structure retenue et les finalités de l'opération, la valeur faciale des titres pourra faire l'objet d'un paiement par l'initiateur à maturité ;

(c) les investisseurs qui souscrivent aux sukuk émis apportent les fonds nécessaires à la structure ad-hoc pour acheter les actifs auprès du donneur d'ordre.

Les actifs éligibles

L'identification d'actifs appropriés compatibles avec la sharia et qui génèrent des flux financiers maîtrisables (existants et futurs) est la première et la plus importante étape dans le processus d'émission de sukuk. Si des actifs financiers conventionnels qui génèrent un flux d'intérêt ne sont pas acceptables d'un point de vue sharia, un flux basé par exemple sur un revenu locatif ou des profits résultants de projets d'investissements spécifiques demeure tout à fait envisageable.

La classe d'actif la plus populaire à ce jour est l'immobilier qui peut être loué ou construit et qui dégage un revenu locatif (existant ou futurs) permettant ainsi de rémunérer les souscripteurs de sukuk. Dans certains scénarios, une option de rachat des actifs immobiliers à maturité peut, sous des conditions strictement encadrées, être incluse pour protéger ce qui pourrait s'assimiler dans une opération de titrisation conventionnelle au « principal ».

Mise en place de la structure ad-hoc (élément structurel des opérations des émissions de sukuk contemporaines)

L'activité principale de la société ad-hoc sera :

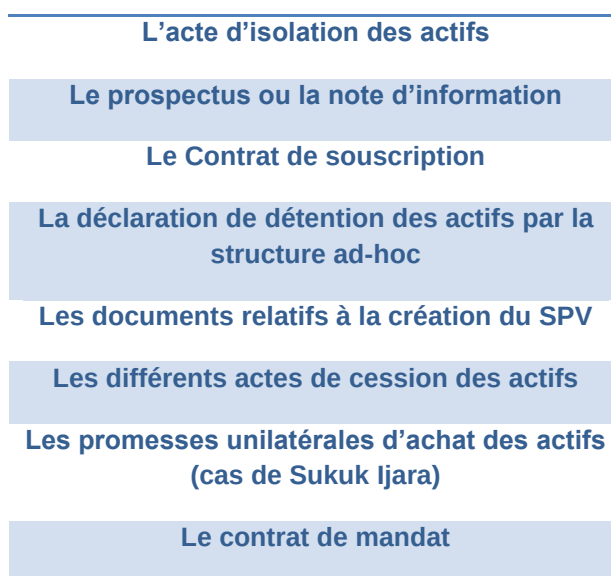
- d'émettre les certificats/titres de sukuk,
- d'exécuter les documents de la transaction,
- de recevoir les paiements de souscription des investisseurs,
- d'acheter, auprès de l'initiateur, les actifs auxquels le sukuk sera adossé,
- de verser les rendements aux porteurs de sukuk.

Ces tâches peuvent être exécutées par toute personne morale conforme à la législation locale. Dans tous les cas, cette structure ad-hoc, appelée SPV (Special Purpose Vehicle), n'est nullement une exigence de la sharia. Elle permet, en revanche, d'une part d'alléger le processus de titrisation surtout d'un point de vue fiscal afin de ne pas alourdir le coût total de l'opération et d'autre part d'isoler l'actif objet de l'opération de titrisation protégeant ainsi au mieux les intérêts à la fois de l'initiateur et des investisseurs, futurs porteurs des titres sukuk. C'est le contexte légal et réglementaire du pays de l'initiateur qui dictera le modèle à suivre.

Gestion des actifs sous-jacents aux sukuk

En général, les actifs titrisés ne sont pas physiquement transférés à la structure ad-hoc qui les a achetés pour le compte des investisseurs. Elle détient uniquement les titres de propriété légaux des actifs et de leurs flux de trésorerie. L'initiateur exploite et gère les actifs pour le compte de la structure ad-hoc émettrice durant une période convenue et selon les termes et conditions énoncés dans l'acte de fiducie. Ceci étant dit, la gestion des actifs sous-jacents peut également être totalement confiée à la structure ad-hoc. C'est le projet et les besoins de l'émission qui détermineront la manière dont seront gérés les actifs.

Les principaux documents contractuels relatifs à l'opération



Statut des titres sukuk

Les titres sukuk peuvent selon la structure retenue être négociables ou non sur le marché secondaire. Pour être échangeables, les sukuk ne doivent pas représenter des titres de créance pure mais doivent davantage représenter un droit indivis sur des actifs tangibles ou sur l'usufruit des actifs auxquels ils sont adossés, droit calculé au prorata de la valeur nominale des sukuk. Si le sukuk est coté et négociable sur un marché secondaire, il serait préférable d'avoir un compartiment dédié uniquement à ces produits.

Dans la pratique anglo-saxonne, après la phase de « *Declaration of Trust* », les sukuk représentent très souvent un droit sur l'usufruit des actifs détenus par la structure ad-hoc au profit des investisseurs les « sukukholders ». Deux types de sukuk se distinguent : sukuk asset-backed et sukuk asset-based.

La principale différence entre un sukuk asset-backed et un sukuk asset-based réside dans le transfert réel et la détention des actifs par la structure ad-hoc représentant les investisseurs.

Dans le cas des sukuk asset-backed :

- Il y a un transfert réel des actifs qui sont sortis du bilan de l'initiateur ;
- Les détenteurs de sukuk ont donc uniquement un droit de recours sur les actifs et non pas sur l'initiateur ;
- En cas de défaut de l'initiateur, seul les détenteurs de sukuk ont un droit de recours sur les actifs du sukuk.

Pour les Sukuk asset-based :

- Seul le droit sur le revenu des actifs est titrisé ;
- L'initiateur conserve la propriété légale des actifs qui restent enregistrés dans son bilan ;
- De ce fait, en cas de défaut les détenteurs ont le même droit de recours sur ces actifs que les autres créanciers, et peuvent ne récupérer que partiellement leur principal.

Produits de l'émission des sukuk

Le montant collecté lors de l'émission de sukuk auprès des investisseurs est utilisé par la société ad-hoc pour le paiement des actifs titrisés. Cette société ad-hoc émettrice peut conserver une partie des fonds collectés pour couvrir les frais relatifs à son fonctionnement. Elle peut également constituer des réserves qui feront l'objet d'un encadrement spécifique pour conserver la conformité à la sharia.

Flux financiers générés par les actifs

Les flux financiers générés par les actifs titrisés payés par l'exploitant à la société ad hoc émettrice seront reversés aux détenteurs de sukuk au prorata de leur investissement ou des parts qu'ils possèdent sur les actifs. Le plus souvent c'est l'initiateur lui-même qui devient l'occupant ou l'exploitant de ses propres actifs même s'ils ne lui appartiennent plus légalement.

La société ad-hoc émettrice peut également désigner un agent payeur pour gérer et exploiter « le compte des transactions » en son nom. Les flux reçus de l'initiateur sont crédités sur ce compte de transaction et les distributions périodiques peuvent également provenir de ce compte.

Montant de distribution périodique / Taux de profit anticipé

Le taux de profit est, dans la pratique, souvent basé sur un indice de référence conventionnel tel que le LIBOR. Même si le LIBOR n'est utilisé qu'à des fins mathématiques, cette forme dérange quelque peu les scholars⁹ et experts en conformité sharia du fait de la présence de variables de type « taux intérêts » et « taux d'actualisation ». Cette méthode reste cependant acceptée à défaut de profondeur de marché dans certains contextes ou d'autres références de « taux » sharia-compatible. Toutefois, les scholars rappellent que l'intérêt n'est utilisé qu'à des fins de calcul et n'est nullement présent dans le montage qui les exclut complètement sur le plan contractuel et juridique. Il est possible que les détenteurs de sukuk ne reçoivent pas la totalité de la distribution attendue si les actifs titrisés ne génèrent pas les profits espérés. Les détenteurs restent en effet exposés aux risques de performance des actifs sous-jacents. La date à laquelle la distribution périodique leur est versée est définie dans le prospectus (ou la note d'information).

Recours

Les revenus des actifs sous-jacents titrisés sont la seule source de paiements aux détenteurs de sukuk. Les titres ne représentent pas un intérêt ou une obligation de la structure ad hoc ou de toute autre partie désignée à fournir un service certain. Par conséquent, en cas de baisse des revenus des actifs titrisés ou suite à leur distribution, les détenteurs de sukuk n'auront aucun recours sur les autres actifs de l'initiateur.

Indemnités en cas de retard de paiement

Si une sanction sous forme d'indemnités financières est contractualisée pour les cas de défaut, elle fera l'objet d'un reversement à une organisation caritative identifiée et validée par le Sharia-Board.

Maturité des sukuk et retour des actifs à l'initiateur

A l'échéance, l'initiateur, qui était au départ le vendeur des actifs utilisés pour l'émission, les rachète auprès de la société ad-hoc et lui fournit les fonds nécessaires pour payer les détenteurs. Cette phase peut s'assimiler à celle du remboursement du nominal dans une obligation conventionnelle. La maturité des sukuk marque en effet la date à laquelle les titres cessent de verser un rendement. En revanche, contrairement à une émission obligataire classique, les détenteurs sont payés, soit à la valeur nominale, soit à une autre valeur définie selon la structure de l'émission des sukuk, pour les actifs qu'ils détenaient.

Dissolution de la société ad-hoc

Dans la pratique, la dissolution finale de la structure ad-hoc a lieu à l'issue de l'opération.

⁹ Savants du Fiqh

La conformité à la sharia dans le cas des sukuk et des produits financiers

Un produit financier islamique, qu'il soit conçu par une institution financière islamique ou non, doit faire l'objet d'une validation d'un point de vue de sa conformité aux préceptes de la sharia et plus particulièrement au droit musulman.

Par conséquent, dans tout projet d'émission, il sera prévu la mise en place d'un comité de conformité à la Sharia (le « CCS »).

Le CCS, en tant qu'organe indépendant dans ses décisions de conformité *Sharia* par rapport aux instances dirigeantes de l'initiateur, de l'émetteur, contrôlera et supervisera l'ensemble de la structure d'émission pour en assurer et garantir la conformité aux principes de la Sharia aux investisseurs. Le CCS peut également conseiller l'institution concernant la mise en œuvre des impératifs du droit musulman. Ses avis sont obligatoires vis-à-vis du projet. En outre, le CCS :

- valide le cadre de gouvernance sharia ;
- valide la conformité des produits financiers ;
- valide la conformité des actifs sous-jacents ;
- valide la conformité des manuels de procédure ;
- valide la conformité de tous les documents et contrats ;
- valide les rapports d'audit sharia.

La composition du CCS (Comité de Conformité à la Sharia)

L'AAOIFI a établi de nombreuses normes en matière de gouvernance et d'audit Sharia à suivre par les institutions financières islamiques. De nombreuses banques islamiques suivent ses recommandations. L'AAOIFI stipule notamment que le comité doit être composé d'au moins trois membres qualifiés et reconnus en tant qu'experts en droit musulman. Ces derniers doivent avoir également une compétence, ou à minima des connaissances techniques, en matière de finance conventionnelle.

Il est interdit aux membres d'un conseil d'administration de l'initiateur ou de l'émetteur, aux actionnaires et aux directeurs (exécutifs ou non exécutifs) de siéger dans le CCS, qui en effet ne doit pas les inclure pour des raisons évidentes de bonne gouvernance.

Toutefois, le CCS a la faculté de recourir à d'autres spécialistes en finance, et/ou en économie, et/ou en droit, et/ou en comptabilité ou toute autre spécialité indispensable dans le cadre du projet. Ces spécialistes n'auront en revanche pas de droit de vote lors des séances de délibération.

Les membres du CCS sont sélectionnés par conséquent sur des critères objectifs de compétence, d'expérience et de notoriété dans la communauté scientifique ou la communauté des *oulémas*.

Par ailleurs, il est à noter que les *oulémas* du CCS éliront un des leurs en tant que président du comité.

Le Sharia Advisor ou le conseil Sharia

L'initiateur ou l'émetteur se fait très souvent accompagner par une société de conseil en finance islamique appelée dans le jargon anglo-saxon « Sharia Advisor ». Cette dernière a pour mission de balayer en amont toutes les problématiques relatives à la conformité sharia afin de faciliter et fluidifier le processus de certification par le CCS.

Le Sharia Advisor facilitera le processus de conformité et l'approbation finale par le comité sharia. Il assurera également le secrétariat et la relation avec le CCS. Il rédigera les comptes rendus de réunion et veillera au suivi et à l'application des recommandations ou directives émanant du CCS pour l'obtention du certificat de conformité. Enfin, le Sharia Advisor réalisera l'audit périodique durant la vie des sukuk et rédigera le rapport de conformité sharia qui sera soumis périodiquement à la validation et l'approbation du CCS.

Le cas de la conformité à la Sharia dans le contexte du Maroc

Le projet de refonte de la loi bancaire qui introduit notamment les banques participatives prévoit la mise en place institutionnelle d'un comité dénommé « Comité Sharia pour la finance ». Celui-ci aura une dimension nationale et ses modalités de fonctionnement, ses règles de gouvernance et sa mission seront fixés par décret. L'article 62 du projet de loi prévoit notamment que sa mission sera de « **se prononcer sur la conformité à la Sharia des opérations et produits offerts au public ; répondre aux consultations des banques ; donner un avis préalable sur le contenu des campagnes de communication des établissements de crédit exerçant l'activité prévue par le présent titre ; proposer toute mesure de nature à contribuer au développement de tout produit ou service financier conformes à la Sharia** ».

L'article 63 prévoit un élément important sur le caractère des avis de ce comité : « **Les avis prononcés par le Comité Sharia pour la finance sont opposables aux banques participatives et à toute autre institution financière offrant des produits ou des services conformes à la Sharia. Ils prévalent sur toute interprétation contraire.** ».

Enfin l'article 64 prévoit que « **le secrétariat du Comité Sharia pour la finance est assuré par Bank Al-Maghrib** ».

On notera que cette démarche et cette volonté d'institutionnaliser la conformité à la Sharia au plus haut niveau est très importante pour la sérénité du marché. Dans le cas de la conformité des produits financiers de type sukuk ou tout autre instrument de marché, il est tout à fait cohérent et envisageable de soumettre les Sukuk à la validation du comité Sharia pour la finance.

Il peut également être envisagé que dans les cas des émissions de sukuk destinés à des investisseurs étrangers et à une commercialisation en dehors du Maroc, que l'émetteur ou l'initiateur mette en place un CCS indépendant composé d'oulémas internationaux. Dans un tel contexte, cette approche rassurera davantage les investisseurs ciblés et l'émetteur devra être très judicieux dans la composition du CCS.

Cette partie présente un benchmark de la fiscalité appliquée aux sukuk en France, au Royaume Uni et en Malaisie.

Le cas de la France

L'instruction fiscale 4 FE/S2/10 n° 78 du 24 août 2010 est le texte de référence relatif qui traite de l'impôt sur le revenu (IR) ; l'impôt sur les sociétés (IS) ; la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) ; les droits d'enregistrement ; la contribution économique territoriale (CET) ; et du régime applicable aux sukuk d'investissement.

Ce texte prévoit les dispositions suivantes :

« Au regard de leurs caractéristiques (cf. III de la section 1) et jusqu'à leur éventuelle conversion en titres de capital, les sukuk d'investissement ou les titres de créance et prêts indexés peuvent être considérés fiscalement, pour l'application des dispositions du code général des impôts (CGI), comme des titres de créance, le cas échéant négociables, ou des prêts et s'agissant des sukuk, comme des obligations ou des titres de créance négociables selon leur forme juridique et leur maturité. Dès lors également, les rémunérations servies aux porteurs des sukuk d'investissement ou des titres de créance et prêts indexés sont traitées sur le plan fiscal comme des intérêts dans les conditions de droit commun, avec notamment application de la règle du couru (article 38-2 bis) au titre du "taux de profit espéré" en matière d'imposition des bénéfices industriels et commerciaux.

Ces dispositions sont applicables aux émetteurs comme aux porteurs de titres résidents ou non-résidents, et visent notamment les impôts et taxes suivants : impôt sur les sociétés, impôt sur le revenu (notamment régime du prélèvement forfaitaire obligatoire sur les produits financiers à revenu fixe de source française), contribution économique territoriale, taxe sur la valeur ajoutée, droits d'enregistrement.

Dans ce cadre, la charge déductible pour l'émetteur de sukuk d'investissement ou de titres de créance indexés, ou pour l'emprunteur recourant à un prêt indexé, correspond à la rémunération exigible en vertu du contrat d'émission, soit le « taux de profit espéré ». En d'autres termes, l'abondement de la réserve visée au B du paragraphe III de la section 1, pendant les périodes de paiement de la rémunération, pourra faire l'objet d'une provision non déductible sur le plan fiscal. Symétriquement, le prélèvement sur la réserve générera une reprise de provision non imposable.

La charge déductible correspondra à la rémunération calculée sur la base du « taux de profit espéré ». Si celui-ci n'est pas servi intégralement après utilisation de la réserve, à l'échéance du titre ou du prêt, l'émetteur, dans la mesure où il sera alors délié de toute obligation de servir la rémunération correspondant au « taux de profit espéré », devra constater un produit imposable dans les conditions de droit commun (abandon de créance) égal à la différence entre le « taux de profit espéré » et la rémunération effectivement servie.

Lorsqu'un « compte de réserve sur risque d'investissement » est prévu au contrat, les montants affectés à cette réserve sont sans incidence sur le résultat imposable de l'émetteur. L'abondement de ce compte de réserve ne remet pas en cause la constitution et

la déductibilité dans les conditions de droit commun des provisions enregistrées pour prendre en compte la dépréciation éventuelle de l'actif. »

En définitive, les sukuk d'investissement sont fiscalement assimilés à des obligations ou des titres de créance négociables selon leur forme juridique et leur maturité.

Le cas du Royaume uni

Le *Finance Act* (FA) de 2007 a clarifié le cadre fiscal pour les émissions de sukuk en leur accordant la parité fiscale par rapport aux obligations classiques¹⁰. Enfin, le FA de 2009 a amélioré la réforme de 2007 en matière de sukuk. Ci-dessous les ajustements fiscaux apportés par l'acte de 2009 :

- Exonération d'impôt foncier et de droit de mutation pour les transactions effectuées dans le cadre de l'émission sukuk ;
- Exonération de l'impôt sur les gains en capital à l'égard des transferts de terrains à partir de et vers la structure d'émission de sukuk ;
- Veiller à ce que la personne qui obtient le financement continuera d'être en droit de réclamer les déductions pour amortissement même si le terrain est détenu par la structure d'émission de sukuk.

Les anglais ont choisi de mettre sur le même pied d'égalité sukuk et obligations conventionnelles.

Le cas de la Malaisie, une approche incitative

Si au départ, les autorités malaisiennes se sont montrées prudentes pour ne favoriser ni la finance islamique, ni la finance conventionnelle, elles ont été au fil du temps beaucoup plus encourageantes notamment avec de nombreuses incitations sur le plan fiscal pour les produits financiers islamiques.

En effet, ces dernières années, l'Etat s'est montré très volontariste. Ce pays s'est toujours voulu être un moteur pour la finance islamique et, dans son contexte géostratégique, a su se démarquer des places financières voisines et concurrentes en développant une forte stratégie pour la finance islamique.

Certains compléments ont été apportés à l'acte sur les droit de mutation (*StampAct* (1949)) qui par plusieurs ordres autorise la neutralité fiscale pour les ventes d'actifs dans le contexte d'instruments financiers tels que les Sukuk à condition que le motif de cette vente soit « *pour des raisons liées à la conformité Sharia* ».

¹⁰ Dans le *Finance Act* 2007, le terme sukuk n'est pas mentionné mais on trouve à la place la terminologie globale : AIFB (*Alternative Finance Investment Bonds*)

Les résidents, les trusts (« fiducie ») ainsi que les sociétés cotées sont exonérés de l'impôt sur les revenus d'intérêts, sur les revenus en provenance d'obligation souveraine libellées en ringgit, de titres de créances privés et de sukuk approuvés par la *Securities Commission*¹¹.

Les investisseurs résidents sont également exonérés d'impôts sur les revenus en provenance des sukuk émis en Malaisie mais libellés en devise.

Les investisseurs non-résidents sont exonérés de la retenue à la source sur les revenus d'intérêts et bénéfices tirés de titres de créance libellés en ringgit émises par le gouvernement malaisien, ainsi que les titres de créance privés ou Sukuk approuvés par la Securities Commission. Ils sont également exonérés de la retenue à la source lorsque le sukuk est émis en Malaisie et libellé en devise.

Le tableau ci-après apporte un éclairage complémentaire sur le traitement fiscal des sukuk en Malaisie.

Bénéficiaire	Incitation fiscale	Texte de loi
Emetteur	Déductibilité fiscale de toutes les dépenses engendrées par l'émission des sukuk Wakala (y compris le mix de dette et d'actif) jusqu'à la fin de l'année 2015	Impôt sur le revenu : Loi 2011 –P.U. (A) 443
Emetteur	Déductibilité fiscale de toutes les dépenses engendrées par l'émission des sukuk Mourabaha ou Bai' Bi Thaman Ajil basé sur le Tawarrouq jusqu'à la fin de l'année 2015	Impôt sur le revenu : Loi 2011 – P.U. (A) 443
Emetteur / SPV	Un SPV établi uniquement pour l'émission des sukuk sera exonéré d'impôt sur les revenus.	Impôt sur le revenu 2007 -P.U.(A) 180 Loi de finances 2007 – Modification de l'impôt sur le revenu 1967 -Nouvelle section 60I
Emetteur/ Initiateur	Une compagnie établissant un SPV peut déduire les frais d'émission des sukuk de ses impôts.	Impôt sur le revenu Loi 2007 - PU(A) 176 Loi de finances 2007 – Modification de l'impôt sur le revenu 1967 -Nouvelle section 60I
Emetteur	Extension de la déductibilité fiscale à toutes les dépenses engendrées par l'émission des sukuk Mousharaka, Moudaraba, Ijara et Istisna jusqu'à la fin de l'année 2015	Impôt sur le revenu (déduction des dépenses afférentes aux émissions de titres islamiques) Règlement 2009 -PU(A) 420

¹¹ Régulateur des marchés financiers malaisien

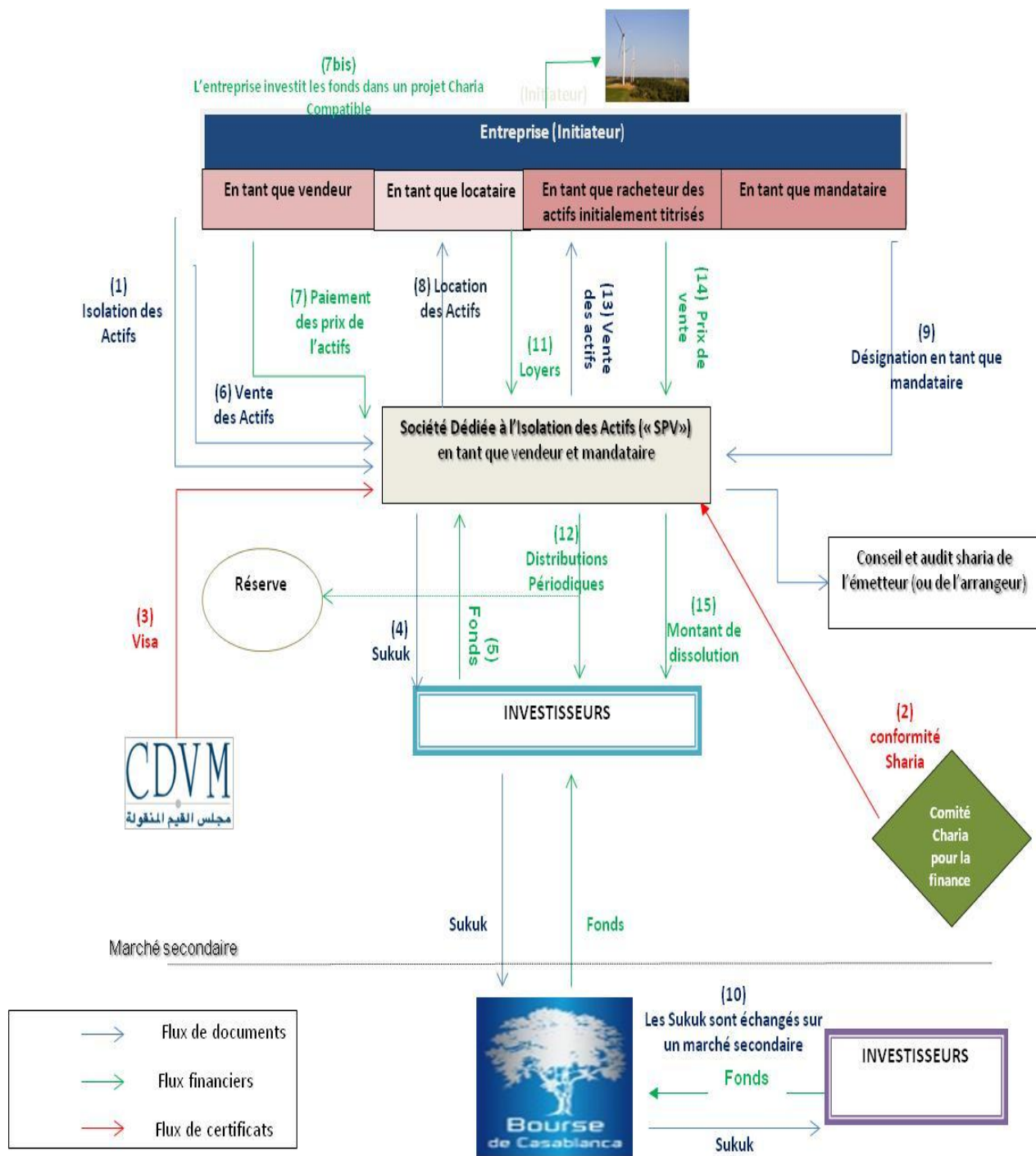
Investisseur	Les investisseurs non-résidents sont exonérés d'impôts sur les revenus d'intérêts et bénéfices tirés des sukuk approuvés par la Security Commission	Impôt sur le revenu 1967 - Annexe 6: Section 33A
Investisseur	Les résidents, les fiduciaires ainsi que les sociétés cotées sont exonérés de l'impôt sur les revenus en provenance des sukuk approuvés par la Security Commission.	Impôt sur le revenu 1967 - Annexe 6: Section 35
Investisseur	Les investisseurs résidents et non-résidents sont exonérés d'impôt sur les revenus, sur les bénéfices tirés des sukuk émis en Malaisie et libellés en devise.	Loi de finances 2007 - Modification de l'impôt sur le revenu 1967 - Modification de l'annexe 6: Section 33B
Emetteur	Pour assurer une neutralité fiscale avec les produits conventionnels, tout impôt supplémentaire sera exempté traité d'une façon spécifique à condition que l'instrument soit validé par le conseil de conformité à la Sharia	- Impôt sur le revenu 1967 - Section 2 (8) - Droit de mutation : annexe 1 «Exemptions générales»
Intermédiaires	Exonération d'impôt sur le revenu pour les établissements exerçant une activité liée à l'organisation, la souscription et la distribution de sukuk émis par le gouvernement malaisien ou une structure gouvernementale ou approuvée par la Securities Commission jusqu'en ¹² 2014	Impôt sur le revenu (exemption) (n° 11) Ordre 2011 - P.U. (A) 445
Intermédiaires	Exonération d'impôt sur le revenu pour les établissements exerçant une activité liée à la gestion de sukuk émis par le gouvernement malaisien ou une structure gouvernementale ou approuvée par la Securities Commission jusqu'en 2014	Impôt sur le revenu (n° 11) Ordre 2011 - P.U. (A) 444

Source : IFAAS

¹² Régulateur des marchés financiers

Structure générique d'une émission de Sukuk

Le schéma suivant détaille une structure type d'une émission de sukuk Al Ijara au Maroc :



1	L'entreprise (« l'initiateur ») isole les actifs à titriser dans un SPV (selon la forme qui sera retenue par le projet de la nouvelle loi sur la titrisation)
2	Le SPV obtient un certificat de conformité du comité sharia pour la finance qui certifie que les Sukuk émis ainsi que l'opération de titrisation sont bien compatibles avec la sharia.
3	Le SPV obtient un visa du CDVM afin que les Sukuk puissent être émis et négociés en Bourse
4	Le SPV émet les Sukuk qui représentent une participation indivise dans un actif immobilier de l'entreprise.
5	Les investisseurs souscrivent des Sukuk et versent les fonds (le « Principal ») au SPV. Le SPV déclare qu'il s'engage à gérer les fonds levés (ainsi que tout autre actif acquis au moyen des fonds le cas échéant) pour le compte des investisseurs
6	L'entreprise vend et cède les actifs immobiliers identifiés au SPV L'entreprise émet une promesse unilatérale d'achat des actifs à maturité au prix de cession (selon les règles de l'AAOIFI)
7	Le SPV paie le prix d'achat des actifs à l'entreprise qui les utilise pour investir dans un projet compatible avec la sharia.
8	Le SPV loue les biens à l'entreprise en vertu d'un contrat de location (Ijara) pour une période s'étalant jusqu'à la maturité des Sukuk (exemple : 10 ans)
9	Le SPV mandate l'entreprise pour effectuer les formalités que lui impose le contrat de bail (maintenance, assurance (takaful), paiement de taxe), l'entreprise en tant que mandataire peut réclamer une rémunération.
10	Les Sukuk sont échangés sur un marché secondaire à partir du moment d'émission et jusqu'à la dissolution
11	L'entreprise verse les loyers au SPV à intervalles réguliers. la distribution périodique payable à cette date est égale au montant du loyer payé. Ce montant peut être calculé par référence à un taux fixe ou variable (par exemple LIBOR ou EURIBOR) en fonction du Sukuk émis
12	Le SPV verse la distribution périodique aux investisseurs. Le fonds peut utiliser une partie des loyers versés pour constituer une réserve pour absorber les fluctuations dans les loyers et prévenir des éventuelles mauvaises périodes.
13	A maturité (dans notre exemple : 10 ans) le SPV vend les actifs isolés à l'entreprise au prix d'exercice, qui sera égal au prix de rachat indiqué dans la promesse unilatérale.
14	Paiement de rachat par l'entreprise
15	Le SPV utilise le prix de rachat pour payer le montant de dissolution aux investisseurs
16	Débouclage de l'opération et dissolution du SPV à la fin de l'opération.

Les secteurs de développement, les industries et les infrastructures éligibles à la finance islamique ¹³

Dans un souci de stimuler la croissance, le Maroc s'active à mettre en place des stratégies sectorielles basées sur un ciblage volontariste des secteurs orientés à l'export où il dispose d'avantages comparatifs indéniables qui pourront améliorer les conditions d'une compétitivité durable.

Si les télécoms, l'immobilier et le tourisme demeurent les secteurs les plus attractifs, d'autres secteurs comme l'agriculture, la pêche et l'énergie verte représentent aussi des opportunités très prometteuses pour l'avenir. Un tel développement requiert de lourds investissements qui ne pourront être supportés par les seules banques ou fonds locaux. Des moyens de financement alternatifs, en l'occurrence les instruments de la finance islamique, apparaissent donc comme de bons compléments pour répondre aux besoins de tous ces projets de développement.

Les secteurs suivants ont été sélectionnés uniquement dans l'objectif d'illustrer certaines applications possibles du financement via les sukuk.

L'immobilier, un secteur qui a toujours attiré la finance islamique

En matière de logement, l'Etat a mis en place, en 2010, un programme de relance sur une période s'étalant jusqu'à 2020. L'année 2011, qui est la première année de mise en œuvre effective du plan de relance 2010-2020, a été marquée par une évolution positive des principaux baromètres de l'activité.

Perspectives de développement du secteur

La politique du gouvernement marocain, dans le secteur du logement, vise à réduire le déficit en logement de 840.000 à 400.000 unités, à améliorer la qualité technique et architecturale du cadre bâti, à augmenter la cadence de mise en œuvre des projets de villes sans bidonvilles et à concevoir un nouveau cadre d'intégration urbaine et sociale de ces projets.

De plus, les pouvoirs publics ont adopté la feuille de route «Vision 2020» pour le développement du tourisme. Cette stratégie a pour but de doubler les arrivées touristiques pour atteindre près de 18 millions de touristes, et placer ainsi le Maroc parmi les 20 premières destinations touristiques mondiales.

La stratégie de développement mise en place permettra au Maroc, de développer au cours des dix prochaines années, de nouvelles destinations touristiques qui viendront s'ajouter aux deux pôles internationaux déjà établis à Marrakech et Agadir.

¹³ Ces informations sont extraites des rapports économiques et financiers accompagnant les projets de loi de finance 2012 et 2013.

Les investissements en finance Islamique sont très souvent adossés à des actifs immobiliers. Le développement du secteur de l'immobilier résidentiel et touristique apparaît donc comme un bon support pour l'utilisation des modes de financement de type Sukuk Ijara et Istisna.

Le secteur industriel, des opportunités fortes à exploiter

Dans le cadre du pacte national pour l'Emergence Industrielle qui vise à développer le secteur industriel marocain, l'état marocain a prévu de mettre à la disposition des opérateurs des plateformes industrielles intégrées. Ces plateformes se caractérisent principalement par une offre immobilière intégrée et variée selon les secteurs d'activité, une offre de services en relation avec les activités industrielles à implanter et une connectivité aux pôles urbains.

Les secteurs clés visés par ces plateformes sont : l'aéronautique, l'électronique, l'offshoring et l'automobile, dénommés métiers mondiaux du Maroc, en plus des secteurs cuir-textile et agroalimentaire.

La création de ces plateformes industrielles requiert la mobilisation de fonds importants qui peuvent être levés à travers des sukuk Al Ijara ou Al Istisna. Les structures de type Sukuk Al Mousharaka et Moudaraba peuvent également apporter des solutions en offrant des rendements potentiellement plus intéressants.

Le secteur Agricole

La stratégie ambitionne de donner au secteur agricole une dynamique d'évolution harmonieuse, et équilibrée qui tienne compte de ses spécificités. Elle se veut aussi d'exploiter les marges de progrès, valoriser au mieux les potentialités, faire face aux nouveaux enjeux tout en préservant les équilibres sociaux et économiques et dans le même temps accompagner la profonde mutation que connaît le système agro-alimentaire mondial.

Deux piliers majeurs : l'agriculture moderne et solidaire

L'objectif, en matière d'agriculture moderne, est de développer une agriculture performante, adaptée aux règles du marché, grâce à une nouvelle vague d'investissements privés, organisés autour de nouveaux modèles d'agrégation équitables.

Quant à l'agriculture solidaire, l'objectif est de développer une approche orientée vers la lutte contre la pauvreté, en augmentant de manière significative le revenu agricole des exploitants les plus fragiles, notamment dans les zones périphériques.

Parmi les impacts attendus de cette stratégie, on citera : l'augmentation du revenu agricole comme levier de lutte contre la pauvreté rurale. Ce qui requiert la mise en œuvre d'importants moyens financiers, institutionnels et managériaux ;

- Une amélioration du PIB Agricole, des exportations et des Investissements privés ;
- Une lutte contre la pauvreté plus efficace et plus étendue – à la fois dans les campagnes, mais aussi dans le périurbain défavorisé ;
- Une nette amélioration du rapport qualité/prix pour le consommateur marocain sur le marché national, ce qui se traduit par une amélioration du pouvoir d'achat.

Le pilier I - Une agriculture moderne à forte valeur ajoutée : l'objectif du Pilier I du Plan Maroc vert est d'assurer le développement rapide de l'agriculture à forte valeur ajoutée et à forte productivité. Et ce, grâce à la création de pôles de développement agricoles et agroalimentaires à forte valeur ajoutée, répondant pleinement aux exigences du marché.

Ce développement pourrait être réalisé en ayant recours à des investissements importants portés par de nouveaux acteurs à forte capacité managériale, et en rationalisant et mutualisant les structures de l'industrie en faisant intervenir des groupements d'intérêts économiques privés et des groupements interprofessionnels.

Le pilier I présente un programme d'investissement d'un montant de près de 121 milliards de dirhams pour la période 2009-2018.

Le pilier II - L'agriculture solidaire : Le Plan Maroc Vert vise un accompagnement de la petite agriculture avec comme objectifs de moderniser et de développer cette branche de l'agriculture afin d'améliorer les conditions de vie des petits agriculteurs.

La mise en œuvre du plan Maroc vert sollicitera de lourdes et importantes levées de fonds. Les moyens de financement islamiques basés sur les outils dédiés aux actifs fongibles peuvent représenter pour le secteur agricole un bon complément aux financements traditionnels.

Le pilier II, de son côté, est doté d'un programme d'investissement de l'ordre de 19,25 milliards de dirhams pour la période 2009-2018.

En plus des Sukuk Moudaraba, Mousharaka, Ijara et Salam qui sont parfaitement appropriés au financement de l'agriculture, l'AAOIFI a défini trois Sukuk spécifiques à l'agriculture qui sont :

- Les **sukuk Al Muzaraa** sont définis comme des titres à valeurs égales émis dans le but d'utiliser la somme collectée via les souscriptions dans le financement d'un projet sur la base de la Mouzara'a ;
- Les **sukuk Al Mugharassa** sont définis comme des titres à valeurs égales émis dans le but d'utiliser la somme collectée via les souscriptions dans la plantation d'arbres et leur entretien sur la base d'un contrat spécifique ;
- Les **sukuk Al Mousaqat** sont définis comme des titres à valeurs égales émis dans le but d'utiliser la somme collectée via les souscriptions dans l'irrigation des arbres fruitiers et les dépenses d'entretien sur la base du contrat spécifique.

Secteur des énergies renouvelables

Compte tenu de la forte dépendance énergétique du Maroc qui pèse lourdement sur la balance de paiement et sur les charges de compensation, l'état marocain a mis en place une stratégie énergétique visant à assurer l'approvisionnement en énergie dans des meilleures conditions, à maîtriser la demande, à préserver l'environnement et à renforcer l'intégration régionale.

Axes de développement de la stratégie énergétique

Dans le cadre de la mise en œuvre de cette nouvelle stratégie énergétique, plusieurs projets visant le développement de l'offre énergétique ont été lancés :

- Le projet marocain intégré de l'énergie solaire (2000 MW pour un coût global de 70 milliards de dirhams) ;
- Le projet marocain de l'énergie éolienne (2000 MW pour un montant d'investissement de 35 milliards de dirhams) ;
- le projet de renforcement de l'infrastructure énergétique à travers la construction d'une deuxième raffinerie à JorfLasfar pour un coût d'investissement de 4 à 5 milliards de dollars.

Concernant le moyen terme, 2013-2015, de nouvelles et grandes centrales seront mises en production à l'horizon de 2015. Ces projets dont le montant d'investissement cumulé s'élève à 73 milliards de dirhams permettront, à l'horizon 2015, l'installation d'une nouvelle puissance de 3640 MW.

Pour financer le développement de ce secteur dont le programme d'investissement devrait s'élever à près de 200 milliards de dirhams à l'horizon 2020, le recours au secteur privé est nécessaire par le biais des partenariats public-privé. Un cadre juridique régissant les partenariats public privé a déjà été proposé par le gouvernement.

Les structures de type sukuk Al-Ijara et Istisna'a semblent pertinentes pour répondre à ces besoins de financement avec la possibilité de les intégrer dans des tranches spécifiques à l'intérieur de PPP. L'énergie étant un domaine à fort potentiel disposant d'une valeur sociétale en plus de la valeur économique.

Secteur de la pêche

Dans le secteur de la pêche, des avancées notoires sont enregistrées depuis la mise en œuvre du Plan Halieutis.

Le plan Halieutis est dédié au développement durable du secteur à travers la modernisation des outils de production, le développement des espaces d'aquaculture, la réalisation de pôles de compétitivité pour les produits de la mer, et l'aménagement des pêcheries à travers le développement des infrastructures de débarquement (halles de poisson et équipements associés) et les plans de conservations de ressources.

De plus, le programme Ibhar vise :

- à doter près de 10600 barques de pêches artisanales en installations de stockage, de conservation, de communication et de motorisation hors-bord ;
- à équiper 1270 navires en matériels de préservation, de valorisation des captures et amélioration les conditions d'habitabilité, de vie et de travail à bord des navires

Le développement du plan Halieutis et du programme Ibhar pourrait se faire en utilisant l'émission de sukuk. Différentes structures sont appropriées pour ces programmes comme les Sukuk Mousharaka, Moudaraba, Ijara et Istisna.

Les infrastructures

Au-delà des secteurs phares du Maroc présentant un fort potentiel pour les outils financiers islamiques, d'autres projets d'infrastructures (à lancer ou à développer) sont également éligibles aux sukuk ou instruments similaires. Parmi ces projets, l'autoroute de contournement de Rabat 2010-2014 et le second relatif au tronçon Berrechid – Beni Mellal, qui a également été planifié sur la même période. L'estimation du cout total de ces deux projets se rapproche des 8850 millions de dirhams. D'autres programmes sont potentiellement éligibles aux sukuk, comme :

- 1- Le Programme d'investissement de l'OCP concernant le projet d'infrastructure portuaire: L'enveloppe d'investissement conjecturée pour la période 2010-2020 avoisine les 114 milliards de dirhams. Cette somme est répartie en quatre axes distincts. Le premier concerne l'investissement minier et représente 30 % de l'enveloppe totale d'investissement, soit 34,2 milliards de dirhams. Ces projets ont été engagés afin d'améliorer les outils de production actuels et développer des capacités supplémentaires. Le deuxième axe est relatif à l'investissement dans le domaine de la chimie (acide phosphorique et engrais) de l'ordre de 52,4 milliards de dirhams (46%), le troisième est en relation avec le Hub de JorfLasfar de l'ordre de 18,2 milliards de dirhams (16%). Enfin le dernier axe s'articule autour des infrastructures pipelines, installations portuaires et autres. Le montant total dédié à ce dernier axe approche les 6,84 milliards de dirhams (soit 6% du montant total).
- 2- Le Programme d'investissement ONCF concernant le projet d'infrastructure ferroviaire. Encouragé par les performances passées, et en particulier le contrat Programme 2005-2009 qui a concerné la mise à niveau du réseau ferré et qui a été signé entre l'ONCF et l'Etat, un nouvel accord a été signé avec le gouvernement pour la période 2010-2015. Le montant total de cet investissement a été estimé à 32,5 milliards de dirhams.

Les sukuk peuvent offrir des solutions alternatives adaptées et ajustées aux financements de ces projets en PPP (Partenariat Public-Privés). Une émission de sukuk permettrait de lever les fonds nécessaires qui seront mis à disposition des participants aux projets PPP.

Il est à noter que les secteurs cités dans cette partie ont été sélectionnés dans l'objectif d'illustrer certaines applications possibles du financement par les sukuk. D'autres secteurs d'activités non exposés dans cette étude peuvent parfaitement être financés par les sukuk étant donné que cet instrument représente un moyen de financement alternatif ou complémentaire au financement par émission obligataire.

Conclusion

A l'heure actuelle, la finance islamique a fait de grands progrès dans l'élargissement de l'offre des instruments d'épargne et d'investissement destinés aux investisseurs et aux émetteurs. La croissance de l'industrie financière islamique a été remarquable au cours des trois dernières décennies. Il est indéniable que les principes de ce mode de financement ont réussi à attirer de nombreux investisseurs au-delà du monde musulman. En Malaisie, environ 80% des instruments financiers conformes à la sharia sont détenus par des investisseurs non musulmans.

Le principal problème auquel fait face l'industrie de la finance islamique est l'interprétation ambiguë de ce qui constitue réellement la conformité sharia. A titre d'exemple, la Malaisie a toujours adopté une vision libérale de la conformité sharia, alors que d'autres pays se situent à l'autre extrême. Le manque de standardisation et d'homogénéité représente un obstacle majeur face à la croissance de cette industrie. Si l'AAOIFI veille à maintenir une cohérence concernant les normes applicables à ces instruments financiers leur application n'est pas toujours systématique.

Nous l'avons vu, le Royaume du Maroc dispose de toute l'infrastructure pour un développement serein de la finance islamique. L'étude de marché confirme d'une part le réel intérêt du public pour les produits financiers islamiques et démontre de manière objective le potentiel du marché à la fois pour le secteur bancaire que celui de l'assurance islamique. Sur le plan institutionnel, les investisseurs et les émetteurs sont tout à fait disposés à recourir aux instruments financiers islamiques si les conditions de marché sont favorables et si leurs clients le souhaitent.

Par ailleurs, il est important de noter que les sukuk ne sont pas réservés aux seules sociétés cotées ou aux fonds souverains. Ils peuvent être d'excellents compléments aux produits bancaires et apporter des solutions de financement aux petites et moyennes entreprises non cotées sous réserve d'ajustements légaux et, bien entendu, que celles-ci disposent de l'expertise et des moyens nécessaires pour supporter leur mise en œuvre.

Le lancement des sukuk au Maroc nécessite la mise en place d'un cadre réglementaire sécurisé et surtout un dispositif fiscal approprié. Dans ce cadre, une réflexion est menée par le législateur dans l'objectif de faire évoluer la loi relative aux fonds de placements collectifs en titrisation (FPCT). Ce texte doit permettre la structuration de sukuk dans un environnement juridique sécurisé avec un FPCT qui aura les caractéristiques d'un SPV et répondra aux spécificités des titres islamiques. Cette réforme devra par ailleurs prévoir la souplesse nécessaire afin d'éviter d'alourdir le mécanisme d'une émission de sukuk.

Sécurité et souplesse juridique, conformité sharia, viabilité économique sont autant d'éléments qui constituent le challenge intrinsèque des produits financiers islamiques. A ce titre, le Maroc dispose de tous les atouts pour relever ce défi. Il appartient désormais aux acteurs privés et publics de stimuler ce marché.