

Les marchés financiers, entre l'émission des sukus islamiques et des titres financiers classiques -Analyse comparative-.

Financial markets, between the issuance of Islamic sukus and conventional financial securities -Comparative analysis-.

CHAKIR CHAYMAE

Doctorante

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion- Kenitra

Université Ibn Tofail

Laboratoire des sciences de gestion des organisations

Maroc

Chakir.chaymae1@gmail.com

Date de soumission : 03/08/2020

Date d'acceptation : 15/09/2020

Pour citer cet article :

CHAKIR C. (2020) «Les marchés financiers, entre l'émission des sukus islamiques et des titres financiers classiques -Analyse comparative-», Revue Française d'Economie et de Gestion « Volume 1 : Numéro 3 » pp : 1 - 20

Résumé

Avec une croissance des plus explosives en capitalisation et en fonds de gestion, la finance islamique commence à faire des adeptes aux quatre coins du monde. En effet de par les valeurs qu'elle porte, ce type de financement est de plus en plus considéré comme étant un rempart aux crises financières et économiques. L'intérêt pour cette branche de la finance s'est accru davantage, car ses fondamentaux basés sur le partage des profits et des pertes, ont fourni au système financier une base solide qui lui a permis de résister aux conséquences de la crise plus vigoureusement que le système conventionnel. Ceci nous a conduits à analyser le principal outil de financement islamique qu'est le Sukuk, à travers une comparaison de forme, de nature et de performance avec leurs homologues en titres classiques. Les points de divergence entre les deux moyens de financement, font la force de résilience du titre islamique et expliquent l'engouement récent, envers ce mode de financement considéré robuste.

Mots clés : Finance islamique ; Sukuks ; crise financière ; Mode de financement ; titres financiers.

Abstract

With a tremendous growth in capitalization and management funds, Islamic finance is beginning to gain followers around the world. Indeed, by virtue of the values it carries, this type of financing is being increasingly considered as a bulwark against financial and economic crises. Interest in this branch of finance grew even more, because of its fundamentals based on profit and loss sharing, providing the financial system with a solid base, which enabled it to resist the consequences of the crisis more vigorously than the conventional system. This led us to analyse the main Islamic financing tool: the Sukuk, through a comparison of form, nature and performance with their counterparts in conventional securities. The points of divergence between the two means represent the strength and the resilience of the Islamic financing certificates and explain the recent enthusiasm for this mode of financing considered robust.

Key words: Islamic finance ; Sukuks ; financial crisis ; Financing mode ; financial securities.

Introduction

Dans un contexte financier en perpétuel développement, l'innovation créatrice de nouveaux modes de financement, inscrite dans l'objectif de maximisation des profits, induit en fin du cycle à une déstabilisation financière. Le déclenchement des crises cède alors place aux commentateurs de vanter les mérite d'un système et de remettre en question un autre.

En 2007, le monde a fortement été touché par une crise financière mondiale, la plus profonde que les économies avancées aient connue depuis la Grande Dépression. Son ampleur et ses conséquences énormes ont, une fois de plus, mis en évidence la perpétuelle et importante question de -la recherche de la stabilité financière-.

Les années précédant la crise ont été marquées par la création et le développement de produits financiers conventionnels structurés, consistant à construire des instruments financiers, à partir de différents éléments « sous-jacents », sous forme de titres adossés à des actifs, connus sous la dénomination d'ABS, ce qui a donné naissance à de nouveaux modèles de transfert des risques, camouflant ainsi le danger que cela représentait.

La pratique généralisée de la titrisation a contribué à la croissance des prêts à risque, selon laquelle les banques regroupaient des centaines voire des milliers de prêts hypothécaires risqués, combinés à d'autres formes de dette à la consommation, et les vendaient sur les marchés des capitaux en tant que titres (obligations). Ces dernières constituées principalement d'hypothèques, sont devenues des titres adossés à des créances hypothécaires MBS¹, considérés comme un moyen pour les banques d'augmenter leur liquidité et de réduire leur exposition aux prêts à risque, tandis que l'achat des MBS était considéré comme un bon outil pour les investisseurs de diversifier leurs portefeuilles et de gagner de l'argent. D'autant plus que Les ABS ont été davantage structurés et regroupés en titres de créance garantis.

L'hypothèse sur laquelle était basé ce système complexe et fragile ayant failli (celle de la croissance exponentielle des prix des actifs immobiliers), a engendré l'effondrement quasi-total des structures opérant avec ce type de financement par titres.

De son côté, le système financier islamique propose d'offrir un équilibre entre le capitalisme extrême et le communisme, en octroyant aux agents économiques la liberté de produire et de

¹ Mortgage Backed Securities : est un type d'ABS, un investissement similaire à une obligation qui se compose d'un ensemble de prêts immobiliers achetés auprès des banques qui les ont émis. Les investisseurs des MBS reçoivent des paiements périodiques similaires aux paiements de coupons d'obligations.

créer de la richesse, au sein d'un environnement contrôlé par l'éthique des règles morales et des normes de comportement qui doivent exiger la plus grande sincérité d'intention.

Du moment que l'islam emploie diverses pratiques qui n'impliquent pas de facturation ou de paiement d'intérêts, le système financier islamique promeut le concept de participation à une transaction adossée à des actifs réels, en utilisant les fonds à risque sur une base de partage des profits et pertes. Ceci n'implique nullement que les investissements auprès des institutions financières soient spéculatifs et exclu par une politique d'investissement prudente, une diversification des risques et une gestion attentive par les institutions financières islamiques.

- Quelles sont les particularités de la robustesse et d'efficacité de cet instrument financier islamique ?
- Quels sont les aspects de différence entre les titres financiers islamiques et conventionnels ?
- Quels sont les défis relatifs aux aspects de divergence entre les deux types de titres financiers ?

Ce papier de recherche répondra aux questions énoncées ci-dessus, en présentant et en examinant les Sukuks en comparaison avec les titres classiques, et tentera d'éclaircir leurs aspects pour qu'ils soient plus tangibles et mieux interprétés. En d'autres termes, cet article déclarera les différences ou similitudes entre Sukuk et d'autres titres en termes de titrisation, d'intermédiation financière, d'adossement aux actifs ainsi que d'autres concepts et se découlera de la façon suivante :

Dans un premier lieu une initiation du lecteur au concept clé de cette étude, qu'est le Sukuk ses formes et ses particularités, suivi en second lieu par une analyse comparative entre ce titre financier islamique et son homologue classique. Une troisième partie s'étalera sur la nature de l'intermédiation financière des deux catégories de financement, ainsi que sa solvabilité en cas de crise. Pour finir une conclusion portant

1. Introduction au principal titre de financement islamique : Le Sukuk

Il existe deux principales composantes des marchés de capitaux islamiques, à savoir celles de Sukuk et les fonds d'investissement islamiques. En utilisant la terminologie de la double feuille de saisie, le Sukuk est sis du côté du crédit c'est donc un passif, tandis que les fonds d'investissement islamiques prennent le côté du débit du bilan qui est donc un actif. Les deux

instruments du marché des capitaux sont négociés sur des bourses organisées, avec certaines restrictions sur la négociabilité des instruments de la dette.

Les sukuk sont des instruments financiers similaires aux obligations et également aux actions conformes à la loi islamique. Depuis leur création en 2002, les marchés de Sukuks ont connu des taux de croissance spectaculaires qui ont attiré l'attention des investisseurs, des analystes et des chercheurs.

“Sukuks are certificates of equal value representing undivided shares in the ownership of tangible assets, usufructs and services or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activities.” Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)

Ce sont des certificats d'investissement islamiques, qui signifient la copropriété des ressources productives, appelées «actifs sous-jacents», où le revenu des sukukholders est généré par des échanges ou des investissements réels plutôt que par de simples prêts, et rémunéré par des profits plutôt que par l'intérêt. En tant que copropriétaires d'actifs productifs, les détenteurs de sukuk peuvent aussi bien en bénéficier qu'en encourir les pertes. Ils courent également le risque que les actifs soient endommagés ou détruit complètement.

Il y a trois exigences pour qu'un Sukuk soit considéré conformément à la charia : Premièrement, les certificats doivent représenter la propriété d'immobilisations corporelles, d'usufruits ou de services provenant des entreprises. Deuxièmement, les paiements aux investisseurs proviennent des bénéfices après impôt et troisièmement, la valeur remboursée à l'échéance doit suivre le marché actuel des prix de l'actif sous-jacent et non celui au montant initialement investi.

Les sukuks se présentent sous de nombreuses formes différentes, car les financiers ne sont pas limités à créer leurs propres variations. Cependant, fondamentalement, les parties prenantes d'une émission de Sukuks se limitent à l'entreprise (le débiteur ou l'initiateur), le véhicule à usage spécial (SPV) et les investisseurs qui achètent les Sukuks. Le SPV est une entité loin de la faillite, distincte de l'initiateur, qui délivre Certificat Sukuk.

Parmi les avantages du Sukuk, l'on cite ceux-ci : Sukuk est un capital échangeable produit du marché, offrant des taux fixes ou variables de moyen à long terme revenir. Il est évalué et noté par des agences de notation internationales, que les investisseurs utilisent comme guide pour évaluer les paramètres du risque / rendement d'un Sukuk. Il a des flux de revenus périodiques réguliers pendant la période d'investissement avec un règlement facile et efficace et une

possibilité d'appréciation du capital des Sukuk. Enfin, les sukuk sont des instruments liquides et négociables sur les marchés secondaires.

Le sukuk est un instrument financier qui partage les caractéristiques des obligations et des actions, qui sont émises pour financer le commerce ou la production de biens tangibles. Semblable à une obligation, le Sukuk a une date d'échéance et dans certains cas, le titulaire reçoit un revenu régulier sur la période et un ultime paiement à l'échéance. Alors que le prix des obligations conventionnelles est déterminé uniquement par la solvabilité de l'émetteur, le prix des Sukuk est déterminé par la solvabilité de l'émetteur et la valeur de l'actif sous-jacent. Le Sukuk est également similaire aux actions, dans le sens où il représente la propriété et aucune garantie d'un rendement fixe (au moins théoriquement sur le modèle standard de Sukuk) cependant les actions n'ont pas de date d'échéance. Le Sukuk doit également concerner un actif, un projet ou un service bien spécifique.

La spécificité des Sukuks réside dans la titrisation des actifs, grâce à laquelle les flux de trésorerie futurs émanant d'un actif sont convertis en flux de trésorerie actuel. Un sukuk peut être adossé à un actif existant et également à un actif futur en cours de création. Le sukuk peut être structuré comme (Sukuk Murabaha) qui constitue une propriété partielle d'une dette, (Sukuk Al Ijarah) qui est un actif soutenu, (Sukuk Al Istisna'a) qui est soutenu par le projet, (Sukuk Al Musharaka) qui est une entreprise soutenue ou (Sukuk Al Istithmar) qui est un investissement. Du point de vue strict de la charia, les certificats ne sont pas négociables à un prix autre que la valeur nominale, comme tout argent généré de la détention d'argent est considérée comme intérêt – ce qui est interdit-, la plupart des instruments de sukuk sont détenus jusqu'à leur échéance. Par conséquent, le marché secondaire existe bien mais a des métiers limités.

La prise de risques est l'une des conditions requises pour réaliser des bénéfices légaux en Islam. Une autre exigence est de partager les profits et les pertes. Un agent économique (bancaire ou non) ne peut réclamer une part du revenu généré par un investissement qu'il aide à financer, sans assumer la responsabilité de son résultat, c'est incompatible avec la philosophie de l'islam. Le revenu doit être gagné, sinon par effort, au moins en prenant des risques.

En règle générale, les sukuk sont classés en «Trade Based» et «Participatory», selon qu'ils soient émis pour financer le commerce ou l'investissement. À la suite de quelques récents dysfonctionnements d'un certain nombre de sukuk, une nouvelle classification est entrée en

vigueur distinguant les Asset Based sukuk et les Asset Backed sukuk : des sukuk «basés sur des actifs» et d'autres «adossés à des actifs».

Au premier type de sukuk, le principal est couvert par la valeur en capital de l'actif, mais les rendements et les remboursements aux détenteurs ne sont pas directement financés par ces actifs. Quant au second, le principal est couvert par la valeur en capital de l'actif, mais les rendements et les remboursements aux détenteurs de Sukuk sont directement financés par ces actifs.

Ces dysfonctionnements de certains sukuk ont eu lieu au lendemain de la crise financière de 2007-08 et sont survenus comme par surprise. Il semblerait que peu d'investisseurs étaient conscients des différences entre les Sukuk «fondé sur des actifs» et ceux «adossé à des actifs» et aux implications de leurs différences sur la protection de leurs détenteurs. Un examen plus approfondi montre que la légère distinction dans la dénomination du sukuk cache des différences beaucoup plus importantes.

C'était la première fois qu'un sukuk "faisait défaut" dans l'histoire moderne. Cependant, tous les défauts de paiement se limitaient à la catégorie «basés sur l'actif». En conséquence, les investisseurs se demandaient non seulement pourquoi le sukuk a fait défaut, mais pourquoi en particulier l'Asset Based Sukuk et non l'autre.

Les Sukuk adossés à des actifs impliquent d'accorder à l'investisseur (détenteur de Sukuk) une part d'un actif tangible ou d'une société, avec une part correspondante du risque total (c'est-à-dire une part proportionnelle à sa propriété). Dans cette structure, il y a une véritable transaction de vente, où l'initiateur vend les actifs sous-jacents à un véhicule à usage spécial (SPV) qui détient ces actifs et délivre les Sukuk soutenus par eux. Les acheteurs de Sukuk n'ont aucun recours à l'initiateur si les paiements sont inférieurs à la normale.

Une véritable vente implique que les actifs de l'émetteur ne seront pas ajoutés aux actifs de l'initiateur en cas de défaillance et de liquidation. Le détenteur de Sukuk doit assumer toute perte en cas de dépréciation des actifs des Sukuk. Les Asset Backed Sukuk sont donc plus proches des capitaux propres que des dettes et, pour cette raison, pas si populaire sur le marché des offres Sukuk.

D'autre part, les sukuk basés sur des actifs, impliquent que l'émetteur achète les actifs sous-jacents, puis les investisse, les échange ou les loue pour le compte des investisseurs (détenteurs de Sukuk), en utilisant les fonds levés par les certificats (Sukuk). Cette structure, le plus souvent, prend la forme d'une vente en gros à l'initiateur et est incorporée avec une promesse de l'initiateur de racheter les actifs sous-jacents à l'échéance. Dans cette structure,

les détenteurs de Sukuk ne peuvent exiger que l'initiateur rachète les sous-jacents. En tant que tel, les détenteurs de Sukuk ont une créance non garantie contre l'initiateur, incarnée dans le paiement du prix d'achat, suite à l'exécution de la promesse d'achat ferme. Cela implique que les détenteurs de Sukuk n'ont pas pleinement recours aux actifs sous-jacents et les actifs sous-jacents ne sont pas utilisés comme garantie. Les Sukuks basés sur les actifs n'accordent à leurs détenteurs que la propriété d'en bénéficier, de sorte qu'en cas de défaut, les investisseurs se retrouvent sans aucune créance sur ces actifs. Dans cette structure, l'initiateur transfère généralement aux investisseurs uniquement le droit de bénéficier de l'émetteur SPV. Contrairement à la charia qui stipule un transfert effectif des actifs aux détenteurs de Sukuk. En effet, les Sukuks basés sur des actifs étaient structurés comme des instruments de dette, sous prétexte que 'c'est ce que recherchaient les investisseurs' et parce que 'C'est ce que le marché voulait'. Une autre raison de se reproduire comme une dette, était que les émetteurs voulaient lever des capitaux sans avoir à vendre des actifs. Les investisseurs, quant à eux, ne souhaitaient pas devenir propriétaires d'actifs et d'en assumer les risques de propriété. Ils souhaitaient des instruments de type obligataire, avec un revenu et des garanties de capital. Ils voulaient que leurs profits soient garantis et donc de gagner sans prendre de risque ! Afin de permettre aux initiateurs et aux investisseurs de réaliser leurs objectifs respectifs, un type spécial de titrisation était donc nécessaire. Vendre les actifs sous-jacents aux investisseurs par le biais d'une véritable vente, requise par la charia, n'atteindrait pas les objectifs des initiateurs et les investisseurs. Il fallait un type de vente qui permettrait aux initiateurs de vendre les actifs sous-jacents aux investisseurs et en même temps leur permettre (aux initiateurs) de conserver la propriété légale du actifs ainsi vendus.

2. Comparaison des Sukuks islamiques aux titres conventionnels

2.1 Actifs adossés aux titres conventionnels (Asset Backed Securities) Vs Actifs adossés au Sukuks (Asset Backed Sukuk) :

La finance éthique islamique est un système financier alternatif qui est à la fois universel (c'est-à-dire non limité aux pays à majorité musulmane) et parallèle au régime économique existant. Comprendre les opportunités de cette finance éthique nécessite une exploration de l'ingénierie derrière le financement adossé à des actifs, car cela met en évidence les différences dans la philosophie sous-jacente de la finance islamique par rapport au système financier conventionnel.

Dans un système financier typique, un rendement supérieur nécessite un risque plus élevé. Une institution financière ou un agent économique qui investit de l'argent, s'attend à une compensation financière supérieure, plus il perçoit le risque. L'idée derrière les ABS (Asset Backed Securities) qui ont précipité la crise financière mondiale de 2008, était celle où, des taux de rendement plus élevés étaient maintenus sans risque sous-jacent, mais en réalité, le risque apparent était tout simplement obscurci. Cependant, les titres adossés à des actifs en tant qu'instruments financiers dans le système de financement conventionnel, sont basés sur des principes différents de ceux utilisés dans la finance islamique.

Les actifs qui constituent la base d'une obligation conventionnelle, proviennent du remboursement de la dette, comme les prêts étudiants ou les hypothèques. En d'autres termes, les actifs sous-jacents aux ABS² sont des flux de revenus provenant de personnes endettées auprès d'institutions financières, qui sont ensuite regroupés dans un autre type d'investissement pour être vendus ultérieurement. En période de crise passée, les plus connus étaient les «titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles», créés par des banques qui n'ont pas correctement filtré les demandeurs de prêts. Les indicateurs normaux de solvabilité ont été négligés, ce qui exposait chaque emprunteur à un risque plus élevé de défaut de paiement. Cela était particulièrement vrai, étant donné l'environnement de baisse des prix des logements. Cependant, le processus de regroupement de ces prêts en une obligation composite a masqué leur risque sous-jacent.

Le caractère délibéré de cette obstruction est mis en évidence par la façon dont ces ABS ont été davantage structurés et regroupés en titres de créance garantis (CDO). Cela impliquait de diviser l'obligation en différentes catégories de risques où certains détenteurs d'obligations supporteraient les pertes avant d'autres. La tranche la plus élevée de ces tranches était ensuite commercialisée en tant qu'investissements sûrs. L'hypothèse de base derrière ces CDO était que les prix des logements ne baisseraient jamais et que les banques continueraient de recevoir le remboursement des prêts louches qu'elles avaient consentis. Cela a rendu les obligations résultantes beaucoup plus attrayantes qu'elles ne l'auraient été autrement et les a effectivement qualifiées pour être achetées par des fonds de pension et d'autres investisseurs averses au risque.

² Asset Backed Securities : Un titre adossé à des actifs, est un titre d'investissement (une obligation) qui est garanti par un pool d'actifs, tels que des prêts, des contrats de location, des dettes de carte de crédit, des redevances ou des créances.

En revanche, un sukuk adossé à des actifs, ou une obligation islamique, est conçu selon les principes de la finance éthique. Les sukuks adossés à des actifs impliquent le transfert de propriété d'une partie d'un bien tangible ou d'une partie d'une entreprise. Quatre grands principes qui sous-tendent la finance éthique sont: le **partage des risques** : «une répartition symétrique du risque / rendement que chaque partie à la transaction peut rencontrer»; **matérialité** : « une transaction financière doit avoir une finalité matérielle , c'est-à-dire qu'elle soit directement ou indirectement liée à une transaction économique réelle »; **l'équité** : «une transaction financière ne doit pas conduire à l'exploitation d'une partie à la transaction»; et **l'évitement des industries contraires à l'éthique**.

Un autre principe important lié à la finance islamique est l'interdiction du Gharar, qui est l'incertitude évitable. Cela interdit les instruments tels que les instruments financiers dérivés, les contrats à terme et les accords futurs. Bien que cela puisse sembler une restriction indue, les instruments dérivés tels que les swaps sur défaillance de crédit (Credit Default Swaps), ont été utilisés comme une sorte d'assurance contre les CDO³ défaillants, ce qui faussait davantage le risque réel de ces investissements.

Le sukuk adossé à des actifs ressemble donc davantage à une structure de type actions. Lorsque des investissements comme celui-ci sont conçus selon les principes éthiques inhérents à la finance islamique, le partage des risques et des rendements encourage une perspective à plus long terme pour les investissements et les décisions commerciales. Ceci étant, dans le cas où l'initiateur fait faillite en cours d'émission des Sukuk adossés à des actifs, le détenteur a un droit objectif sur les actifs spécifiquement utilisés pour cette émission (prioritaire par rapport aux autres créanciers). Cependant, étant donné que les détenteurs de sukuk seront affectés par la perte du même actif spécifique en cas de destruction ou d'actualisation de cet actif, ces titres peuvent être considérés comme similaires aux actions, où le principe de partage des profits et des pertes prime.

Le système financier islamique est donc principalement considéré comme un système financier adossé à des actifs, reliant chaque créance financière à un actif réel qui lui est convenu. Dans le système financier islamique, chaque créance financière est considérée comme une créance dépendante, dont le rendement ou la performance dépend du rendement

³ Collateralised Debt Obligation : Ce sont des titres représentatifs de portefeuilles de créances bancaires ou d'instruments financiers de nature variée, utilisés dans l'objectif de se défaire du risque de crédit et regroupés en tranches selon le risque encouru.

ou de la performance d'un actif réel. Une attitude de laisser-faire à l'égard de la réglementation au cours des trente dernières années a été la cause directe de l'augmentation des investissements et des financements axés sur les gains à court terme. C'est l'une des principales raisons de l'instabilité structurelle du système financier mondial, au cours des trente dernières années.

L'examen des différences dans la signification de «adossé à des actifs» dans le financement conventionnel et dans son homologue participatif, met en évidence leurs différentes approches de la surveillance. Dans le financement conventionnel, la relation avec la surveillance se caractérise par des affrontements avec les régulateurs, des tentatives de tromperie ou des collusions pour contourner l'esprit de la loi. Tandis qu'en finance islamique, des principes judicieux sont suivis dès les premières étapes de l'ingénierie et tout au long du marketing et des ventes. L'universalité de la finance islamique provient de ses principes qui mettent l'accent sur le développement social, la planification à long terme et la compréhension que les retours supranormaux conduisent vers une instabilité systémique.

2.2 Aspects de différence entre Sukuk islamiques et obligations classiques :

Il a été mentionné plus haut que les titres islamiques ont certaines similitudes avec les obligations conventionnelles en termes de méthode opérationnelle. Cependant, en termes de contenu et de nature, ils sont fondamentalement différents. Les obligations classiques sont généralement conçues selon un contrat de prêt avec intérêt ; les titulaires n'ont aucun droit sur la propriété des actifs réels et des activités économiques ainsi que les bénéfices qui en découlent, ils reçoivent juste un intérêt fixe ou parfois variable aux dates d'échéance. Dans le cas des titres islamiques, les détenteurs partagent la propriété des actifs réels et des activités économiques ; ainsi, tout profit des projets et activités les affecte. Dans ce cas, le profit est affecté par la section réelle de l'économie

Avant tout, il est primordial de rappeler que les actifs sous-jacents sont différents en obligations, par rapport aux Sukuks. En général, ce que le terme «actif» suggère dans l'émission d'obligations, y compris les biens matériels et immatériels, concerne les créances en suspens ou les liquidités servant de support et de garantie à l'émission de ces obligations. «Actif» dans le processus d'émission des Sukuks (Sukuks adossés à des actifs) suggère des actifs corporels et tangibles convertis en ces types de titres, détenus par les détenteurs de Sukuk; tandis que cela n'est pas considéré comme une garantie pour le principal et le profit qui en résulte.

Ainsi, l'actif appartenant à l'émetteur d'obligations conventionnelles, qui est considéré comme une base pour une telle émission, est appelé «actif sous-jacent», car il constitue la base des obligations émises. Cependant, ces obligations émises seront séparées de ce sous-jacent.

Alors que dans le financement islamique et en termes de Sukuks (adossés à des actifs), les actifs sous-jacents sont considérés comme la base de l'émission de titres islamiques et les Sukuk sont exactement considérés comme l'acte de propriété expliquant ce type d'actif. Par exemple, dans Ijarah (Sukuk basé sur un bail), les actifs sous-jacents sont les actifs vendus au SPV, sur la base desquels le SPV émet des Sukuk et les détenteurs de Sukuk sont considérés comme les propriétaires directs de l'actif sous-jacent. Ici l'actif même est le soi-disant «actif sous-jacent ».

Les similitudes entre les Sukuk et les obligations peuvent être considérées comme leur liquidité sur le marché secondaire, leur crédit étant noté par les agences de notation et la variété de leur conception et de leur offre. Cependant, les Sukuk diffèrent des obligations classiques courantes des marchés financiers sur sept aspects, ce qui affecte leur niveau de performance et de rendement :

Premièrement, les Sukuk indiquent la propriété d'un certain actif, tandis que les obligations ne sont que l'indication d'une dette, c'est-à-dire que la relation entre l'émetteur et l'acheteur d'obligations ressemble à la relation entre le prêteur et l'emprunteur. L'émission d'obligations est garantie par de l'argent (une créance en suspens) ; tandis que les Sukuk sont délivrés grâce au soutien d'actifs tangibles et réels. Bien entendu, la relation des personnes avec les actifs corporels est basée sur la propriété ; mais ce n'est pas le cas dans la pratique. Les propriétaires de sukuk n'ont aucune interférence dans le processus de gestion et de contrôle de l'actif, ils ne sont pas informés des calculs de l'émetteur, le résultat en général est que, il y a une possibilité que l'efficacité du Sukuk soit diminuée.

Deuxièmement, les actifs relatifs aux Sukuk doivent être autorisés et tangibles selon la définition de la charia ; tandis que les obligations classiques pourraient être adossés à des actifs incorporels et même non acceptés par l'islam.

Troisièmement, la validité des titres classiques dépend de l'émetteur et se mesure à son crédit ; tandis que la validité des Sukuk dépend de la valeur des actifs qui les soutiennent. Par conséquent, si nous analysons les titres islamiques au regard des actifs sous-jacents, l'acheteur doit faire ses propres recherches afin de s'assurer que le détenteur est vraiment le propriétaire du Sukuk (indication de l'actif sous-jacent), de plus, l'acheteur doit vérifier l'actif sous-jacent pour voir si sa valeur réelle correspond à la valeur du Sukuk qu'il achète.

Quatrièmement, la vente de Sukuk sur le marché secondaire est similaire à la vente de la propriété d'un actif. Cependant, la vente d'obligations est considérée comme la vente d'un ensemble de «droits de propriété» qui a une valeur en soi.

La cinquième différence est que les Sukuk sont, d'après leur définition, un type de contrat et de partenariat civil qui se traduit par la copropriété des personnes sur les actifs sous-jacents. Bien sûr, ce type de structure de copropriété sukuk, justifié sous forme de partenariat civil, sera suivi d'une réduction de l'efficacité économique de ces titres. Par exemple, dans le partenariat civil, il est important que les partenaires se connaissent bien, car ce type de partenariat est considéré comme l'entreprise individuelle. Alors que les personnes qui achètent des Sukuk ne se connaissent pas et doivent payer pour une telle identification. Cela augmente les coûts de transaction et est considéré comme une menace pour l'efficacité économique de ces titres.

Bien sûr, comme mentionné précédemment, les Sukuks sont uniquement théoriquement de base contractuelle et sont considérés comme un titre de propriété. En pratique, ils ne sont pas décrits comme une propriété du moment que les détenteurs n'ont pas le droit de posséder, de partitionner ou de gérer l'actif sous-jacent ; et, ils n'ont pas le droit de vote pour décider des questions liées aux actifs. Ils ont juste le droit de recevoir le principal et le bénéfice prévu pour la sécurité. Ainsi, on pourrait suggérer que ces titres sont nés par contrat et négociés sous la forme d'un ensemble de droits de propriété.

Sixièmement, le détenteur de Sukuk partage les profits et les pertes de l'émetteur ; tandis que le détenteur d'obligations partage simplement le bénéfice. Cependant, contrairement à ce qui était théoriquement considéré comme souhaitable dans l'invention des Sukuk, il a même été constaté que les obligations conventionnelles sont offertes au public, étiquetées comme islamiques (Farooq M.O 2012). On pensait principalement que le système d'obligations fondé sur les intérêts sera remplacé par un système de partage des pertes et profits, à travers les Sukuk, les parties partagent également théoriquement les profits et les pertes, mais en pratique, si le projet est rentable, les investisseurs reçoivent juste un montant à titre de profit et en cas de faillite de l'entreprise, le risque financier ne sera imposé qu'aux investisseurs, et l'entreprise perd tout simplement ses effectifs.

La septième différence est que l'émission d'obligations impose un risque aux institutions emprunteuses, tandis que le système d'émission des sukuk (sukuks adossés à des actifs) impose le risque aux investisseurs et aux financeurs. Les résultats d'une étude montrent que le

risque total imposé dans ce dernier cas est supérieur au total des risques résultant de la faillite de ceux qui émettent des obligations (Abdullah, Abdul Karim 2018).

Les émetteurs de Sukuk transfèrent également le risque aux assureurs, par le biais de contrats d'assurance. Il n'y a donc pas de différence entre les deux titres, à cet égard également. De cette façon, la différence de structure de ces deux catégories de titres est simplement théorique. Economiquement il n'a pas été relevé de différence fondamentale entre les deux. Dans la structure Sukuk (Sukuk basé sur l'actif), ces titres représentent la propriété proportionnelle et simultanée d'actifs existants, ou un ensemble de divers actifs qui sont considérés comme des garanties contre les flux de trésorerie actuels ou futurs dérivés de ces actifs, pendant une certaine période.

2.3 La performance des Sukuks comparée aux obligations conventionnelles :

En termes de performance financière (Figure n°1), les sukuk ont enregistré l'une des meilleures performances de toutes les classes d'actifs à revenu fixe mondiales au cours des cinq dernières années. Au 31 octobre 2019, l'indice Dow Jones Sukuk Total Return affichait une performance cumulative de 10,14%, tandis que l'indice S&P Global High Yield Sukuk affichait un rendement de 11,75%. Comparé à l'indice S&P Global Developed Aggregate ExCollateralized Bond, l'indice Dow Jones Sukuk Investment Grade Total Return a surperformé de plus de 300 points de base au cours de la même période.

Figure n°1 : Comparaison de la performance entre les Indices financiers des titres classiques et islamiques



Source: S&P Index Education

Cette solide performance ajustée au risque est attribuée à un certain nombre de facteurs inhérents aux sukuk, notamment la qualité de la plupart des émetteurs de sukuk et les caractéristiques du processus de titrisation de ceux-ci.

3. L'intermédiation financière, entre l'émission des Sukuks et les titres financiers conventionnels

3.1 Rôle de l'entité à usage spéciale (Special Purpose Vehicle) :

Les intermédiaires financiers jouent le rôle important de liaison entre les agents à besoin de financement et ceux à capacité de financement, ils réduisent les coûts de conversion et rendent les déposants, les preneurs de prêts et les petits investisseurs capables de bénéficier des marchés financiers. Traditionnellement, les intermédiaires des titres financiers sont des entités juridiques chargées de conserver les titres appartenant aux investisseurs dans leurs systèmes, parfois, ils en deviennent eux-mêmes propriétaires. Connu sous le concept d'intermédiaire dans le système indirect de propriété. En finance islamique, l'intermédiation étant caractérisée par la propriété directe, l'intermédiaire est différent au système d'émission des titres islamiques, et n'en sera pas le propriétaire légal, mais sera plutôt et simplement chargé de les conserver.

Le concept de SPV (véhicule / entité à usage spécial) dans le cas de Sukuk est différent du concept d'intermédiaire comprenant des courtiers et des sociétés de dépôt. En tant qu'agent pour l'émission de divers types de Sukuk, SPV est la seule institution capable de cette émission. L'initiateur, qui avait l'intention d'émettre des titres pour son propre financement, doit le faire uniquement par l'intermédiaire du SPV. Le SPV joue donc un rôle réciproque de mandataire. D'un côté, il est considéré comme un proxy pour l'initiateur pour certains problèmes ; et pour certaines autres questions, il agit en tant que mandataire des porteurs de titres. Il agit généralement au nom de l'initiateur avant l'émission de Sukuk et au nom des investisseurs après l'émission et le transfert de Sukuk aux investisseurs.

Bien qu'aucun mandat distinct ne soit conclu entre le SPV et l'initiateur quant à l'exécution des activités de ce dernier, des questions telles que l'agent de vente contractuel et le teneur de marché, impliquent l'attribution d'une sorte de proxy implicite au SPV, par les émetteurs. Après le transfert des titres aux investisseurs, le SPV se présente comme un proxy pour les détenteurs de Sukuk en termes de conclusion de contrats, liés à l'actif sous-jacent ; tandis qu'il transfère les Sukuk à leurs détenteurs. Cela autorise le SPV à prendre des mesures concernant la conclusion de contrats tels que les contrats d'achat, de location et de garantie, etc... après

l'émission de Sukuk. Le SPV agit également pour la réception et la distribution des bénéfices entre les détenteurs de Sukuk, proportionnellement au principal.

3.2 La solvabilité en cas de défaillance des intermédiaires financiers :

Dans un système basé sur l'intermédiation financière et la détention indirecte, le risque de faillite de l'intermédiaire reste inhérent, et indissociable à la nature de son activité. Cependant, en ce qui concerne les Sukuks et en supposant la faillite de l'intermédiaire, ce risque n'a pas lieu d'être, exactement car la détention dans le système de Sukuk est principalement directe et non indirecte, comme au système classique.

Autrement dit, en supposant la faillite d'un intermédiaire, la question sur la priorité entre les créanciers intermédiaires et les clients se pose. Nombreux sont les pays qui n'y ont pas répondu. La Corée, le Japon et l'Allemagne sont considérés comme seul pays de droit civil, ayant des réglementations à cet égard. En Corée, la question a été renvoyée à la «Securities and Ex-change Act». En conséquence, le client est connu comme le propriétaire ultime des titres, et non les intermédiaires.

Ainsi, en cas de faillite de l'intermédiaire, les clients ont priorité contre les créanciers de l'intermédiaire. Comme il n'existe pas de loi explicite, aucune affirmation ne peut être faite en termes de priorité des clients, mais il semble qu'une séparation s'impose : lorsque l'intermédiaire ne bénéficie pas des titres en sa possession, les clients ont priorité sur les créanciers de l'intermédiaire, car l'intermédiaire agit uniquement en fiducie et en détenteur de titres. Cependant, dans les cas où l'intermédiaire est le véritable propriétaire des titres, cela ne pourrait pas être affirmé que les clients sont prioritaires aux créanciers de l'intermédiaire. Il en va sans dire que, dans ce cas, les créanciers de l'intermédiaire ont priorité sur les clients, car l'intermédiaire détient les titres et les droits légaux

En finance islamique, le problème ne concerne pas exactement les titres en sukuk, car parmi les droits et obligations fixés pour l'institution intermédiaire (SPV), nous pouvons également faire référence à la vente et à la location de ces actifs appartenant aux propriétaires de Sukuk, selon le cas. Cependant, l'institution intermédiaire n'a pas de propriété simultanée avec le détenteur de titres sur les actifs, de sorte que, toute réclamation probable par une autre personne ou un autre créancier, à l'exception des détenteurs de sukuk, serait prévenue. Ainsi, aucun différend survenu entre les créanciers de l'intermédiaire (SPV) et les détenteurs de Sukuk ne serait probable. Bien sûr, dans le cas où Sukuk a été prévu dans un système de détention indirect, ces obligations posent également le même problème et la solution susmentionnée pour les obligations classiques est également applicable.

Toutefois, en ce qui concerne les Sukuks, la question peut se poser en cas de faillite de l'initiateur, lequel des créanciers de l'initiateur ou des détenteurs de sukuku a la priorité ? La réponse est que, pour convertir des actifs en titres à travers l'émission des sukuku, les actifs éligibles doivent d'abord être séparés de la société d'origine et transférés vers un véhicule / entité à usage spécial (SPV) qui est généralement une société à responsabilité limitée. Le transfert de l'actif au SPV supprime tous les risques liés aux actifs de la société d'origine ; tandis que les risques sont transférés au SPV. De plus, les détenteurs de Sukuk deviennent également sûrs que tous les droits fondés sur des actifs leur appartiennent et aucune autre personne ne serait responsable d'aucune réclamation à cet égard.

Toutefois, si l'actif avait été inclus dans le bilan de la société d'origine et non transféré à un SPV ; les créanciers de l'initiateur auraient également pu être réclamés pour ces biens.

En outre et à titre d'exemple dans les Sukuk fondés sur des baux / location-financement (lease based Sukuk), les détenteurs de Sukuk ont des droits objectifs sur l'actif sous-jacent et les Sukuk sont théoriquement considérés comme un titre de propriété, par conséquent, un différend entre les créanciers de l'initiateur et les détenteurs de Sukuk est fondamentalement refusé.

En termes de performance, nous pouvons conclure par dire, qu'en acceptant la perspective qui considère les Sukuk comme étant adossé à des actifs, l'un des défis auxquels l'émission de Sukuk est confrontée est que les actifs sous-jacents doivent être tangibles. Cependant, la sélection mêmes des actifs en question est également restreinte. Le problème se traduit alors par un ralentissement de la procédure de financement des entreprises. Cependant, et bien que les Sukuku soient considérés comme une invention dans le domaine du financement islamique, économiquement, ils n'ont pas de fonction d'obligations.

Certains groupes considèrent que l'inefficacité des Sukuk découle du non-respect des normes existantes dans leur publication. En effet, la différence entre les Sukuku idéaux et ceux émis en réalité est à un niveau tel que, selon un rapport (2008) de l'Organisme de comptabilité et d'audit pour les institutions financières islamiques (AAOIFI), 85% des Sukuk émis (jusqu'en 2008) n'ont pas réussi à respecter les normes connexes définies. Par exemple, la propriété légale des actifs n'a pas été transférée aux acheteurs de Sukuk. La raison en est que, les vrais sukuku n'ont aucune efficacité économique pour les émetteurs, ce qui les rend proches des obligations conventionnelles. Par exemple, en considérant les Sukuk (al-ijarah) fondés sur des baux, nous pouvons voir qu'ils sont conçus de manière à ce que les détenteurs reçoivent un

montant de location aux dates d'échéance. Cependant, en réalité, le montant ne reflète aucunement la location de l'actif visé de Sukuk.

Il s'agit plutôt du taux d'intérêt de ce qui a été investi par l'acheteur pour l'achat de ces obligations ou par exemple si les actifs considérés comme base d'émission de Sukuk sont deux actifs différents, généralement sur le marché, deux loyers différents sont censés être précisés, cependant, on constate que le montant est identique pour différents Sukuk en fonction de différents actifs; et, la base pour le spécifier devient proche du taux d'intérêt. Une telle approche est problématique en termes d'économie de marché. Dans ces conditions, par exemple, un bien immobilier étant la base d'émission de Sukuk, connaissant une augmentation de loyer, il est possible que le profit des détenteurs soit réduit simplement en raison de la baisse du taux d'intérêt des marchés internationaux (Al-Bashir & Al-Amine 2008).

Une autre supposition concerne le cas où la valeur de l'actif utilisé comme base pour l'émission de Sukuk est fluctuante et peut être diminuée, ce qui devrait normalement affecter et réduire les droits des détenteurs de Sukuk ; cependant, on constate que leur profit reste intact.

Conclusion

Le marché mondial des sukuk a connu une croissance fulgurante depuis 2013. Les sukuk libellés en dollars américains ont connu un taux de croissance annualisé composé de près de 18%, tiré par une augmentation en émission de titres souverains et supranationaux, ainsi qu'une forte demande des investisseurs pour des titres conformes à la charia, pour leur stabilité et leur résilience face aux crises financières.

Toutefois, malgré l'attrait universel potentiel pour la finance islamique, il reste des obstacles importants à sa mise en œuvre généralisée, sur lesquels l'industrie devra se concentrer, ainsi que des vulnérabilités qui doivent être traitées de toute urgence, afin que la finance islamique soutienne la croissance dans le prochain avenir. Il s'agit notamment d'un manque de normes juridiques et comptables mondiales et de régimes réglementaires conservateurs, ainsi que de l'absence de soutien local dans les pays musulmans. Ces questions doivent être abordées avant que le financement basé sur les principes éthiques islamiques ne soit remis en question. Plutôt que de passer en gros à un système de financement entièrement différent, il y a maintenant un espace émergent pour les systèmes parallèles. Les pays dotés d'un solide état de droit possèdent le potentiel de règles régissant les banques conventionnelles et islamiques, les

marchés des capitaux et les assurances. Dans ce système, les questions de financement dépasseraient le simple taux de retour sur investissement superficiel, et aideraient plutôt les investisseurs à comprendre comment leurs investissements individuels peuvent accroître le bien-être économique global de la société et participer au maintien de la stabilité financière mondiale.

Sur ce, le Conseil des services financiers islamiques (IFSB : Islamic financial service board), souligne un certain nombre de défis à relever pour assurer le renforcement de la stabilité financière du système bancaire islamique et en partant, le système financier dans sa globalité. Parmi les défis identifiés l'on cite ; le développement d'une infrastructure de gestion de la liquidité, la mise en place de normes prudentielles intersectorielles complètes et d'un cadre de surveillance couvrant les opérations bancaires islamiques, le Takaful⁴ et le marché des capitaux, l'amélioration du cadre de gestion et de résolution des crises, les rapports financiers pour faciliter le suivi et l'évaluation efficaces des institutions financières islamiques et l'élaboration du cadre de surveillance macro prudentielle et de l'analyse de la stabilité financière.

Ce n'est qu'une fois les défis relevés que l'on aura droit de se demander si la finance islamique pourrait servir de rempart face aux crises financières ? Ou même d'alternative au système financier conventionnel (Chakir, C 2019) ? Ayant fait preuve de défaillance à maintes reprises.

⁴ C'est une alternative «éthique» au système d'assurance classique, l'assurance Takaful est un produit financier qui se caractérise principalement par sa conformité aux exigences morales régies par la loi religieuse, la charia.

BIBLIOGRAPHIE

Abdul Karim, A. (2018) « Overcoming Weaknesses in Sukuk: Toward Risk-sharing Instruments in Islamic Finance » Pluto Journals Février 2018.

ACCA. (2013) « Islamic finance – theory and practical use of Sukuk bonds ».

Al-Bashir, M & Al-Amine, M. (2008) « Sukuk Market: Innovations and Challenges, Islamic Economic Studies » Vol.15, No.2.

Barzel, Y. « Economic analysis of property rights », Deuxième édition, Cambridge University press, p.12.

Chakir, C. (2019) « L'impact de la crise financière sur le comportement des intermédiaires financiers - Entre l'approche conventionnelle et l'approche participative - » Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit. Vol. 4, No. 9.

Dinar, B. & Joudar, F. (2020) « L'imposition des produits islamiques : Un enjeu majeur » Revue Internationale des Sciences de Gestion, Vol. 3 No 1.

Emir, S. (2013) « A Comparative Analysis between Asset Based and Asset Backed Sukuk: Which One is More Shariah Compliant? » International SAMANM Journal of Finance and Accounting Vol. 1, No. 2.

Fiona, T. (2009) « The Fat Years: The Structure and Profitability of the U.S. Banking Sector in the Pre-Crisis Years » Cambridge Journal of Economics 33.

Islamic Finance news Investors Report (2020) « The Development of the Global Sukuk Market from an Indexing Perspective ».

Mohammad, O F. (2012) « Exploitation, Profit and the Riba-Interest Reductionism », International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 5 Iss: 4

Pegah, Z. (2017) « An Introduction to Islamic Securities (Sukuk) » Uppsala Faculty of Law Working Paper 17:2.

Randall, D. « Derivatives Markets: Sources of Vulnerability in U.S. Financial Markets» Epstein edition, Financialization of the World Economy, 149–180.