

LES SUKUK : FONDEMENTS, ETATS DES LIEUX ET PERSPECTIVES

FATIMA EL MORABIT

Doctorante à la Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Agdal-Rabat, Université Mohamed V

FATIMA ZAHRA ACHOUR

Professeur Habilitée à la Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Kénitra, Université Ibn TOFAIL

MOHAMED BOUSSETTA

Professeur de l'Enseignement Supérieur à la Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Agdal-Rabat, Université Mohamed V

mboussetta11@gmail.com

RESUME

Les sukuk sont considérés comme l'instrument financier le plus innovant de la finance islamique, dénommée ci-après, finance participative. Celle-ci a connu une évolution considérable à travers le monde avec un impact certain et une grande influence sur les différentes transactions économiques et bancaires. Depuis les années 2000, le marché sukuk connaît des évolutions fulgurantes, et occupe une place capitale dans l'industrie financière.

L'objectif principal de cet article est de participer, par l'intermédiaire d'une analyse de la littérature théorique, à mieux comprendre et à montrer l'importance des sukuk, tout en présentant d'une façon simplifiée leurs principes de base, leurs caractéristiques et les principales formes de structures, ainsi que leur évolution et développement.

MOTS CLES : Finance Islamique, Sukuk, AAOIFI, Obligations conventionnelles.

ABSTRACT

Sukuk is considered to be the most innovative product of islamic finance, which has evolved considerably around the world, with an impact and a great influence on the various economic and banking transactions. Since the 2000s, the sukuk market has grown rapidly, it's one of the most dynamic sectors and occupies a prominent position as the key player in the islamic finance industry.

The main objective of this paper is to participate, through an analysis of the theoretical literature, to better understand and clarify the importance of this financial instrument while presenting in a simplified way the basic principles, characteristics and the main forms of sukuk structures, as well as their evolution.

KEYWORDS : Islamic Finance, Sukuk, AAOIFI, conventional bonds.

1- INTRODUCTION GENERALE :

La finance participative dont l'origine remonte à l'avènement de l'islam est un concept qui a toujours suscité l'intérêt de tout le monde ; elle a déjà évolué de façon significative, et a connu une importante expansion ces dernières décennies. Basée essentiellement sur Fiqh Al-Muamalat¹, la finance participative est en train de se développer et de se populariser de jour en jour. Par ailleurs, le fait qu'elle repose à la fois sur le partage des pertes et profits, et l'investissement à long terme, fait d'elle une matrice spécialement adaptée et concomitant aux besoins et à la conjoncture économique actuelle.

L'engouement pour cette finance avait non seulement touché que les dirigeants politiques ou les financiers, mais aussi les chercheurs et les acteurs de formation continue, les journalistes ainsi que l'opinion publique. La finance participative a progressé à un rythme annuel de 10% à 15% au cours des dernières décennies [1]. Elle est constituée de plus de 395 institutions à travers le monde [2].

Toutefois, le marché de la finance participative en 2016 se chiffrait à 2 trillion de dollars en actifs², avec un montant de 1,451 trillion de dollars concernant les banques islamiques, 38 milliards de dollars pour le secteur Takaful (assurance), et les sukuk (obligations) en circulation pour un montant de 342 milliards de dollars, les fonds islamiques pour 66 milliards de dollars et les autres institutions financières pour 106 milliards de dollars [3]. Selon Thomson Reuters, le total des actifs de la finance participative devrait atteindre 3,5 trillion de dollars d'ici 2021.

Le CCG (Conseil de Coopération du Golfe) demeure le leader régional de cette finance avec des actifs totalisant 922 milliards de dollars [4]. Plusieurs autres pays essayent de développer cette finance tels que, les Maldives, le Sri Lanka, Hong Kong, ...etc., notamment quelques pays en Afrique tels que le Niger et le Kenya qui ont récemment émis de nouveaux règlements portant sur les sukuk et qui prévoient d'émettre leur premier sukuk souverain dans un proche avenir [5]. En effet, l'Afrique du Sud, le Sénégal, la Côte d'Ivoire, le Togo ou encore la Mauritanie ont déjà effectué des émissions de certificats sukuk [6]. Ces derniers constituent une source alternative aux obligations classiques, apportant des solutions de polyvalence importantes, et répondant aux besoins de tous les agents économiques et/ou des investisseurs qui ont besoin de disponibilité monétaire, à moyen et à long terme.

Le marché des sukuk suscite un intérêt croissant, en tant qu'option alternative de financement, de la part des institutions souveraines, nationales et multinationales, issues des économies avancées, émergentes et en développement ; dans le but de financer des investissements dans un large éventail d'activités économiques et de projets de développement [7].

Vu l'importance de cet instrument financier, qui reste une innovation majeure dans la finance participative, nous avons préférés y voir une opportunité et essayer de faire une étude approfondie de cette classe d'actifs, en plein essor. Cet article se propose donc de contribuer à l'étude des sukuk, tout en offrant une vision quasi exhaustive de cet instrument, afin de mieux comprendre son mécanisme de fonctionnement.

¹ Le terme « Fiqh » est généralement utilisé pour désigner la connaissance et la compréhension des différentes questions portant sur la shari'ah. Il est divisé en quatre catégories : Fiqh Al-ibadate, Fiqh Al-Muamalat, Fiqh AlMunaqaha, Fiqh Al-uqubat wa Al-jinayate. Par Fiqh Al-muamalat : appelé parfois jurisprudence islamique, on se réfère aux décisions de la shari'ah liées aux affaires et aux transactions financières entre les gens.

² Basés sur les actifs divulgués en 2015 par toutes les institutions financières participatives.

2- LES SUKUK : CADRE COMPREHENSIF

2.1-DEFINITION

Les sukuk, pluriel du mot arabe Sak³ [8], est un terme qui signifie « *titre donnant droit à* » [9], le mot français chèque découle du mot arabe « Sak », il peut s'agir d'un acte, document juridique, chèque ou certificat [10].

L'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)⁴ définit les sukuk comme étant : « *Des certificats de valeur égale représentant des parts indivises de propriété d'actifs tangibles, d'usufruits et de services, ou la propriété d'actifs d'un projet particulier ou d'une activité d'investissement spécifique* [11] ».

La Commission Malaisienne des Valeurs Mobilières Islamiques (The Malaysia Securities Comission) définit les sukuk comme : « *Des titres émis en vertu des principes de la shari'ah et des concepts approuvés par le conseil de la conformité à la Shari'ah (The Shari'ah Advisory Council" SAC ")*⁵ de la Securities Commission, et par la suite, sont définis comme : « *Un document ou un certificat qui représente la valeur d'un actif* [12] ».

L'Islamic Financial Services Board⁶ (IFSB), (commission des services financiers islamiques), définit les sukuk comme étant : « *Des certificats représentant un droit de propriété indivis proportionnel sur les immobilisations corporelles, ou un pool d'actifs principalement corporels, ou une entreprise commerciale. Ces actifs peuvent se trouver dans un projet spécifique ou une activité d'investissement conformément aux règles et principes de la Shari'ah* » [13].

Au Maroc, l'article 7-1 (complétant la section II du Chapitre II du Titre I de la loi 33-06, modifié et complété par la loi n°05-14), définit *Les certificats de sukuk comme étant* : « *Des titres représentant un droit de jouissance indivis de chaque porteur sur des actifs éligibles acquis ou*

3

الصكاك جمع صك وهو الورقة المكتوبة بدين ويجمع أيضا على صكوك ، والمراد هنا الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق كتاب السنن الكبرى : صحيح مسلم، " البيوع "، ص: 133

⁴ Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions : Organisation de comptabilité et d'audit pour les institutions financières islamiques. C'est une organisation indépendante à but non lucratif, qui s'occupe de la comptabilité, de l'audit, de la gouvernance et des normes (Standards) Shari'a pour des institutions financières islamiques. Née conformément à l'Accord d'Association qui a été signé par des institutions financières islamiques le 26 Février 1990 à Alger. L'AAOIFI fut enregistré le 27 Mars 1991 dans l'Etat du Bahreïn comme une organisation internationale indépendante, supporté par des membres institutionnels (200 membres de 45 pays, jusqu'ici) incluant des banques centrales et des institutions financières islamiques. Les normes (standards) AAOIFI sont désormais adoptées dans le Royaume de Bahreïn, au Centre Financier International de Dubai, en Jordanie, au Liban, au Qatar, au Soudan et en Syrie. L'Australie, l'Indonésie, la Malaisie, le Pakistan, l'Arabie Saoudite et l'Afrique du Sud, ont publié également des directives basées sur les normes (standards) de l'AAOIFI. (Pour plus de détails, voir le site officiel de l'organisation AAOIFI : <http://www.aaoifi.com/>).

⁵ The Shariah Advisory Council (SAC) : Désigne le conseil consultatif de la charia établi par la Securities Commission (CS) en vertu de l'article 18 de la Loi de 1993 sur les valeurs mobilières. En ligne : <https://www.sc.com.my/guidelines-on-islamic-fund-management/>

⁶ L'Islamic Financial Services Board (IFSB) situé à Kuala Lumpur, est un organisme de normalisation international destiné à promouvoir et à renforcer la solidité et la stabilité du secteur des services de finance islamique en publiant des normes prudentielles internationales, ainsi que des principes directeurs pour tous les secteurs : banques, marchés financiers et assurance. L'IFSB effectue également des recherches et coordonne les initiatives relatives à ce secteur et organise tables rondes, séminaires et conférences à l'attention des régulateurs et des parties prenantes du secteur. Jusqu'Avril 2016, les 190 membres de l'IFSB comprennent 66 autorités de régulation et de surveillance, huit organisations internationales inter- gouvernementales, et 116 acteurs du marché (institutions financières, entreprises et associations professionnelles de l'industrie) opérant dans 48 juridictions. (Pour plus d'informations voir le site officiel de l'organisation IFSB : <http://www.ifsb.org/background.php>).

devant être acquis ou des investissements réalisés ou devant être réalisés par l'émetteur de ces titres » [14].

Les sukuk sont donc une alternative aux obligations⁷ conventionnelles (titres de créances) qui sont illicites en islam [15]. Ce sont des certificats financiers adossés à un actif tangible, obligatoirement licite au regard du droit religieux islamique, et ayant une échéance fixée à l'avance. Ils confèrent un droit de propriété sur l'actif de l'émetteur (contrairement à l'obligation qui ne confère aucun droit de propriété). Le détenteur d'un Sak reçoit une part de profit/rémunération (et non un intérêt fixe) attaché directement au rendement de l'activité sous-jacente ou de l'actif tangible.

2.2-ORIGINE ET HISTOIRE DES SUKUK

La formulation épistémologique des sukuk provient d'une combinaison de dalil annaql (connaissances révélés) et dalil annaqli (connaissance de l'homme) en utilisant la méthode de Al-ijtihad⁸ [16]. Cependant, l'histoire et l'origine des sukuk remontent à l'époque du deuxième calife, Umar Ibn Al-Khattab (634-644 apr. J.-C.), au cours de laquelle des documents représentant des obligations financières provenant du commerce et d'autres activités commerciales ont été émises en conformité avec le verset 2 : 282 du Saint Coran :

« Ô vous qui croyez ! Quand vous contractez une dette dont l'échéance est fixée, enregistrez-la par écrit. Qu'un scribe parmi vous mentionne en toute équité et qu'il ne refuse pas de rédiger selon ce que Dieu lui a enseigné. Qu'il inscrive sous la dictée du débiteur en craignant Dieu, son Seigneur et qu'il se garde de modifier quoi que ce soit. Si le débiteur est gaspilleur, faible [d'esprit] ou incapable de dicter lui-même, alors, son mandataire le fera en toute justice Ne refusez pas de consigner par écrit la dette, petite ou grande, et d'en préciser le terme. Cette procédure est plus équitable [pour vous] auprès de Dieu, plus utile pour le témoignage et plus apte à écarter le doute, à moins qu'il ne s'agisse d'une transaction conclue dans l'immédiat ; [dans ce cas-là] il n'y a aucune faute à ne pas l'écrire, [toutefois] assistez-vous de deux témoins lors de [ces dites] transactions. Ni le scribe ni les témoins, ne doivent subir [de votre part] des pressions. Si vous le faites, ce serait [commettre un acte] immoral. Craignez [donc] Dieu, Il vous instruit. Dieu sait Tout. » [17]. Ce verset portant sur la dette, indique la démarche à suivre par rapport au prêt légal (halal) et sans intérêts, surtout dans les opérations commerciales.

Le terme sukuk, a aussi existé depuis l'époque du Calife Mu'awiyah (661-680 apr. J.-C.) [18]. Des preuves tangibles montrent que des structures de type sukuk étaient utilisées au cours du califat de Marwan Ibn Al-Hakam (684-685 apr. J.-C.), qui ont été interdites après que des objections ont été soulevées par certains de ses compagnons, comme cité par l'Imam Malik (dans son livre Al-Muwattae) et Sahih Muslim (dans son livre Al-bouyoue), hadith n° (1339) 46 : On rapporta à l'Imam Malek que des titres avaient été remis aux gens, du temps où Marwan Ibn Al-Hakam était gouverneur, pour de la nourriture ayant pour origine « Al-Jar ». Les gens ayant échangé entre eux, ces titres avant que la nourriture en soit de leur possession, Zaid Ibn Thabet, et l'un des compagnons de l'Envoyé d'Allah (Sur lui la grâce et la paix d'Allah) se rendirent chez Marwan Ibn Al-Hakam, et lui dirent : « Ô Marwan ! Comment tu rends l'usure

⁷ Les obligations classiques sont des obligations à long terme, définies comme des titres de créance garantis par un actif déterminé ou une promesse de payer. Ces obligations génèrent deux flux de trésorerie pour les investisseurs : la valeur nominale qui est fixe et le coupon (intérêt) que l'émetteur de l'emprunt doit payer périodiquement jusqu'à l'échéance. Ces cash flows (flux de trésorerie) sont indépendants du montant du bénéfice ou de la perte que l'émetteur de l'obligation a tiré de l'utilisation des fonds qui ont été collectés par l'émission obligataire.

⁸ Ijtihad : Faire des efforts et s'efforcer afin de parvenir à la présomption (الظن) au sujet d'une loi (الحكم) de la Shari'ah.

licite » ? Il s'écria : « Je me réfugie auprès d'Allah ! De quoi parlez-vous » ? Ils lui répondirent : « Au sujet de ces titres, que les gens se sont mutuellement échangés, avant qu'ils aient possédé la nourriture ». Alors, Marwan envoya ses gardes, recherchant ces titres en les arrachant des mains des gens, et les remettant à leurs propriétaires primitifs » [19].

Selon Sahih Muslim, hadith n°2818 : « Abu Hurraira rapporte qu'il a dit à Marwane Ibn Al Hakam : « avez-vous permis la vente de l'intérêt ? », Marwan a répondu : « je ne l'ai pas fait », Abu Hurraira répondit : « vous avez permis et rendu licite la vente des sukuk et le Prophète (Paix et Salut sur Lui) a interdit la vente de la nourriture avant de la récupérer ». C'est alors que Marwane Ibn Al Hakam a fait un discours adressé aux citoyens interdisant la revente de ces titres. Solaiman a dit : « je vis des gardiens retirer les sukuk des citoyens »⁹ [20].

Cependant, le sens littéral de sukuk, comme un domaine d'étude, a été formulé par l'imam Al-Nawawi (1234-1277 apr. J.-C.), un juriste de l'école Shafi'i du fiqh [21]. Pendant cette période les sukuk faisaient référence à des titres émis par les dirigeants nationaux (gouvernements) à la personne habilitée à recevoir des produits alimentaires ou des biens, et, qui par la suite, vendaient ces titres avant de recevoir les marchandises [22]. Cependant, la forme actuelle des sukuk a pris l'attention du monde que depuis 2002, aujourd'hui, ils sont connus comme des instruments des marchés financiers participatifs, avec des fonctionnalités plutôt distinctives.

Lors de la quatrième session du Conseil de l'Académie Islamique de Fiqh¹⁰ basée à Jeddah en Arabie Saoudite, une déclaration, qui a été vue pour approuver la négociation des sukuk, a été annoncée par le Conseil Islamique de Jurisprudence¹¹ datant des 6 et 11 Février 1988, résolution n°30 (5/4)¹² [23]. Cette dernière stipule que « toute combinaison d'actifs (ou l'usufruit de ces actifs) peut être représentée sous la forme d'instruments financiers écrits qui peuvent être vendus au prix du marché, à condition que la majorité des actifs composant le groupe d'actifs représentés par les sukuk soient des actifs tangibles ». Considérée comme base de naissance et de développement du marché sukuk, cette déclaration était une étape incontournable et importante dans l'avancement et l'évolution de la finance participative, tout en ouvrant la voie à l'introduction des sukuk comme instrument des marchés de capitaux.

À la fin des années 90, les sukuk ont été développées au Bahreïn et en Malaisie, la première émission sukuk suivi peu de temps après la déclaration faite par l'Académie du Fiqh, a été faite en 1990 par Shell MDS Sdn Bhd¹³ d'un montant de 125 millions de Ringgit Malaisien [24], (30

9

حدثنا إسحاق بن إبراهيم أخبرنا عبد الله بن الحارث المخزومي حدثنا الضحاك بن عثمان عن بكير بن عبد الله بن الأشج عن سليمان بن يسار عن أبي هريرة أنه قال لمروان أحلت بيع الربا فقال مروان ما فعلت فقال أبو هريرة أحلت بيع الصكك وقد نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الطعام حتى يستوفي قال فخطب مروان الناس فنهى عن بيعها قال سليمان فنظرت إلى حرس يأخذونها من أيدي الناس

¹⁰ Les décisions de l'Académie du Fiqh sont très influentes sur la plupart des institutions financières Shari'ah conformes et leurs comités Shari'ah.

¹¹ Le Centre de Jurisprudence Islamique basé à Jeddah, est un organe qui relève de l'Organisation de la conférence islamique créé en 1983. Parmi les objectifs fixés à cet organe, l'étude des problèmes contemporains d'un point de vue islamique en essayant de trouver des solutions de conformité à la Shari'ah à travers une interprétation authentique de son contenu. Il est à noter que le centre de jurisprudence islamique n'est pas spécialisé en Finance Islamique. En effet, il s'agit d'une organisation internationale chargée d'émettre des décisions sur les sujets qui lui sont soumis à l'occasion de chaque session.

¹² Le Conseil de l'Académie Islamique du Fiqh, a tenu sa quatrième session à Jeddah, Royaume d'Arabie Saoudite, du 18 au 23 Jumada Tahni 1408 AH (6-11 février 1988), à l'Académie Islamique Internationale du Fiqh. (Jeddah : Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute & Islamic Fiqh Academy, 2000).

¹³ Shell MDS (Malaisie) Sdn. Bhd. (SMDS) est une coentreprise de Mitsubishi Corporation, le Groupe Shell Royal / Dutch of Companies (Shell), appartenant à l'Etat Petrolam Nasional Berhad (Petronas) et le gouvernement de l'Etat du Sarawak. SMDS, qui est situé à Bintulu Sarawak État de la Malaisie, a commencé à fonctionner en 1993 avec une production annuelle d'environ 500.000 tonnes.

millions de dollars), et depuis, la croissance du marché sukuk a été impressionnante. En 2001, la première émission internationale de sukuk en dollar américain a été établie par la société malaisienne « Kumpulan Guthrie Bhd » d'un montant de 150 millions de dollars [25], suivie d'une émission du premier sukuk souverain au cours de la même année, faite par L'Autorité Monétaire de Bahreïn, actuellement la Banque Centrale de Bahreïn, d'un montant de 100 millions de dollars [26], et qui reposait sur une structure Ijara¹⁴ (*Sukuk Al-Ijara*)¹⁵ [27]. L'Autorité Monétaire de Bahreïn a été la première à émettre des sukuk GRE (Government Related Entity sukuk) au cours de l'année 2001; ensuite, plusieurs autres émissions ont été faites sur le marché des capitaux islamiques, à savoir celle du Qatar en 2003 d'un montant de 700 millions de dollars à échéance 2010 [28], suivie par celle de la République du Pakistan émise en 2005 d'un montant de 600 millions de dollars [29], également l'émirat de Dubai qui a émis des sukuk en Janvier 2006 d'un montant de 3.5 milliards de dollars [30] émise par le PCFC (The Ports Customs and Free Zone Corporation) garantis par Dubai World, accompagnée d'une autre émission de sukuk Al-Ijara en Décembre 2006 émise par Nakheel World, filiale de Dubai World d'un montant de 3.52 milliards de dollars [31]; ce qui a permis d'attirer l'attention sur ce cet instrument financier et a ouvert la voie pour la croissance des sukuk au niveau international.

Même si les premières émissions sukuk ont eu lieu dans les pays du Conseil de Coopération du Golfe (CCG), l'essor de ce produit financier a attiré d'autre pays ; le Land allemand de Saxe-Anhalt avait émis le 1^{er} sukuk en Europe en 2004 d'un montant de 100 millions d'euros [32], première émission de ce type dans le monde occidental. Egalement, le Sanctuary Building Sukuk a été lancé en 2005, premier sukuk corporate en Europe et le premier en provenance du Royaume-Uni [33].

Entre fin 2007 et début 2009, ce marché considéré comme le plus attractif a connu une baisse légère du nombre d'émission sukuk à cause du débat entourant le respect de shari'ah concernant certaines structures de sukuk, coïncidant avec le début de la crise financière mondiale qui a entraîné des coûts d'emprunt plus élevés et un manque d'engagement et de confiance des investisseurs aux marchés de capitaux.

Pae ailleurs, Sheikh Muhammad Taqi Usmani, président de l'AAOIFI, avait remis en question la conformité de quelques structures de sukuk avec les principes de la Shari'ah [34]. A la suite de quoi, l'AAOIFI avait publié au cours de la même année, Février 2008, une déclaration officielle visant à fournir des indications par rapport aux émissions des sukuk, tout en veillant à ce que les futurs sukuk soient structurés en respectant les principes de la shari'ah et donc les lignes directrices énoncées par l'AAOIFI. Elle a également conduit plusieurs experts à revoir la structuration des sukuk et de les réaligner conformément aux règles prescrites par l'AAOIFI.

En partie, suite à cette déclaration officielle de l'AAOIFI, le marché des sukuk est devenu de plus en plus normalisé ; le but étant d'améliorer la transparence et de rapprocher la substance des instruments financiers « sukuk » des principes fondamentaux de la Shari'ah.

¹⁴ Al-Ijara (comme le leasing) : Est la vente de manfa'a (le droit d'utiliser des biens) pour une période déterminée. C'est en fait, un contrat de location en vertu duquel une banque achète et loue des biens licites requis par son client pour un droit de location (à un prix convenu et une durée convenue et acceptés par les deux parties) ;

¹⁵ Selon Mirakhor & Zaidi (2007), Sukuk Al-Ijara : Est la structuration de sukuk la plus utilisée, il s'agit des titres de valeur égale de chaque émission, représentant des actifs durables physiques qui sont liés à un contrat ijara tel que défini par la shari'ah. Cette structure est basée sur des actifs loués, et les détenteurs de sukuk ne sont pas directement liés à une entreprise ou à une institution particulière.

3- LA DIFFERENCE ENTRE LES SUKUK ET OBLIGATIONS CONVENTIONNELLES :

Les « *sukuk* », étant un produit financier, sont apparus comme l'un des outils de financement les plus importants dans la finance participative, tout en se proposant comme une solution alternative aux obligations classiques.

Les obligations conventionnelles qui sont avant tout basées sur des prêts [35], sont émises aux porteurs d'obligations par l'émetteur comme preuve de l'existence d'une dette. Elles sont donc plutôt structurées comme des instruments de dette par lesquels les investisseurs obtiendront un paiement de coupon (intérêt) [36] périodique calculé suivant un taux nominal, et à l'échéance, la valeur nominale. Aucune propriété de l'entreprise, de la coentreprise ou du projet n'est conférée au porteur d'obligations, ces titres de créances ne représentent qu'une part de la dette totale [37]. Elles sont liquides dans la nature, car elles peuvent être facilement négociées sur les marchés secondaires dans le cas où leurs porteurs ont besoin de liquidité, et les risques liés à ces dernières sont fortement concentrés sur le risque de crédit de l'émetteur [38].

Les obligations classiques sont interdites en finance participative en raison de l'intérêt qu'elles portent et de l'interdiction du commerce de la dette. Elles ont donc de l'argent (dette) comme actif sous-jacent et, dans le cas de leurs homologues « les *sukuk* », un actif corporel.

Les *sukuk*, ne sont pas des instruments de dette avec des rendements garantis et des flux de trésorerie [39], ils doivent toujours être basés sur des actifs réels, et confèrent à leurs détenteurs un droit de propriété sur les actifs sous-jacents, et/ou des parts de revenus générés par l'actif de *sukuk* [40], le calcul se fait en pourcentage du profit réalisé. Ayant une échéance fixée d'avance et adossés à un actif permettant de rémunérer le placement, les *sukuk* sont donc structurées de telle sorte que leurs détenteurs reçoivent une part de profit et non un intérêt fixe [41].

Ce qui rend un *sak* acceptable d'un point de vue Shari'ah, c'est qu'il doit être soutenu par un bien réel tel qu'un terrain, un bâtiment ou un équipement, et, par conséquent, lorsque les *sukuk* sont achetés et vendus, l'acheteur et le vendeur s'échangent indirectement un actif réel, et pas seulement un papier de négociation [42]. Les *sukuk* sont en principe négociables sur le marché secondaire [43], ces derniers créent des relations financières entre les émetteurs et les investisseurs, tandis que les instruments de dette sont basés sur les contrats de prêt créant un endettement [44].

Certaines similitudes entre les deux instruments peuvent être brièvement décrites comme suit [45] :

- Ils sont tous deux des instruments du marché des capitaux utilisés pour financer les principaux besoins de financement des entreprises, des Etats, des organismes parapublics et des institutions financières ;
- Les deux instruments peuvent être structurés de manière à fournir des rendements réguliers aux investisseurs et à rembourser le capital à l'échéance ;
- En général, les deux instruments peuvent être négociés sur les marchés secondaires et sont donc facilement transférables entre les investisseurs de leur plein gré ; et,
- Ils peuvent tous deux être notés par des agences de notation, cotés en bourse et être émis dans différentes devises, tant au niveau national qu'international.

Cependant, les principales différences entre les *sukuk* et les obligations classiques sont représentées sur le tableau suivant :

Tableau 1 : Comparaison/différences entre sukuk et obligations classiques

Les obligations islamiques (sukuk)	Les obligations conventionnelles
Représente des participations dans des actifs et/ou un droit de propriété sur les actifs sur lesquels les sukuk sont basés.	Représente un titre de créance donnant droit à des intérêts prioritaires sur les dividendes des actionnaires et non une part de propriété dans l'actif, le projet, l'entreprise qu'ils soutiennent.
Les actifs titrisés dans une émission Sukuk doivent être conformes à la Shari'ah (Shari'ah compliant ¹⁶), et/ou licites au regard de la shari'ah.	Les titres d'obligations peuvent inclure des produits et/ou services non conformes à la Shari'ah. En général, les obligations peuvent être utilisées pour financer tout actif, projet, entreprise ou coentreprise conforme à la législation locale.
La valeur nominale des sukuk est basée sur la valeur marchande de l'actif sous-jacent. Ces obligations islamiques sont donc évaluées selon la valeur des actifs sur lesquels elles sont basées.	La valeur nominale d'un cours d'obligations est fondée sur la solvabilité de l'émetteur (y compris sa notation). Leur tarification est donc aussi basée sur la notation de crédit.
Les porteurs des sukuk reçoivent une part des bénéfices de l'actif sous-jacent (et acceptent une part de toute perte encourue). Leur valeur augmente lorsque la valeur des actifs augmente. Leur rendement est sécurisé mais sans garantie intrinsèque du capital et de la rémunération.	Les détenteurs des obligations reçoivent des paiements d'intérêts réguliers (et souvent à taux fixe), ce qui les rend <i>riba</i> . Leur profit correspond donc à des intérêts fixes. Le rendement et le capital remboursé à la date d'échéance, sont contractuellement garantis.
La vente des sukuk représente une vente d'une part d'actif, d'activité commerciale ou de projet. Il s'agit de la vente de propriété dans les actifs sur lesquels les obligations islamiques sont basées.	La vente d'obligations représente essentiellement la vente d'une dette.

Source : Faleel, J. (2013). How sukuk (islamic bonds) differ from conventional bonds [46].

4- CLASSIFICATION ET STRUCTURATION DES SUKUK :

4.1-CLASSIFICATION DES SUKUK SELON L'ACTIF : L'ASSET BASED ET L'ASSET BACKED

En finance participative, le concept des sukuk peut être assimilé à celui des Asset Backed Securities (ABS) en finance classique et se rapproche de la titrisation¹⁷[47]. Le principe consiste pour un originateur de titriser un droit de copropriété sur les revenus d'un actif physique

¹⁶ Shari'ah compliant : Terme anglais-arabe signifiant conforme à la loi islamique et/ou coranique.

¹⁷ La titrisation (Securitization) est une opération financière qui consiste à céder par un établissement de crédit ses créances (actifs) à des investisseurs, tout en transformant ces dernières à des titres financiers émis sur le marché des capitaux par le biais d'une société ad hoc afin de percevoir des liquidités.

déterminé, ou d'un actif émis par un intermédiaire, le SPV (*Special Purpose Vehicle*)¹⁸, lui-même adossé à l'actif d'origine, qui devient le sous-jacent. Les droits portent jouissance tant que l'actif génère un revenu, et que le titre a cours sur le marché avant qu'il soit racheté par l'originateur¹⁹[48]. Cependant, l'Islamic Financial Services Board (IFSB), a distingué deux grandes catégories de sukuk : Asset-Based et Asset-Backed [49], les sukuk peuvent donc adopter une de ces deux formules.

Les sukuk de type Asset Backed Security²⁰ : C'est-à-dire adossés à des actifs, qui sont les sous-jacents générateurs de revenus. Dans ce cas, le risque ou recours est sur les actifs sous-jacents [50]. Selon la norme IFSB-7, les sukuk (ABS) sont des « structures qui répondent à l'exigence d'être une structure adossée à des actifs, évaluée par un établissement externe d'évaluation de crédit (External Credit Assessment Institution – ECAI), agréé et/ou reconnu (c'est-à-dire les organismes de notation) [51].

Les sukuk de type Asset Based Security²¹ : C'est-à-dire basés sur des actifs, eux-mêmes objet de la titrisation. Dans ce cas de figure, le risque ou le recours est placé sur l'émetteur, à travers son engagement de rachat à terminaison [52]. Dans cette catégorie de sukuk, l'originateur ne transmet que la propriété effective de l'actif sous-jacent (beneficial ownership) aux détenteurs de sukuk, tout en conservant sa propriété légale. En d'autres termes, du point de vue juridique, il n'y a pas de vraie vente dans la structure asset based puisque les détenteurs de sukuk n'ont aucun droit sur l'actif sous-jacent. En conséquence, les détenteurs de sukuk ne peuvent vendre l'actif à un tiers.

Le tableau comparatif suivant (tableau 2), détaille les caractéristiques des Sukuk Asset Backed et Asset Based [53] :

Tableau 2 : Asset Backed & Based – Avantages et inconvénients

Types de sukuk	Avantages	Inconvénients
Sukuk Asset Backed (Non garantis)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les porteurs des sukuk sont propriétaires des actifs ; ▪ Excédents des revenus des actifs sous-jacents ; ▪ Avoir recours aux actifs des obligations islamiques en cas de défaut ; ▪ Non subordination aux créanciers non sécurisés ; ▪ Notation basée en général sur la solidité des actifs sous-jacents 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Absence de garantie sur la performance ou le remboursement. (A l'échéance ou en cas de défaut, ils s'appuient sur la valeur de l'actif sous-jacent pour rembourser le capital) ; ▪ Pas de recours à l'émetteur en cas de défaillance ; ▪ Risque de marché et risque de crédit subit par l'investisseur ;

¹⁸ Special Purpose Vehicule (SPV) : Est une structure ad-hoc créée par le donneur d'ordre pour détenir les actifs au profit des investisseurs. C'est cette dernière qui émettra les titres (ou certificats) sukuk lui permettant ainsi de lever les fonds.

¹⁹ L'originateur : est un terme utilisé dans les opérations de titrisation pour désigner l'entreprise ou l'organisme qui est à l'origine de la création des créances ou des actifs. C'est une institution, publique ou privée, qui a besoin de fonds pour se financer. C'est aussi un terme utilisé dans les opérations *Sukuk*.

²⁰ الصكوك المدعومة بالموجودات

²¹ الصكوك القائمة على الموجودات

	et non pas sur la solvabilité de l'émetteur.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ L'émetteur doit pouvoir se séparer de ses actifs ; ▪ Exigence du respect de la vente réelle et des potentiels surcouts à cause des procédures légales et du transfert des actifs.
Sukuk Asset Based (Totalelement garantis)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Garantie d'une entité de l'émetteur ; ▪ Recours par une promesse de rachat d'actifs (à une valeur fixée à l'avance) ; ▪ Notation sur la solvabilité de l'émetteur avec une certaine garantie du capital ; ▪ Seul le risque de crédit est supporté ; ▪ Possibilité de dé-corréler le montant des fonds levés de la valeur des actifs (non sensible à la valeur de marché) ; ▪ Actifs peuvent rester dans le bilan de l'émetteur si le droit national le permet. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pas de partage de l'éventuel gain réalisé par l'appréciation des actifs ; ▪ Sécurité limitée pour les porteurs de sukuk car pas de recours direct aux actifs ; ▪ Profil financier proche des obligations²² ; ▪ En pratique, aucune différence avec des créanciers porteurs d'obligations classiques ; ▪ Toute garantie fournie par l'émetteur n'a pas forcément de lien avec la performance des actifs.

4.2-LE MECANISME DE STRUCTURATION DES SUKUK :

Les sukuk permettent la levée des fonds afin de financer des activités entrepreneuriales et/ou les grands projets d'investissement et qui ne comportent aucun intérêt ou une incertitude excessive (Gharar)²³[54]. C'est l'outil le plus significatif utilisé afin d'obtenir des financements sur les marchés de capitaux internationaux à travers des structures conformes aux principes de la Shari'ah. Ils peuvent être émis par un Etat (sukuk souverain), ou par une société, une institution financière et/ou une banque (sukuk corporate) [55]. Les sukuk devraient être essentiellement structurées de façon à répondre aux nobles objectifs de Maqasid Al-Shari'ah²⁴ [56].

²² Les sukuk asset based ne respectent pas les principes et/ou règles de la shari'ah concernant la propriété des actifs.

²³ Al-Gharar : Le mot gharar provient du verbe arabe Gharara / Gharra, qui signifie le fait de s'exposer ou exposer sa propriété à la destruction sans s'en rendre compte (Cizakça, 2010). Il signifie incertitude, aléa. En islam, il désigne toute vente aléatoire ou possédant un objet imprécis et incertain, toutefois le gharar est une interdiction, évoquée notamment dans le hadith suivant : « *Le prophète a interdit l'achat d'un animal non né dans la matrice de sa mère, la vente du lait dans la mamelle sans mesure, l'achat d'un butin de guerre avant sa distribution, l'achat des dons de charité avant leur réception, et l'achat de ce qu'a pêché un pêcheur avant sa pêche* ». Selon Al-Darir, le gharar peut être défini comme un doute ou une incertitude quant à savoir si la transaction se produit ou non. (Nordin et al. 2014).

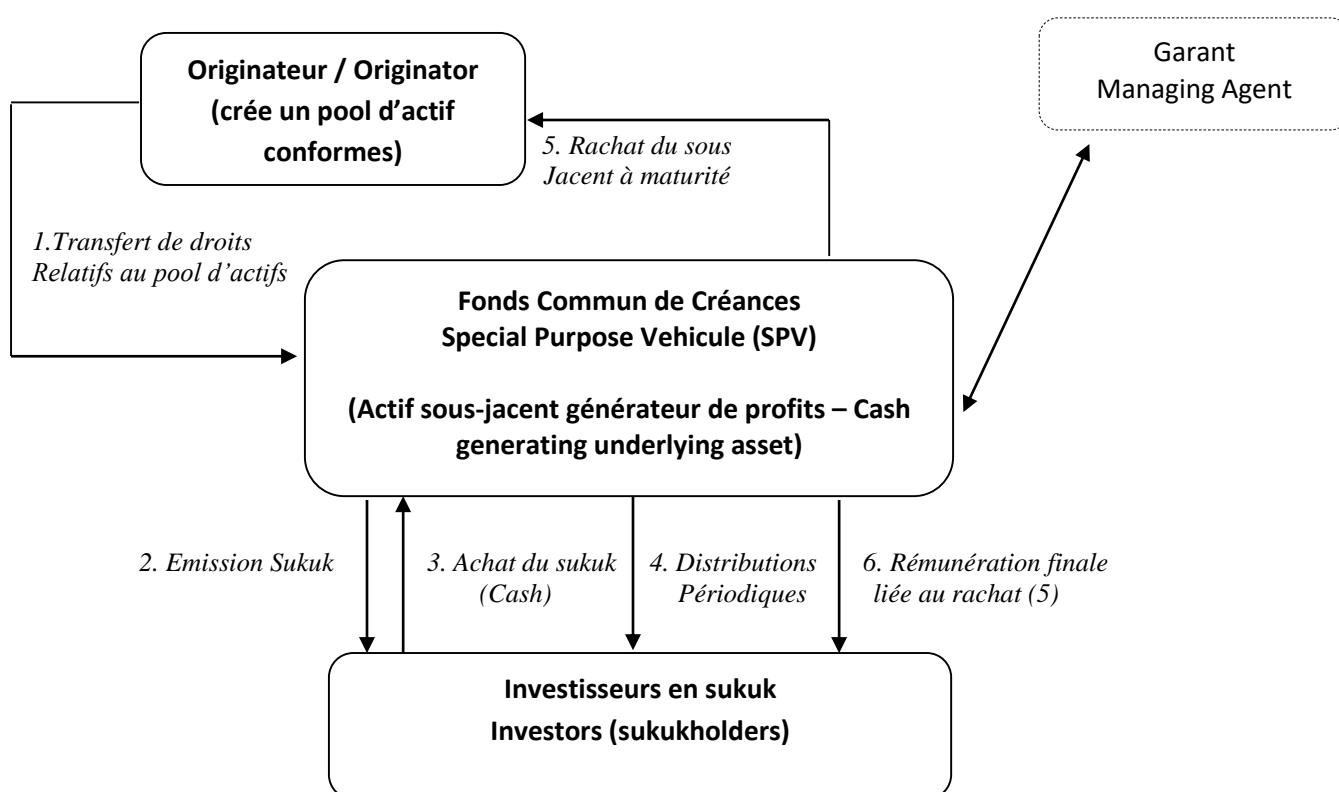
²⁴ Maqasid Alshari'ah : qu'on appelle également législation islamique, Maqasid Alshari'ah signifie les finalités et buts des commandement de la Shari'ah. Elle comprend les objectifs établis par la shari'ah et auxquels toutes les actions de l'être humain sont dirigées. Ces finalités qui prennent leurs racines via le Coran et la Sunna sont : la préservation de la religion, de l'esprit, de la raison, de la descendance et de l'argent.

Le mécanisme de l'émission des Sukuk implique plusieurs parties à savoir : L'originateur de l'émission de Sukuk visant à recueillir/collecter des fonds, le Special Purpose Vehicle (SPV) qui émet les certificats sukuk, et enfin, les détenteurs de sukuk ou les investisseurs²⁵ qui achètent ces certificats [57].

Ce mécanisme commence par l'identification et la ségrégation d'un ensemble d'actifs sous-jacents conformes aux principes de la finance participative [58], et dont la propriété appartient à l'originateur. Le principe consiste pour ce dernier d'établir une structure SPV à travers laquelle les sukuk seront délivrés dans le but de collecter des fonds auprès des investisseurs [59]. L'originateur vend un actif au SPV (qui représente une entité juridique indépendante distincte)²⁶ [60] puis les loue en vertu d'un contrat à durée déterminée. Le SPV titrise les actifs (qui devront générer des revenus permettant d'identifier les flux financiers) en émettant des certificats-sukuk pour la vente aux investisseurs potentiels [61]. Ensuite, à maturité et/ou à l'échéance, les actifs sous-jacents sont rachetés/repris par l'originateur, tandis que le montant/produit de rachat est utilisé afin de racheter/reprendre le certificat Sukuk [62].

Les sukuk sont donc généralement structurés de la manière suivante :

Figure 1 : Structuration générale des sukuk



Source : Rapport Groupe Al-Khawarizmi (2012). [63].

²⁵ Les investisseurs en Sukuk sont les souscripteurs aux obligations islamiques lors de l'émission de ces dernières, ces investisseurs apportent les fonds nécessaires à la structure ad-hoc pour acheter les actifs auprès du donneur d'ordre : L'entreprise émettrice apportant un actif pour la titrisation.

²⁶ SPV : représente une entité indépendante qui détient les actifs contre l'émission de certificats aux détenteurs des sukuk, elle peut prendre la forme d'une société commerciale, d'une fiducie, d'une société de personnes ou d'une entité sans personnalité juridique.

- 1- L'originateur établit une structure SPV et lui vend les actifs sous-jacents ;
- 2- Le SPV émet les sukuk pour lever des fonds ;
- 3- Le SPV collecte les fonds provenant de la délivrance de certificats-sukuk pour financer l'achat d'actifs auprès de l'originateur ;
- 4- Les revenus / bénéfices générés par les actifs sont distribués aux investisseurs ;
- 5- L'originateur rachète les actifs sous-jacents lorsque le sukuk arrive à échéance et que le produit de rachat est utilisé pour le rachat du certificat ;
- 6- À maturité, le SPV vendra l'actif à l'originateur et remboursera les détenteurs de Sukuk par cette vente. (Le but de cette revente est d'avoir immédiatement de la liquidité afin de rembourser le principal de l'émission).

4.2.1- LES DIFFERENTES STRUCTURES DE SUKUK :

Les sukuk peuvent être émis à court, moyen ou long terme, conformément aux principes de la Shari'ah, comme ils peuvent être émis sans préciser de période en fonction de la nature du contrat sous-jacent de l'émission sukuk concernée [64]. Réparties sous différents types, plusieurs structures de cet instrument alternatif ont été mises en place afin de permettre aux Etats et aux Institutions financières publiques et privés de se financer. Aussi, L'AAOIFI (l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions), dénombre 14 modalités [65] de structuration des sukuk, dont les plus courantes sont présentées sur le tableau suivant (tableau 3) :

Tableau 3 : Typologie des structures sukuk selon l'AAOIFI Shari'ah Standards

Sukuk Al-Ijara (à partir de contrats leasing)	Considéré comme le type de sukuk le plus utilisé, c'est un contrat selon lequel une partie achète et loue des équipements requis par le client pour un droit de location. La durée de la location et les frais sont convenus à l'avance et la propriété de l'actif reste avec le bailleur. Pour cela, une entité <i>adhoc</i> (SPV) est créée afin de lever les fonds pour l'acquisition du bien (immeuble/meuble), les propriétaires du sak sont par la suite rémunérés via les redevances périodiques du loyer perçues par la société <i>adhoc</i> (SPV).
Sukuk Al-Murabaha (Financement d'acquisition de marchandise destinée à la vente)	Sont des titres de partage des revenus d'opérations commerciales à tempérament, générant des revenus de marge commerciale [66]. Ils constituent donc des financements d'acquisitions de marchandises destinées à la vente. Sukuk Al-Murabaha sont définis selon l'AAOIFI comme étant des certificats de valeur égale délivrés dans le but de financer l'achat de biens par le biais de la Murabaha afin que les détenteurs du certificat deviennent les propriétaires du produit de la Murabaha [67].
Sukuk Al-Mudaraba (fondés sur des contrats de gestion de sous-jacent)	Titres de participation et/ou de propriété représentant des projets ou des activités qui fonctionnent selon les principes de la Moudaraba ²⁷ . Le moudharib (entrepreneur/ investisseur) qui apporte le capital « travail » est désigné pour la gestion du projet sans aucun apport de capital. Les détenteurs des certificats (souscripteurs) sont propriétaires des actifs de la Moudaraba, détenant le droit de transférer la propriété de leurs sukuk, une fois la période de souscription déterminée à l'avance est expirée.
Sukuk Al-Musharaka (fondés sur des contrats	Titres de participation qui représentent des projets ou des activités gérés selon les principes de la Mousharaka en désignant l'un des associés ou un tiers pour la

²⁷ Dans un contrat Moudaraba il y a essentiellement deux parties : L'apporteur des capitaux financiers (Rab Al-mal), et l'investisseur/entrepreneur (Al-moudarib) qui apporte le capital « travail ».

de co-propriété/ participation au capital)	gestion. Similaire à une joint-venture, l'apport en capital est réalisé selon des pourcentages définis au préalable [68].
Sukuk Al-Istisna'ae ²⁸	L'Istisna'ae est un contrat de vente par lequel une partie s'engage à construire un bien/produit déterminé selon les conditions définies et convenues à l'avance, le prix étant fixé au moment de la conclusion du contrat. Par conséquent, cette structure est particulièrement adaptée pour financer les grands projets d'infrastructure (les barrages, les aéroports, les routes et les autoroutes, ...etc.). Selon l'AAOIFI, sukuk Al-istisna sont des certificats de valeur égale délivrés dans le but de mobiliser des fonds à utiliser pour la production de biens de sorte que les biens fabriqués seront la propriété des détenteurs de certificats [69].

5- LE MARCHE SUKUK : EMERGENCE ET EVOLUTION

Le marché des sukuk est au cœur du développement après une croissance, sans précédent, dans le secteur de la finance participative, au cours de ces dernières décennies. L'intérêt pour ce marché a augmenté en tant qu'option alternative de financement de tout un ensemble d'institutions souveraines, nationales et multinationales, issues des économies avancées, émergentes et en développement ; dans le but de financer des investissements dans un large éventail d'activités économiques et de projets de développement.

Le marché bancaire participatif a connu son émergence et son développement dans les années 1970 [70], soutenu par les banques des Etats du Golfe, avec la création de la Banque Islamique de Développement (BID) fondée en 1973 et qui a démarrée ses activités en 1975, presque en même temps que la Faysal Islamic Bank, et Dubai Islamic Bank²⁹. Par la suite, et à partir des années 1980, plusieurs services financiers du Proche-Orient et d'Asie du Sud-Est ont vu le jour et ont connu un succès croissant de leur activité de finance participative. Cela dit, l'industrie de la finance participative n'offrait que des solutions relativement limitées. C'est vers la fin du XXème siècle, que la mise en place d'instruments au niveau des marchés financiers s'est avérée nécessaire ; à la suite de quoi, le conseil de la jurisprudence islamique de l'organisation de la coopération islamique (l'OIC)³⁰, a légitimé le concept des sukuk, ce qui a permis aux marchés de capitaux participatifs de croître. Depuis, les sukuk sont devenus, progressivement l'un des outils de placement les plus dynamiques pour la mobilisation des fonds, et, représentent un nouveau développement sur le marché mondial des capitaux.

Dès que ce type d'instruments de financement a été lancé dans les années 1990, le marché sukuk a dépassé 1 trillion US\$ [71]. Commenant modestement en 2000 avec un total de trois émissions de sukuk d'une valeur de 336 millions de dollars [72]. Aussi, les émissions de sukuk étaient peu nombreuses, jusqu'en 2001, lorsque le marché sukuk devint international, suite à l'émission du premier sukuk international souverain par le gouvernement du Bahreïn [73]. Après, plusieurs autres émissions de sukuk ont été opérées par d'autres pays. A la fin de 2006, le nombre total de sukuk a atteint 77 milliards US\$ avec plus de 27 milliards de dollars de fonds

²⁸ Le mot istisna'ae est dérivé du terme arabe sina'aa, qui signifie fabriquer un produit spécifique, c'est une méthode de financement utilisée pour la production de biens spécifiques.

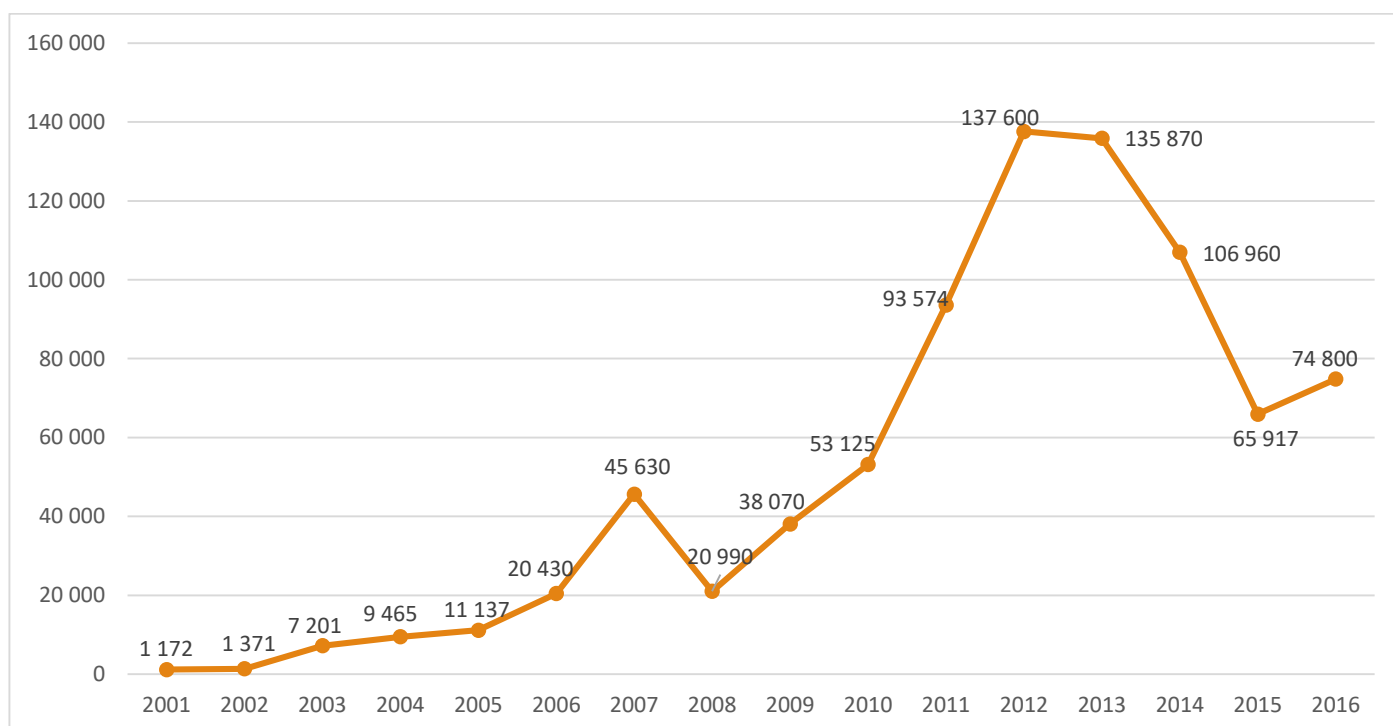
²⁹ Créée en 1973, dans les Emirats Arabes Unis, elle est la première banque privée à inscrire le référent islamique dans sa dénomination.

³⁰ Organisation of Islamic Cooperation (OIC) : En français organisation de la coopération islamique, est créée sur décision du sommet historique qui a eu lieu à Rabat, Royaume du Maroc, le 12 mai Rajab 1389 Hijra (25 septembre 1969) à la suite de l'incendie criminel de la mosquée Al-Aqsa à Jérusalem occupée. C'est la deuxième organisation intergouvernementale après les Nations Unies avec 57 pays répartis sur quatre continents. L'Organisation est la voix collective du monde musulman. Dont le but est de sauvegarder et protéger les intérêts du monde musulman dans l'esprit de la promotion de la paix et de l'harmonie internationales entre les différentes personnes du monde.

sous gestion [74]. En conséquence, il y a lieu de constater que le marché des sukuk a connu une forte croissance entre 2004 et 2007, suivie par une baisse légère à cause de la crise financière de 2008.

Selon les données collectées (figure :2), la taille du marché mondial des sukuk a démarré avec un montant de 1,172 milliards US\$, et a atteint son sommet en 2007 avec un montant total de 37,630 milliards US\$. En 2008, suite à la crise financière mondiale, le marché sukuk a diminué avec uniquement un total d'émission de 20,990 milliards US\$, soit une baisse de 54% par rapport à 2007. Toutefois, ce marché a connu une forte augmentation en 2009 avec une émission totale de sukuk de 38,070 milliards US\$.

Figure 2 : Evolution des émissions globales des sukuk entre 2001-2016 en million US\$



Source : Bloomberg database, Thomson&Reuters, & IIFM sukuk database.

La figure n°2 montre donc une croissance appréciable du marché mondial des sukuk avec une baisse importante en 2008, lorsque l'émission des sukuk a diminué de plus de 50% par rapport à 2007. Cette diminution est due essentiellement à la crise financière mondiale, qui a contraint et a obligé les investisseurs à s'écarter du marché monétaire, entraînant par conséquent une influence négative sur le marché des sukuk par épuisement de ses ressources, bien que l'impact ne soit pas aussi sévère que pour le marché financier conventionnel.

En 2010, le marché des sukuk s'est rapidement rétabli à peu près qu'à son apogée, et à son niveau d'avant la crise, en atteignant un montant global des émissions totales de 53,1 milliards US\$. En 2011, le marché sukuk a maintenu sa trajectoire de croissance, et a clôturé l'année avec un montant record d'émission de 93,5 milliards US\$, dû surtout aux émissions de sukuk domestiques en Malaisie [75]. Les années 2012 et 2013 ont vu des émissions record sukuk au niveau national et international, le niveau le plus élevé d'émission de sukuk fut atteint en 2012, avec un montant de 137,6 milliards US\$. En 2013, l'émission de sukuk a légèrement diminué pour s'établir à 135,8 milliards US\$, tandis qu'en 2014, le marché de sukuk a baissé un peu plus, pour s'établir à 106,9 milliards US\$.

Plus encore, en 2015, les émissions de sukuk ont connu une chute importante, pour entrer dans une phase, qui peut être mieux décrite comme phase de consolidation, où des forces externes telles que les incertitudes persistantes dans le système financier mondial, la forte baisse des prix du pétrole et une éventuelle révision à la hausse du taux de référence a eu son impact sur l'émission de sukuk dans une certaine mesure. Seulement 65,9 milliards US\$ de sukuk ont été émises, soit une chute massive de 38% par rapport à 2014, due essentiellement à la décision de la politique de la banque centrale Malaisienne « Bank Negara Malaysia » de cesser et/ou de suspendre l'émission des sukuk d'investissements à court terme [76].

Pour la région de MENA, l'émission de sukuk a diminué pour la troisième année consécutive, elle a enregistré une baisse de 25% en 2016, soit un peu moins que la baisse de 27% en 2015 [77]. Toutefois, Après trois années consécutives de déclin et en raison d'une baisse des émissions souveraines du GCC, en 2016 le marché sukuk mondial a connu un rebond après son sommet en 2012, l'émission des sukuk mondiale a affiché une solide croissance d'environ 13% par rapport à l'année précédente pour atteindre 74,8 milliards US\$.

Selon RAM Ratings l'émission globale des sukuk a atteint 22,2 milliards US\$ à fin mars 2017 [78], et selon les données de Bloomberg, ils ont atteint un montant de presque 25 milliards à fin Juin 2017 [79]. Pour Thomson & Reuters, les émissions en 2017 se situeront entre 75 et 100 milliards de dollars au total et qui restera stable au cours des 4 prochaines années, de 2018 à 2021 [80].

5.1-REPARTITION DES SUKUK SUR LE PLAN INTERNATIONAL ET DOMESTIQUE :

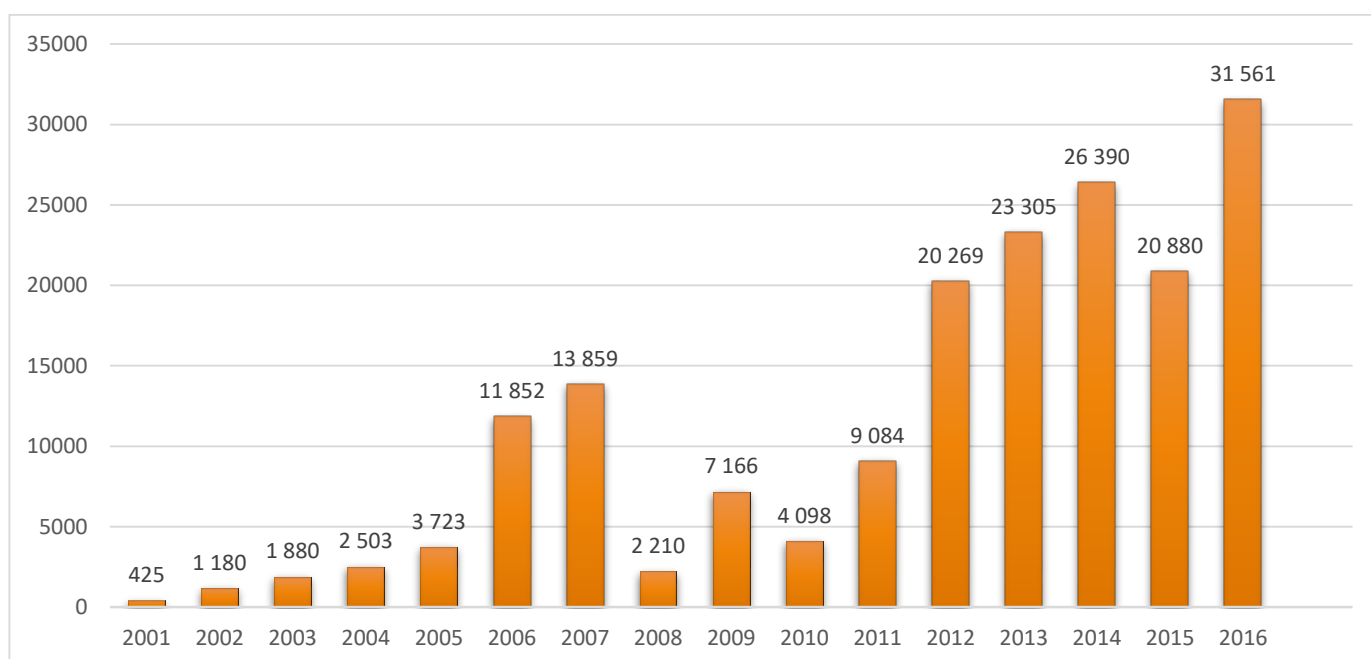
5.1.1- L'EMISSION DES SUKUK INTERNATIONAUX

Bien que le marché sukuk international, représentant les sukuk émis en US\$, ait augmenté dans sa part du total des émissions sukuk, passant de 34% en 2015 à 44% au troisième trimestre de 2016, le volume de ses émissions a diminué pour s'établir à 16,85 milliards US\$ en 2016, par rapport à 17,38 milliards US\$ dans le troisième trimestre de l'année écoulée 2015 [81].

Le gouvernement malaisien dominant le marché mondial des sukuk, est retourné au marché international des sukuk en avril, avec une émission de 1,5 milliards US\$ de deux tranches : un sukuk wakala de 10 ans d'une valeur de 1 milliard US\$ et un autre sukuk wakala de 30 ans d'une valeur de 500 millions US\$ [82]. Quant au Bahrein, il a eu recours au marché international des sukuk avec une émission sukuk Al-Ijara en Octobre 2016 d'une valeur de 1 milliard US\$.

Selon Thomson Reuters, le plus grand contributeur par secteur pour les sukuk internationaux est constitué par des institutions financières, dont 11 milliards US\$ ont été émis au cours des neuf premiers mois de 2016, suivis d'émissions souveraines de 3,8 milliards US\$ en 2016.

Figure 3 : Total des émissions sukuk internationales entre 2001-2016 en million US\$



Source : Bloomberg database, Thomson&Reuters, & IIFM sukuk database.

Le marché sukuk a pleinement émergé de la tendance à la baisse observée en 2008 et 2009. Il y a eu plusieurs émissions de sukuk importante en provenance de la Malaisie, du Qatar, de la Turquie, des Emirats Arabes Unis, de l'Arabie Saoudite, de l'Indonésie, de Bahreïn, etc.

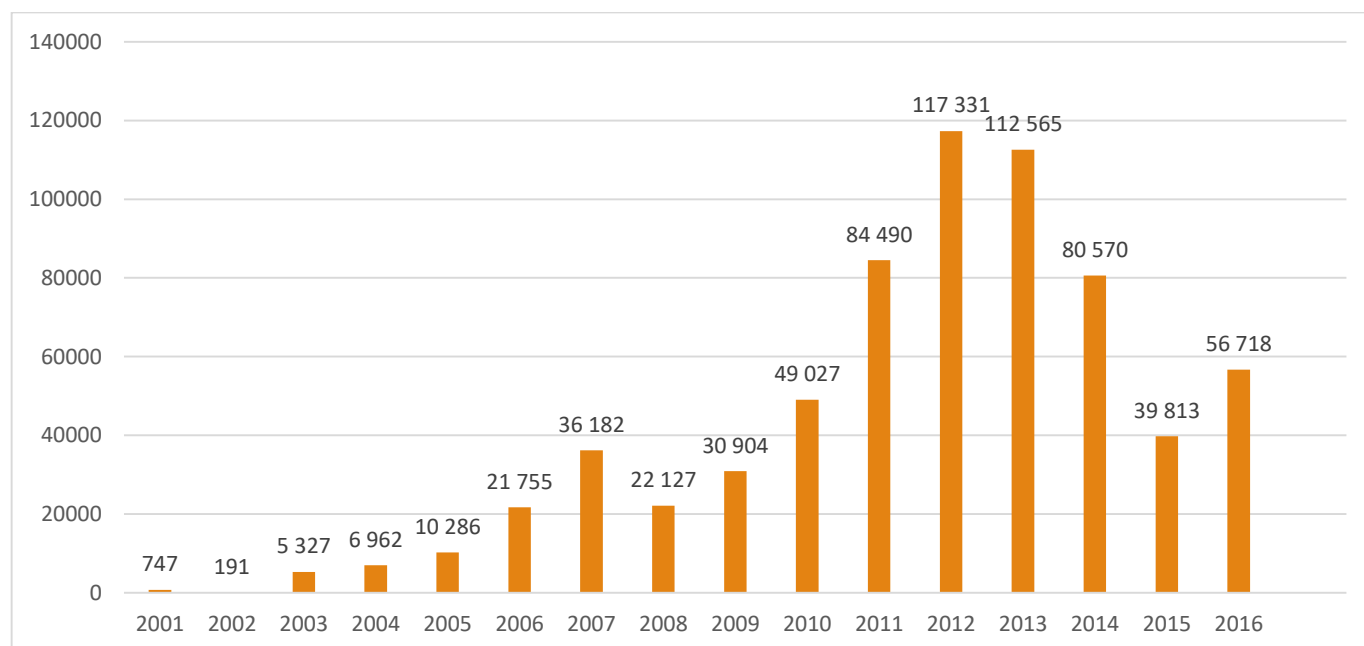
Comme l'illustre la figure n°3, on remarque bien que l'année 2012 a été une année record en termes d'émissions internationales de sukuk avec un montant d'émissions totales de 20,26 milliards US\$, comparativement au précédent record de 2007 de 13,85 US\$. Entre 2013 et 2014, l'émission internationale de sukuk a augmenté de presque 13%, avec un total de 23.30 milliards US\$ en 2013, et 26.4 milliards US\$ en 2014. Cependant, en 2015, le volume de ces émissions a baissé et s'est établi à 20.88 milliards US\$, cette baisse a été attribuée en partie à des incertitudes économiques dans le système financier mondial. En 2016, le total d'émissions internationales de sukuk a augmenté et a atteint un montant total de 31.56 milliards US\$, la plus élevée des émissions enregistrées depuis la création du marché de sukuk après celle de 2014, ce qui se traduit par une augmentation de 10,68 US\$ par rapport à 2015.

5.1.2- L'EMISSION DES SUKUK DOMESTIQUES

En ce qui concerne le marché domestique des sukuk, il est devenu de plus en plus dynamique dans de nombreux pays. Le Soudan³¹ et Bahreïn ont aussi développé leurs propres marchés locaux via l'émission des sukuk domestiques à court terme [83]. Selon Thomson Reuters, la Malaisie reste le plus grand marché domestique de sukuk suivie par les Émirats arabes unis et l'Arabie saoudite, ainsi que l'Indonésie aussi, qui essaye de concurrencer la Malaisie, même si elle est en phase initiale de développement. Hong Kong aussi est toujours confronté à la concurrence de la Malaisie, avec son marché sukuk domestique actif.

³¹ En 2000, des certificats domestiques souverains à court terme de Al-Musharaka, libellées en livres soudanaises d'une valeur de 77 millions furent émises par le gouvernement soudanais.

Figure 4 : Total des émissions sukuk domestiques entre 2001-2016 en million US\$



Source : Bloomberg database, Thomson&Reuters, & IIFM sukuk database.

Les émissions domestiques de sukuk, comme illustré sur la figure n°4, ont connu une tendance haussière jusqu'à 2007 avec un montant de 36 milliards US\$, alors qu'elles ont connu une baisse en 2008 à cause de la crise financière, pour retrouver leur rythme en 2009, avec un montant total d'émission de 30 milliards US\$, elles ont atteint leur sommet en 2012 pour un montant de 117 milliards US\$. Le marché domestique des sukuk a connu par la suite une baisse majeure entre 2014 et 2015 provenant surtout de la baisse des émissions du marché malaisien, alors qu'en 2016 les émissions domestiques de sukuk sont passées à 56,71 milliards US\$ pour 39,81 milliards US\$ en 2015 ; la plus grande part de cette augmentation provient du marché malaisien, soit 29 milliards US\$.

Bien que le marché domestique de sukuk devient actif dans un certain nombre de juridictions citées au-dessus ; en particulier l'Indonésie, les Emirats Arabes Unis, l'Arabie Saoudite, la Turquie et le Pakistan ; qui émergent comme des leaders potentiels ; il y a lieu de constater l'implication progressive d'un certain nombre de pays comme la Gambie, la Côte d'Ivoire, le Sénégal, le Bangladesh qui commencent à développer leur marché domestique de sukuk.

Les instruments financiers participatifs occupent une niche en croissance rapide sur les marchés de capitaux mondiaux. Les sukuk en particulier ont été présentés comme une alternative aux obligations conventionnelles basées sur les intérêts. Ils sont souvent considérés comme des titres adossés à des actifs sans intérêt et répondant aux critères de la finance participative.

6- CONCLUSION

Les sukuk sont considérés comme la pierre angulaire de la finance participative, ils sont conçus comme les plus utilisés dans ce domaine ; et deviennent de plus en plus populaires dans le monde entier. Aussi, ils jouent un rôle important pour la mobilisation de ressources de financement et d'interaction pour divers acteurs et projets d'investissement. Ils permettent de proposer une solution alternative aux obligations classiques qui représentent une créance, portant « un intérêt », choisies par de nombreux investisseurs étant supposées être plus sûres et considérées

comme ayant suffisamment de liquidités. Tandis que les sukuk représentent une part de la propriété des actifs de l'émetteur offrant de meilleurs rendements.

Notre analyse descriptive des « sukuk » comme instrument financier alternatif nous a cependant, permis de dresser un bilan théorique ainsi qu'un certain nombre de lois fondamentales afin de faciliter la mise en évidence et la contextualisation des interactions de ces derniers, leur usage et leur structuration.

Les sukuk, comme support d'investissement, sont encadrés par des principes de la Shari'ah, qui sont censés orienter les investisseurs, les institutions financières, les régulateurs...etc, d'une manière générale. Bien que les vues du Dr. Taqi Usmani et de la décision de l'AAOIFI aient provoqué une agitation dans cette industrie financière, cela constituait un mouvement positif vers l'amélioration de la transparence et le rapprochement de la substance des produits sukuk par rapport aux principes fondamentaux de la Shari'ah, en vue de répondre, enfin, aux besoins de tous les investisseurs des pays musulmans et non musulmans. En outre, les Sukuk peuvent jouer un rôle crucial dans le développement économique et social d'un pays.

Au cours des dernières années, le marché sukuk a connu un développement certain en termes de produits tels que la Wakalah, la Mudarabah et la Murabahah. Ce développement doit être surveillé afin de pouvoir accéder à un marché mondial de sukuk, bien structuré et diversifié. Toutefois, les progrès significatifs réalisés par les sukuk dans la création d'une empreinte toujours plus profonde pour le marché mondial de la finance participative, ont été évidents en matière d'augmentations progressives des émissions au cours de la dernière décennie. Les participants à cette industrie ont fait preuve de l'ingéniosité quant à la façon de développer de nouvelles structures et ont pu trouver des zones fraîches pour l'utilisation des sukuk, ce qui devrait soutenir l'utilisation future de cet instrument financier.

Bien que les sukuk puisse générer un revenu plus élevé que les obligations conventionnelles, les différentes structurations des sukuk, ainsi que la transparence des marchés, ne doivent pas négliger les problématiques propres à ce produit, concernant le transfert de propriété au détenteur de l'actif sous-jacent (qui n'a pas été suffisamment prouvé pour prévenir la menace d'un risque de défaut, et donc le recours à cet actif en cas de défaut) ainsi que les garanties et la gestion des risques...etc.

Cependant, un effort concerté, non seulement de la part des chercheurs de la Shari'ah, mais aussi de la participation et de l'engagement de toutes les parties prenantes (les régulateurs, les acteurs de l'industrie et les investisseurs), doit être fait en vue de résoudre l'ensemble de ces problèmes. En conséquence, la notation des sukuk pourrait aussi jouer un rôle incontournable, faisant d'eux une meilleure alternative par rapport aux obligations classiques potentiellement toxiques.

Le challenge reste l'adoption de ces éléments clés, étant primordiaux et nécessaires, afin que les sukuk constituent une source appréciable de financement islamique pour le développement économique et social des différentes juridictions et une alternative, réelle et sûre, contre leurs homologues ; ce qui permettra de développer encore plus une industrie beaucoup plus compétitive, permettant d'innover et de proposer des solutions de financement viables et durables.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- [1] Tahmoures, A. (2013). Compare and contrast sukuk (islamic bonds) with conventional bonds, are they compatible ? In *Journal of Global Business Management (JGBM)*, V°9, N°1. (pp :44-52) ;
- [2] Lahlou, A. (2015). Economie et finance en islam : Une éthique pour stabiliser l'économie et recadrer la finance. Casablanca : Al Madariss ;
- [3] Haroon, L. & al. (2016). State of the global islamic economy report 2016/17. Thomson Reuters & DinarStandard, Hammaad Chaudry & Paul Cochrane (Eds.) ;
- [4] Ibid., p. 52.
- [5] Agence Ecofin. (2016). Le Kenya veut s'ouvrir à la finance islamique et envisage un premier sukuk souverain en 2017. En ligne : <http://fr.africatime.com/kenya/articles/le-kenya-veut-souvrir-la-finance-islamique-et-envisage-un-premier-sukuk-souverain-en-2017>
- [6] Harmak, R. (2016). Sukuks : Comment se fera l'émission au Maroc. Aujourd'hui le Maroc. En ligne : <http://aujourd'hui.ma/economie/comment-se-fera-lemission-de-sukuks-du-maroc>
- [7] Kammer, A. & al. (2015). Islamic finance : Opportunities, challenges, and policy options, International Monetary Fund. En ligne : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1505.pdf>
- [8] Usmani, M. I. (2007). Fixed income securities shari'a perspective. State Bank of Pakistan (SBP) Research Bulletin, Vo 3, N°1, (pp : 63-74) ; voir aussi : McMillen, M. J. T. (2007). Contractual enforceability issues : Sukuk and capital markets development. Chicago Journal of International Law (CJIL), Vo 7, N° 2, Article 6, (pp : 427-467). En ligne : <http://chicagounbound.uchicago.edu/cjil/vol7/iss2/6> ; voir aussi : Ayub, M. (2007). Understanding Islamic Finance. England : John Wiley & Sons, Ltd. (P :204).
- 2009، يناير "بين النظرية والتطبيق :الصكوك الإسلامية" الدكتور أشرف محمد دوايه،
- [9] Bengarai, T. (2010). Comprendre la finance islamique : Principes, pratiques et éthiques. Paris : Les 4 Sources ;
- [10] Cekici, Z. I. (2012). Le cadre juridique français des opérations de crédit islamique. Thèse de doctorat en sciences politiques et histoires, Université de Strasbourg ; voir aussi : Rezaei, Z. (2013). Sukuk : An islamic financial instrument. Management and Administration Sciences Review, Vo 2, N°3 (261-267). En ligne : <http://absronline.org/journals/index.php/masr/article/view/108/134>
- [11] Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). (2008). Les normes (standards) shari'ah pour les institutions financières. Article 2, n°17, p : 307 ; Voir aussi : Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). (s.d). [Exposure Draft (ver. 1.6) of] Financial Accounting Standard No. 29 Sukuk Issuance. En ligne : <http://aaofi.com/wp-content/uploads/2017/03/Sukuk-standard-with-BOC-v5-.pdf>
- [12] Securities Commission. (2004). Guidelines on the offering of islamic securities. A-4. En ligne : https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/bondmkt/Guidelines-Islamic_PDF.pdf
- [13] Islamic Financial Services Board (IFSB). (2009). Capital adequacy requirements for sukuk, securitisations and real estate investment. (pp : 1-21) ; voir aussi : Islamic Financial Services Board (IFSB-15). (2013). Revised Capital Adequacy Standard For Institutions Offering Islamic Financial Services « Excluding islamic insurance (Takaful) institutions and islamic collective investment schemes ». P : 106 ;
- [14] Dahir n° 1-08-95 du 20 Chaoual 1429 (20 Octobre 2008) portant promulgation de la loi n° 33-06 relative à la titrisation des actifs (modifiée par la loi n° 119-12 et par la loi n°05-14), section II – Des certificats de sukuk, article 7-1, (pp :8). En ligne : <http://www.ammc.ma/sites/default/files/Dahir%20n%C2%B01-08-95%20.pdf>
- [15] Bengarai, T., op. cit., p. 117.
- [16] Zulkhibri, M. (2015). A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk. *Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Borsa Istanbul Review*, 15(4), 237-248. Doi : 10.1016/j.bir.2015.10.001 ;
- [17] Saint Coran, verset 282 de la sourate Al-Baqara, :

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَى أَجَلٍ مُسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكُنْ بِكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ وَلَا يَأْبَ كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ فَلْيَكْتُبْ وَلْيُمْلِلِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئًا فَإِنْ كَانَ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ سَفِيهًا أَوْ ضَعِيفًا أَوْ لَا يَسْطِيعُ أَنْ يُمِلَّ هُوَ فَلْيُمْلِلْ وَلِيُّهُ بِالْعَدْلِ وَاسْتَشْهِدُوا شَهِيدَيْنِ مِنْ رَجَالِكُمْ فَإِنْ لَمْ يَكُونَا رَجُلَيْنِ فَرَجُلٌ وَامْرَأَتَانِ مِمَّنْ تَرْضَوْنَ مِنَ الشُّهَدَاءِ أَنْ تَضِلَّ إِحْدَاهُمَا فَتُذَكَّرَ

إِخْدَاهُمَا الْآخَرَىٰ وَلَا يَأْبُ الشُّهَدَاءُ إِذَا مَا دُعُوا وَلَا تَسْأَمُوا أَنْ تَكْتُبُوهُ صَغِيرًا أَوْ كَبِيرًا إِلَىٰ أَجَلِهِ ذَلِكُمْ أَقْسَطُ عِنْدَ اللَّهِ وَأَقْوَمُ لِلشَّهَادَةِ وَأَدْنَىٰ أَلَّا تَرْتَابُوا إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً حَاضِرَةً تُدِيرُونَهَا بَيْنَكُمْ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَلَّا تَكْتُبُوهَا وَأَشْهَدُوا إِذَا تَبَايَعْتُمْ وَلَا يُضَارَ كَاتِبٌ وَلَا صَدَقَ اللَّهُ الْعَظِيمَ شَهِيدٌ وَإِنْ تَعَلَّوْا فَإِنَّهُ فَسُوقٌ بِكُمْ وَاتَّقُوا اللَّهَ وَيُعَلِّمُكُمُ اللَّهُ وَاللَّهُ بِكُلِّ شَيْءٍ عَلِيمٌ

- [18] Rohim, M. & Shereeza, M. S. (2013). Analysis on the thoughts of Imam Abu Hanifah and Imam Syafi'i on the Ijtihad Method for sukuk instrument. *Jurnal Teknologi*. 62(1), (pp : 17-24). En ligne : <http://www.jurnalteknologi.utm.my/index.php/jurnalteknologi/article/view/1205/1557>
- [19] Imam Malik. (s.d). Al Muwatta, chapitre XIX : De la vente à intérêt et ce qui lui est similaire, n° (1339) 46, (pp :272-273). En ligne : <http://ddata.over-blog.com/4/22/62/75/Al-Mouwatta.pdf>. Voir aussi le lien : <http://forhuman.free.fr/hadith/malek/L31.html>
- [20] Yahya ben charaf Abou Zakazia An-nawawi. (1996). Charh An-nawawi ala muslim : Kitabou Al-bouyoue, n°1528. Dar Al-Khayr ; Voir aussi le lien : <http://www.hadithportal.com/hadith-1528&book=2>
- [21] Rohim, M. & Shereeza, S. M., op. cit., p. 18.
- [22] Ibid., p. 17-24.
- [23] Islamic Fiqh Academy. (2000). Resolutions and recommendations of the council of Islamic Fiqh Academy : 1985-2000, resolution n°30 (5/4) concerning « Muqaradha » bonds and investment certificates, p : 61-62. Le Conseil de l'Académie Islamique du Fiqh, a tenu sa quatrième session à Jeddah, Royaume d'Arabie Saoudite, du 18 au 23 Jumada Tahni 1408 AH (6-11 février 1988), à l'Académie Islamique Internationale du Fiqh. (Jeddah : Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute & Islamic Fiqh Academy, 2000) ;
- [24] Bank Negara Malaysia (BNM). (2007). Sukuk : Efficient diversification mechanism and new asset class. In *Financial Stability and Payment Systems Report 2007*. P: 53. En ligne : http://www.bnm.gov.my/files/publication/fsps/en/2007/cp02_001_whitebox.pdf
http://www.bnm.gov.my/files/publication/fsps/en/2007/fs2007_book.pdf
Voir aussi : Dusuki, A. W. (2009). Challenges of realizing *maqasid al-shariah* (objectives of *shariah*) in islamic capital market : Special focus on equity-based sukuk. 3rd USM-ISDEV International Islamic Management Conference on Islamic Capital Market. Centre for Islamic Management Studies University Sains Malaysia, USM, Penang. Voir aussi : Alam, N., Fethi, D. M., & Ariss, T. R. (2016). Green Sukuk: An Innovation in Islamic Capital Markets. In Dorsman, A., Arslan-Ayaydin, O. Karan, M. B. (Eds.), *Energy, Sustainability and Finance* (pp. 167-185). Switzerland : Springer. DOI : 10.1007/978-3-319-32268-1_10
- [25] Alam, N., Fethi, D. M., & Ariss, T. R. (2016). Green Sukuk : An Innovation in Islamic Capital Markets. In Dorsman, A., Arslan-Ayaydin, O. Karan, M. B. (Eds.), *Energy, Sustainability and Finance* (pp. 167-185). Switzerland : Springer. DOI : 10.1007/978-3-319-32268-1_10
- [26] Dubai International Financial Centre (DIFC). 2009. Sukuk guidebook. (pp : 1-96) ;
- [27] Mirakhor, A. & Zaidi, I. (2007). Profit-and-loss sharing contracts in islamic finance. In M. Kabir Hassan & Mervyn K. Lewis (Eds.), *Handbook of Islamic Banking*, (pp. 49-63). Cheltenham, UK • Northampton, MA, USA : Edward Elgar Publishing ;
- [28] Al-Khawarizmi Group. (2012). Les sukuks : Une nouvelle alternative de financement pour le Maroc. En ligne : <http://ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/Alkhawarizmi-Sukuk-Report-2013.pdf>
- [29] Ibid., p. 9.
- [30] Howladar, K. (2006). Shari'ah and sukuk : A Moody's primer. *Moody's Investors Service*, p : 2, En ligne : www.assaif.org/content/download/584/4385/file/mdys
- [31] Abdullah, A. K. (2014). Sukuk and bonds : A comparison. In Kamali, M. H. & Abdullah, A. K. (Eds.), *Islamic Finance : Issues in sukuk and proposals for reform*, (pp. 73). UK : The International Institute of Advanced Islamic Studies and the Islamic Foundation ;
- [32] Sayegh, L. G. (2011). La religion dans les affaires : La finance islamique. Paris : Fondapol ; Voir aussi : Stimpfle, A. (2011). Islamic finance made in germany : The 2004 sukuk issue by the State of Saxony-Anhalt. Munich : GRIN Verlag, Open Publishing GmbH ; voir aussi : Ruimy, M. (2008). La finance islamique. Paris : Arnaud Franel ;
- [33] Grewal, B. K. (2013). Islamic finance in the global financial system. In Di Mauro, F., Caristi, P., Couderc, S., Di Maria, A., Ho, L., Grewal, B. K., Masciantonio, S., Ongena, S. & Zaheer, S. (Eds.),

Islamic finance in Europe (pp : 29). Allemagne : Banque Centrale Européenne, Séries de papiers occasionnels N°146 ;

[34] Sekreter, A. (2013). Importance of transparency in islamic finance. *Journal of Business*, (pp : 47-50) ; voir aussi : Noriza, M. S & Hanif, M. N. (2014). Equity-based sukuk : Robust performance of musharakah and mudharabah contract. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, Vol. 10, No. 5, 607-613 ; Voir aussi : Reuters. (2007). Most sukuk 'not Islamic', body claims. *Arabian Business*. En ligne : <http://www.arabianbusiness.com/504577-most-sukuk-not-islamic-say-scholars> ; Abbas, M. (2008). Sukuk should be equity instruments. Reuters. En ligne : <http://gulfnnews.com/business/investment/sukuk-should-be-equity-instruments-1.110624> ; Voir aussi : Zulkhibri, M. (2015). A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk. *Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Borsa Istanbul Review*, 15(4), 237-248. Doi : 10.1016/j.bir.2015.10.001 ;

[35] Khan, T., Elsiefy, E. & EunKyoung, L. (2014). Legal and regulatory issues in issuing sukuk in south korea : Lessons from developed countries experience. *International Journal of Economics, Commerce and Management (IJECEM)*, Vol. II, Issue 7, (pp : 1-39) ;

[36] Dusuki, A. W. & Mokhtar, S. (2010). Critical appraisal of shari'ah issues on ownership in asset-based sukuk as implemented in the islamic debt market. *International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA)*, n°8. 1-33 ;

[37] Alam, N., Kabir, H. & AminulHaque, M. (2013). Are islamic bonds different from conventional bonds ? International evidence from capital market tests. *Borsa Istanbul Review*, n°13, (pp : 22-29) ;

[38] Nazar, J. K. (2011). Regulatory and financial implications of sukuk's legal challenges for sustainable sukuk development in islamic capital market. *8th International Conference on Islamic Economics and Finance*. Center for Islamic Economics and Finance, Qatar Faculty of Islamic Studies, Qatar Foundation ;

[39] Taoual, S. (2016). Sukuk : A potential for stability and development in the GCC. *Economics Discussion Papers n°7*, Kingston University London : United Kingdom ;

[40] Thomas, A., Cox, S. & Kraty, B. (2005). *Structuring islamic finance transactions*. London : Euromoney Books. Voir aussi : De Belder, R. T. (2008). Investment banking. In R. Millar & H. Anwar (Eds.), *Islamic finance : A guide for international business and investment*. (pp : 93-102). London : Global Market Briefings (GMB) Publishing Ltd ;

[41] Ben Terdey, Z. (2007). *Banques et assurances : les nouveaux produits de la finance islamique et éthique musulmane*. Isla Invest Consulting. En ligne : <https://ribh.files.wordpress.com/2007/12/presentation-isl-invest-m-benterdey.pdf>

[42] Wilson, R. (2008). Innovation in the structuring of islamic sukuk securities. *Humanomics*, Vol. 24 No. 3, (pp : 170-181), Royaume-Uni : Emerald Group Publishing, DOI 10.1108/08288660810899340 ;

[43] Usmani, M. T. (2001). Principles of chari'a covering islamic investment funds. En ligne : www.cba.edu.kw/elsakka/islam_investment_funds.pdf

[44] AL-Bashir, M. A. (2008). Structuring Sukuk, a lecture wrote for MBA students. En ligne : www.asiancampus.net

[45] Sairally, B. S. & al. (2017). Sukuk : Principales & practices. *International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA) & Securities Commission Malaysia*. (pp : 30). Pearson Malaysia : Kuala Lumpur.

[46] Faleel, J. (2013). How sukuk (islamic bonds) differ from conventional bonds. En ligne : <http://www.dummies.com/personal-finance/islamic-finance/how-sukuk-islamic-bonds-differ-from-conventional-bonds/>

Voir aussi : Voir aussi : Islamic Financial Services Board (IFSB-15). (2013). Revised Capital Adequacy Standard For Institutions Offering Islamic Financial Services « Excluding islamic insurance (Takaful) institutions and islamic collective investment schemes ». P : 106-Annexe D ;

[47] Quiry, P. & Le Fur, Y. (2006). Actualité : La finance islamique. La lettre Vernimmen.Net, n°51. En ligne : https://www.vernimmen.net/Lire/Lettre_Vernimmen/Lettre_51.html

[48] Lahlou, A., op. cit., p. 272.

[49] Al- Khawarizmi, G., op. cit., p. 49.

[50] Lahlou, A., op. cit., p. 272.

[51] Islamic Financial Services Board (IFSB). (2009). Capital adequacy requirements for sukuk, securitisations and real estate investment. (pp : 1-28). En ligne : <http://www.ifs.org/published.php>

- [52] Lahlou, A. (2015). Economie et finance en islam : Une éthique pour stabiliser l'économie et recadrer la finance. Casablanca : Al Madariss ;
- [53] Patel, A. (2013). Sukuk, nouveau gisement de financement pour le Maroc. Sukuk workshop. En ligne : [http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/UserFiles/File/2013/Note Information/Patel-Sukuk%20101.pdf](http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/UserFiles/File/2013/Note%20Information/Patel-Sukuk%20101.pdf)
- [54] Cizakça, M. (2010). Domestic borrowing without the rate of interest : Gharar and the origins of sukuk. Symposium on Sukuk Financial Instruments. DIFC Conference Centre : Dubai. Voir aussi : Nordin, N., Abdul Aziz, S., Ahmad, A. A., & Daud, N. (2014). Contracting with gharar (uncertainty) in forward contract : What does islam says ? Asian Social Science, Vol. 10, N°15, (pp : 37-47) ;
- [55] Bengarai, T., op. cit., p.119.
- [56] Zulkhibri, M. (2015). A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk. *Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank*, Borsa Istanbul Review 15-4. PP : 237-248 ;
- [57] Tariq. A & Dar, H. (2007). Risks of sukuk structures : Implications for resource mobilization. Wiley Inter science Publications. *Thunderbird International Business Review*, Vol. 49(2), 203-223. Wiley Periodicals, Inc. Doi : 10.1002/tie.20140 ;
- [58] Hassoune, A. (2009). Principes de structuration des sukuk. *Les Cahiers de la Finance Islamique : « Finance éthique et finance islamique : Quelle convergence ? »*, n°1, 18-28. En ligne : http://www.ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/cahiers_fi_01.pdf
- [59] Lackmann, B. G. (2015). Types of sukuk (islamic bonds) and history of Japanese company issuance. Nomura Institute of Capital Markets Research. Vol.6, No.3 ;
- [60] Al-Khawarizmi, G. op. cit., p. 6-100-101 ;
- [61] Tariq. A & Dar, H. (2007). Risks of sukuk structures : Implications for resource mobilization. Wiley Inter science Publications. *Thunderbird International Business Review*, Vol. 49(2), 203-223. Wiley Periodicals, Inc. Doi : 10.1002/tie.20140 ;
- [62] Lackmann, B. G. (2015). Types of sukuk (islamic bonds) and history of Japanese company issuance. Nomura Institute of Capital Markets Research. Vol.6, No.3 ; voir aussi : Tariq. A & Dar, H. (2007). Risks of sukuk structures : Implications for resource mobilization. Wiley Inter science Publications. *Thunderbird International Business Review*, Vol. 49(2), 203-223. Wiley Periodicals, Inc. Doi : 10.1002/tie.20140 ;
- [63] Al-Khawarizmi, G. op. cit., p. 7 ;
- [64] Usmani, M. I. (2007). Fixed income securities shari'a perspective. State Bank of Pakistan (SBP) Research Bulletin, Vo 3, N°1, (pp : 63-74) ;
- [65] Bengarai, T. (2010). *Comprendre la finance islamique : Principes, pratiques et éthique*. Paris : Les 4 Sources ; Nisar, S. (2007). Islamic bonds (sukuk) : Its introduction and application. En ligne https://scholar.google.co.in/citations?view_op=view_citation&hl=en&user=3Sx2E1kAAAAJ&citation_for_view=3Sx2E1kAAAAJ:9yKSN-GCB0IC
- [66] Lahlou, A., op. cit., p : 274 ;
- [67] Sairally, B. S. & al. (2017). Sukuk : Principales & practices. International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA) & Securities Commission Malaysia. (pp : 104). Pearson Malaysia : Kuala Lumpur.
- [68] CDVM. (2012). Sukuk, quel potentiel de développement au Maroc ? En ligne : [http://www.ammc.ma/sites/default/files/Rapport Sukuk 07122012 0.pdf](http://www.ammc.ma/sites/default/files/Rapport%20Sukuk%2007122012%200.pdf)
- [69] Sairally, B. S. & al., op. cit., p. 104 ;
- [70] Leins, S. (2012). Les sukuk à la conquête du monde. LaBanqueIslamique. En ligne : <http://www.labanqueislamique.fr/sukuk%20a%20la%20conquete%20du%20monde.htm>
- [71] Safari, M., Ariff, M. & Shamsheer, M. (2014). Sukuk securities : New ways of debt contracting. Wiley Finance Series. Singapore : John Wiley & Sons ;
- [72] Nisar, S. (2007). Islamic bonds (sukuk) : its introduction and application. En ligne : <http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2009/09/ISLAMIC-BONDS-SUKUK-ITS-INTRODUCTION-AND-APPLICATION.doc>
- [73] Alvi, I. A. & al. (2010). Sukuk report: A comprehensive study of the international sukuk market. International Islamic Financial Market (IIFM). 1ère Edition;
- [74] Nisar, S., op. cit., p. 1-14 ;
- [75] Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux (AMMC). 2012. Sukuk : Quel potentiel de développement au Maroc ?

En ligne : http://www.ammc.ma/sites/default/files/Rapport_Sukuk_07122012_0.pdf

[76] Alvi, I. A. & al. (2016). Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market. International Islamic Financial Market (IIFM). 5ème Edition. Voir aussi : Agence Ecofin. (2016). Le marché des sukuks se contracte de 45% en 2015 en raison de la baisse des émissions malaisiennes. En ligne :

<http://www.agenceecofin.com/finance-islamique/1201-35026-le-marche-des-sukuks-se-contracte-de-45-en-2015-en-raison-de-la-baisse-des-emissions-malaisiennes>

[77] Kanady, S. (2017). Bright prospects for sukuk issuance in 2017. The Peninsula. En ligne : <https://www.thepeninsulaqatar.com/article/07/01/2017/Bright-prospects-for-sukuk-issuance-in-2017>

[78] Pakistan Observer, islamic banking and finance : Q1 global sukuk issuance at \$22.2b. En ligne : <http://pakobserver.net/q1-global-sukuk-issuance-22-2b/>

[79] Ashworth, M. (2017). Saudi's bond bling. BloombergGadfly

En ligne : <https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2017-04-13/saudi-arabia-s-sukuk-success>

[80] Al-Ansari, R. & al. (2016). Sukuk perceptions & forecast study 2017 : Poised for growth. Thomson Reuters. En ligne : <http://ceif.iba.edu.pk/pdf/ThomsonReuters-SukukPerceptionsForecastStudy2017.pdf>

[81] Al-Ansari, R. & al., op. cit., p. 28.

[82] Islamic Financial Services Board. (2017). Islamic financial services industry : Stability report 2017 ;

[83] Jivraj, H. (2017). Faith in finance – An introduction to sukuk structures. Debtwire ;