

**FELLAJI Asmae**

Ecole Nationale de Commerce et  
de Gestion, Université Abdelmalek  
Essaâdi, Tanger, Maroc  
fellaji@gmail.com

**BELKHEIRI Omar**

Ecole Nationale de Commerce et  
de Gestion, Université Abdelmalek  
Essaâdi, Tanger, Maroc  
Omar.belkheiri@gmail.com

## **La Performance des Fonds Islamiques au Maroc Etude comparative entre OPCVM islamiques et OPCVM conventionnels**

**Résumé:** Les fonds islamiques connaissent un développement considérable au cours des dernières années. Au Maroc, le marché de la finance islamique est encore jeune et le nombre de ces fonds reste réduit. La question de la performance est déterminante pour le développement de ces produits financiers. Ainsi, cette étude a pour objet de répondre à la question suivante : est-ce que les fonds respectant les principes islamiques obtiennent de meilleures performances que leurs pairs conventionnels ? Pour apporter des éléments de réponse à cette problématique, nous allons procéder par une étude comparative entre la performance financière des OPCVM islamiques et celle des OPCVM conventionnels. Les résultats ont conclu en une légère sur-performance des premiers par rapport aux derniers.

**Mots clés:** Fonds islamiques, OPCVM islamiques, Fonds éthiques, Performance financière

**Abstract :** In Morocco, the Islamic finance market is still young and the number of these funds remains limited. The issue of performance is critical to the development of these financial products. Thus, this study aims to answer the question: do Islamic funds perform better than their conventional peers? To provide some answers to this problem, we will proceed with a comparative study between the financial performance of Islamic funds (Al Moucharaka, Attakafoul, Al Moussahama, Al Badil Chaabi Asshoum) and that of conventional funds. The results concluded in a slight outperformance of Islamic mutual funds compared to conventional mutual funds.

**Keys words :** Islamic funds, Islamic mutual funds, Ethical Funds, Financial Performance

## INTRODUCTION

La finance islamique est un concept qui a fait couler beaucoup d'encre ces vingt dernières années. Elle a suscité l'intérêt de plusieurs chercheurs et a été toujours traitée sous un angle idéologique. Cette communication pourrait cependant être une tentative de mener une analyse scientifique de ce sujet, en étudiant la question de la performance des fonds islamiques, et plus spécialement des OPCVM.

Cette finance islamique puise ses principes de la loi de la religion musulmane qui n'est autre que la Shari'a, basée essentiellement sur le Coran. Souvent définie par une série d'interdits (les investissements ne sont pas autorisés dans certains secteurs tels que l'industrie du jeu, du tabac, de l'alcool, de l'armement... comme dans les entreprises qui dépassent certains pourcentages d'endettement), elle repose plutôt sur le principe de la permission (ou licéité) qui stipule que toute chose est licite tant qu'un argument ne vient pas en prouver la prohibition.

Pour répondre aux attentes des personnes physiques et investisseurs institutionnels soucieux de l'éthique dans leurs portefeuilles, l'ingénierie financière islamique a permis de concevoir une gamme de produits et services financiers islamiques qui ont fait leur introduction dans les marchés financiers. Il s'agit essentiellement des fonds d'investissements, des indices boursiers et des obligations islamiques (*sukuk*). Ces produits et services financiers islamiques viennent proposer aux investisseurs un moyen de diversifier leurs portefeuilles, leur permettant ainsi d'investir conformément à leurs principes religieux.

Le marché de la finance islamique n'a pas encore atteint le niveau de développement souhaité. Son encours reste encore faible et la majorité des transactions réalisées est concentrées en Arabie Saoudite et en Malaisie.

La question de la performance des fonds islamiques est déterminante pour le développement de ce type de fonds et, par conséquent, de la finance islamique. Pour traiter de cette question, nous allons procéder à une étude comparative entre la performance des OPCVM islamiques et celle des OPCVM conventionnels. La performance de ces fonds sera mesurée à travers le rendement et le risque pour comparer, par la suite, le ratio de Sharpe de ces derniers.

Pour ce faire, la première partie fera le point sur la définition et les caractéristiques des fonds d'investissements islamiques. La deuxième partie, quant à elle, présentera l'étude de la performance de ces fonds.

### 1. Approches conceptuelle et théorique

#### 1.1. Quels sont les fonds islamiques ?

A côté des banques islamiques et des compagnies d'assurance islamique, les fonds d'investissement islamiques font partie intégrante du système financier islamique et sont considérés parmi les institutions financières qui composent ce système. Représentant l'équivalent des OPCVM (Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières), les fonds d'investissement sont mis en place parallèlement à des fonds conventionnels préexistants, qui investissent dans une gamme plus large d'actifs.

Historiquement, les premiers fonds d'investissement islamiques ont été créés durant les années 1970 (EL KHAMLICHI 2012, 64). Cependant, ils n'ont pas pu survivre à cause de l'absence d'un marché structuré et d'un cadre réglementaire approprié. Ce n'est qu'à partir de 1986 que ces fonds ont commencé à apparaître réellement et ont connu des taux de croissance importants du milieu des années 1990.

Un fond islamique est « un groupe d'intérêt commun où des investisseurs réunissent leur surplus d'argent dans le but de l'investir et d'en tirer un profit halal strictement conforme aux préceptes de la Législation Islamique » (ABD-UL-JALÎL 2007). Dans le cas de fonds par actions, les montants sont investis dans les parts d'entreprises cotées en bourse. Les profits sont réalisés en grande partie en achetant les actions et les revendant à un prix supérieur. Une source de profit provient des dividendes distribués par les entreprises.

SIAGH (2003) propose la classification suivante des fonds d'investissement islamiques :

Tableau 1 : Classification des fonds d'investissement islamiques

Catégorie	Définition
<i>Equity Funds</i>	Fonds d'investissement dans des actions cotées sur les places financières et jugées conformes à la <i>Shari'a</i>
<i>Short Term Investment Funds</i>	Les fonds qui investissent à court terme et qui financent des activités d'investissement spécialisées
<i>Leasing Funds</i>	Les fonds proposant divers actifs en location
<i>Real Estate Funds</i>	Les fonds immobiliers qui s'intéressent aux propriétés générant des revenus stables et qui nécessitent un investissement important
<i>Commodity Funds</i>	Les fonds qui se caractérisent par une prise de risque réelle sur les matières premières
<i>Private Equity Funds</i>	Les fonds qui s'intéressent aux sociétés non cotées, conformes à la <i>Shari'a</i> , et qui présentent des potentialités de croissance importantes.

Le point commun entre ces différentes catégories de fonds d'investissement islamiques est que leur rentabilité dépend directement des bénéfices et des pertes qu'ils réalisent et qui seront partagés entre les différents investisseurs participant dans le fonds.

## 1.2. Comment assurer le caractère islamique de ces fonds ?

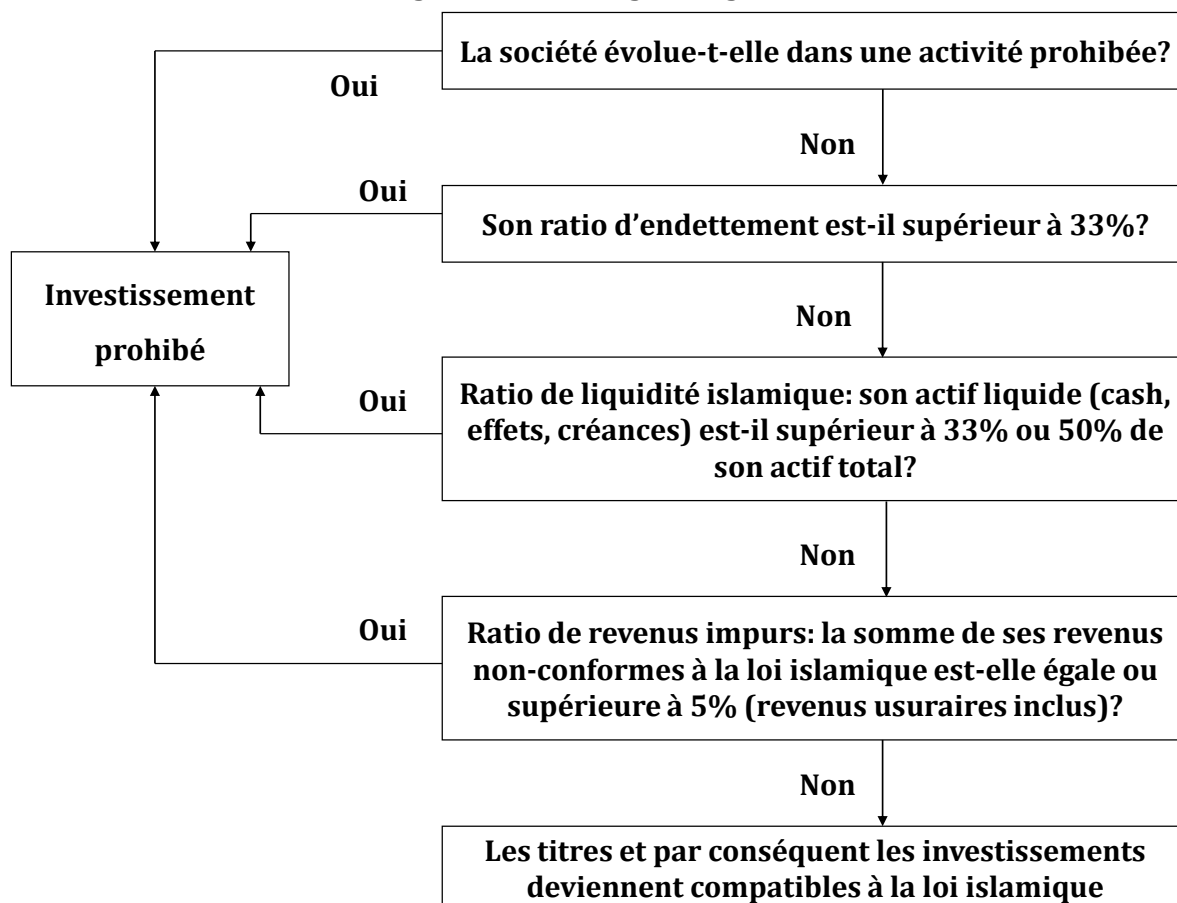
En vue de mettre en place un fonds d'investissement islamique, il est indispensable de s'assurer que la structure, la gestion et les investissements réalisés par ce fonds sont eux-mêmes compatibles avec la *Shari'a*. Il s'agit de détecter si un titre financier est conforme ou non à la loi islamique pour pouvoir l'inclure dans un fonds islamique (ÇEKICI 2009, 1). A cet effet, un comité de conformité à la *Shari'a* est désigné. Composé

de juristes spécialisés en droit musulman et plus particulièrement en droit des affaires, sa crédibilité est fonction de la notoriété des membres qui le constituent.

Le travail du comité de conformité à la Shari'a consiste principalement à vérifier et à analyser la structure du fonds et le rôle du gestionnaire d'actifs, mais également à procéder à l'examen des documents du fonds et des termes et conditions du prospectus, ainsi qu'à la détermination des critères d'investissement appropriés. Ses membres peuvent être conduits à émettre des fatwas, donner des recommandations religieuses et des conseils sur la purification des profits (qui consiste à déduire la part des revenus provenant d'activités illicites), examiner les investissements, rédiger le rapport annuel des aspects Shari'a ou encore préparer des comptes-rendus destinés aux investisseurs.

Par ailleurs, un des principaux problèmes dont souffre la finance islamique demeure le manque de spécialistes maîtrisant à la fois les principes de la finance moderne et de la loi islamique, une double compétence nécessaire pour faire partie des comités Shari'a des fonds d'investissement ou des institutions financières islamiques (EL KHAMLI 2012, 66).

Figure 1 : Le filtrage d'éligibilité



Source : ÇEKICI (2009, 4)

### 1.3. Quelle fonction d'utilité pour les investisseurs ?

L'investisseur intéressé par ce type de fonds islamiques prend en compte, dans sa décision d'investissement, en plus des critères financiers (le couple « rentabilité-risque »

selon la théorie moderne de portefeuille développée par Markowitz (1952)) les principes de la Shari'a.

La théorie moderne de portefeuille stipule qu'un portefeuille, pour offrir une rentabilité maximale ou optimale (par rapport à un risque donné), doit être diversifié dans plusieurs actifs. On parle alors d'optimisation du couple « rentabilité – risque » ou de la fonction « espérance – variance ». Cette théorie a été approfondie par William Sharpe qui donna naissance à la théorie du MEDAF (1964, 1966). Ils se basent tous les deux, en plus des autres modèles uni-factoriels et multifactoriels d'évaluation des actifs financiers sur l'hypothèse de la maximisation de la richesse des investisseurs. Ces derniers ne sont concernés que par la rentabilité et le risque de leurs portefeuilles.

En plus de ces deux motivations purement financières, certains investisseurs choisissent d'investir conformément à leurs valeurs et convictions personnelles pour contribuer au changement social (BEAL, GOYEN, et PHILLIPS 2005).

Ainsi, bien que leur fonction d'utilité n'est pas celle de *l'homo oeconomicus* dont l'objectif est la maximisation de la richesse, leur comportement ne peut être, pour autant, jugé irrationnel car leur fonction d'utilité est, tout simplement, de type multicritères (DEJEAN 2005, 53). En effet, en plus de la recherche d'une « plus-value financière », ces investisseurs « *homo ethicus* » sont à la recherche d'une « plus-value éthique » (DE BRITO et al. 2005). Les investisseurs qui optent pour les produits de la finance islamique font partie de cette catégorie. Dans le choix de leur investissement, ils introduisent la dimension religieuse islamique, ce qui a amené KURAN (1995) à les qualifier d'investisseurs « *homo islamicus* ». Ces derniers acceptent de renoncer à la maximisation de leur richesse tout en étant en conformité avec leurs convictions issues des principes religieux.

Contrairement aux individus « *homo economicus* » qui sont individualistes et à la recherche d'une optimisation du couple « rentabilité-risque », d'où une fonction d'utilité unidimensionnelle, ceux « *homo islamicus* » sont altruistes prenant en compte des considérations sociales et des règles imposées par la religion musulmane, d'où une fonction d'utilité bidimensionnelle (EL KHAMLICHI 2012, 64).

Pourtant, même s'ils acceptent parfois de renoncer en partie à leurs intérêts financiers, ils avouent qu'ils investiraient davantage de façon éthique si les rendements étaient plus élevés (Plant, 2002, p. 7 In CAMPEAU et al. 2012). Le rendement financier demeure donc un facteur important, même si certains investisseurs éthiques s'en soucient moins.

#### **1.4. Quelle performance pour les fonds islamiques ?**

L'encours des fonds d'investissement islamiques ne représente que 5% des actifs sous gestion de la finance islamique qui s'élèvent à 1,6 trillion de dollars américains en 2013, ce qui représente un actif sous gestion de 88,58 billions de dollars américains avec un nombre de 829 fonds (EUREKAHEDGE 2014).

Etant en majorité investis en Arabie Saoudite et en Malaisie, ces fonds ont fait l'objet d'études et d'analyses dans ces marchés. En effet, la littérature relative à ces fonds s'est particulièrement intéressée au marché malaisien, saoudien, mais aussi italien et

pakistanaï. D'autres chercheurs ont étudié des échantillons de fonds islamiques globalement diversifiés et couvrant plusieurs pays et zones géographiques.

Au Maroc, il semble que l'étude de la performance des fonds islamiques n'a pas encore reçu de réponse satisfaisante. Cependant, on peut constater un intérêt croissant à la finance islamique de la part des chercheurs au cours de ces dernières années.

#### 1.4.1. Etudes antérieures

Les résultats des études traitant de la performance des fonds islamiques sont divergents. On observe un manque de consensus entre les chercheurs quant à la surperformance ou la sous-performance des fonds islamiques.

Tableau 2 : Résultats des études relatives à la performance des fonds d'investissement islamiques

Auteurs	Résultats de la recherche
Abdullah et al. 2007 Mansor et Bhatti 2011	Les fonds d'investissement islamiques surperforment leurs benchmarks conventionnels.
Kraeussl et Hayat 2008 Merdad et al. 2010	Les fonds d'investissement islamiques sous-performent leurs benchmarks conventionnels.
El Fakhani et al. 2005 Abderrezak 2008	Absence de différence significative de performance.

*Inspiré de EL KHAMLIHI 2012, 5*

Cette divergence des résultats obtenus est attribuée à des facteurs tels que le choix des zones géographiques d'investissement, le choix du benchmark, la taille des fonds islamiques ou bien la conjoncture économique (*In EL KHAMLIHI 2012, 5*).

#### 1.4.2. Mesures de performance

Pour mesurer la performance financière des fonds islamiques, on peut utiliser les mêmes techniques de mesure de performance mobilisées dans la finance traditionnelle. La façon la plus simple pour mesurer la rentabilité des fonds islamiques est d'utiliser les techniques issues d'un cadre « Moyenne-Variance ». Cependant, ce type de mesure n'est pas ajusté au risque. Les mesures ajustées au risque sont privilégiées afin d'affiner ou d'isoler encore plus l'influence d'« investir en respectant les préceptes de l'islam » sur la performance. Il s'agit essentiellement de :

- L'indice de Sharpe : il mesure l'écart de rentabilité d'un portefeuille d'actifs financiers par rapport au taux de rendement d'un placement sans risque (autrement dit la prime de risque, positive ou négative), divisé par un indicateur de risque, l'écart type de la rentabilité de ce portefeuille (autrement dit sa volatilité).

$$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \quad (1)$$

Avec :

$R_p$  : la rentabilité du portefeuille

$R_f$  : le taux sans risque

$\sigma_p$  : l'écart-type du portefeuille

- L'indice de Jensen : Basée sur le CAPM (MEDAF), cette méthode d'évaluation compare le portefeuille à analyser à une combinaison de l'actif sans risque et du portefeuille de marché.

$$\alpha_p = R_p - R_f + \beta_p (R_M - R_f) \quad (2)$$

Avec :

$R_p$  : la rentabilité du portefeuille

$R_f$  : le taux sans risque

$R_M$  : la rentabilité du marché

$\alpha_p$  : l'alpha de Jensen

$\beta_p$  : le beta du portefeuille

- l'indice de Treynor : c'est un indicateur financier utilisé pour évaluer la rentabilité d'un portefeuille.

$$T = \frac{R_p - R_f}{\beta_p} \quad (3)$$

Avec :

$R_p$  : la rentabilité du portefeuille

$R_f$  : le taux sans risque

$\beta_p$  : le bêta du portefeuille

En conclusion, nous allons nous baser dans notre étude sur le ratio de Sharpe pour étudier la prime de risque par unité de risque total. Ce choix est justifié par le fait que cet indice se base sur le risque total, par contre les deux autres prennent en considération le seul risque systématique (bêta). En effet, si les fonds islamiques s'avèrent moins diversifiés, le risque total est une mesure plus adaptée que le bêta.

## **2. Performance des fonds islamiques au Maroc**

### **2.1. Le marché marocain des fonds islamiques**

Le marché marocain des fonds islamiques connaît une timide croissance avec un nombre total de quatre fonds. Le premier fonds islamique au Maroc a été lancé en 1996 par Attijari WafaBank. Il s'agit du fonds commun de placement « Al Moucharaka ». Attijari WafaBank occupe jusqu'à présent la première position sur le marché des fonds islamiques avec un nombre de trois fonds : « FCP CAP Al Moucharaka », « FCP Attakafoul », et « Patrimoine Al Moussahama ». Plus récemment, on assiste à la création d'un nouveau fonds islamique : il s'agit du fonds commun de placement « Al Badil Chaabi Asshoum », qui a été créé en 2009 et géré par Upline Capital Management.

Attijari WafaBank a choisi d'utiliser le terme « éthique » pour désigner cette catégorie de fonds islamiques qui excluent de leurs univers d'investissement les entreprises opérant dans l'armement, l'alcool, le tabac, les jeux, la pornographie, les produits alimentaires à



base de porc, le prêt à intérêt et la distribution de crédits. Egalement, Attijari WafaBank a su attirer une nouvelle catégorie d'investisseurs avec l'emploi de terme arabes comme « Attakafoul »<sup>1</sup>, « Al Moucharaka »<sup>2</sup> et « Al Moussahama »<sup>3</sup> pour marquer le côté moral et religieux de ces fonds et adapter cette offre au contexte marocain.

La société de gestion Upline Capital Management, quant à elle, a préféré d'utiliser le terme arabe « Al Badil » pour marquer le caractère « alternatif » de son fonds, c'est-à-dire qu'il s'agit d'un fonds commun de placement alternatif aux fonds commun de placement classiques.

La création de fonds islamiques permet aux sociétés de gestion de capter une nouvelle clientèle. En effet, le lancement en 1996 par Attijari WafaBank du fonds éthique « CAP Al Moucharaka » a reçu un grand succès et une grande demande de la part des investisseurs aussi bien nationaux qu'étrangers. Cela est dû au manque que connaissait le marché marocain au niveau des fonds respectant les principes islamiques et à l'existence d'une demande forte de ce type de fonds.

Tableau 3 : Récapitulatif des fonds islamiques marocains

FCP CAP Al Moucharaka	
<b>Nature</b>	Fonds éthique, FCP Action
<b>Société de gestion</b>	Wafa Gestion
<b>Date de création</b>	1996
<b>Caractéristiques</b>	La politique d'investissement de ce Fonds consiste à exclure du portefeuille de celui-ci tout titre n'étant pas éligible par rapport aux préceptes de l'islam : les secteurs des banques, des sociétés de financement, des assurances et des spiritueux. Attijari Al Moucharaka est composé à hauteur de 100% en actions sélectionnés selon des critères éthiques. <sup>4</sup>
FCP Attakafoul	
<b>Nature</b>	Fonds de partage, FCP Action
<b>Société de gestion</b>	Wafa Gestion
<b>Date de création</b>	2001
<b>Caractéristiques</b>	C'est un fonds à vocation caritative. Les souscripteurs aux parts émises par ce Fonds s'engagent irrévocablement à verser à des œuvres caritatives et/ou d'intérêt général : - L'ensemble des dividendes distribués par le FCP,

<sup>1</sup> Attakafoul = assurance mutualiste islamique qui est une alternative à l'assurance traditionnelle

<sup>2</sup> Al Moucharaka = participation active

<sup>3</sup> Al Moussahama = acquisition d'action

<sup>4</sup> Fiche signalétique du FCP CAP Al Moucharaka, Source : Site Web de l'Association des Sociétés de Gestion et Fonds d'Investissement Marocains (ASFIM) <http://www.asfim.ma/>, Consulté le 20/10/2013.



	<p>- Toutes plus-values dégagées par les parts dudit Fonds à l'occasion de tout rachat.</p> <p>Visant une meilleure valorisation du capital investi à long terme, le Fonds sera investi exclusivement en actions (100% de son actif) de sociétés ayant des activités industrielles et/ou commerciales conformes aux principes de la loi islamique.<sup>5</sup></p>
<b>Patrimoine Al Moussahama</b>	
<b>Nature</b>	Fonds éthique, FCP Action
<b>Société de gestion</b>	Wafa Gestion
<b>Date de création</b>	2000
<b>Caractéristiques</b>	Le FCP s'interdit d'investir dans des titres de sociétés ayant une activité financière (Banques et Sociétés de financement) ou dont l'activité n'est pas conforme à la morale islamique. <sup>6</sup>
<b>Al Badil Chaabi Asshoum</b>	
<b>Nature</b>	Fonds éthique, FCP Action
<b>Société de gestion</b>	Upline Capital Management
<b>Date de création</b>	2009
<b>Caractéristiques</b>	<p>Ce FCP respecte les critères d'investissement suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- l'exclusion de tout rendement ou gain généré par des obligations ou des placements à rendement fixe ;</li> <li>- une prise de risque « actions » à conditions que : <ul style="list-style-type: none"> <li>• les secteurs d'investissements soient conformes aux principes de la finance alternative (télécom, immobilier, cimenteries, matériaux de construction, chimie et parachimie, technologie, agro-alimentaire, pétroles et mines, transports, pharmacie, automobile, services aux collectivités,...) ;</li> <li>• le bénéfice de la société ne soit pas généré en grande partie par des intérêts ;</li> <li>• l'endettement ne présente pas une proportion importante des fonds propres.<sup>7</sup></li> </ul> </li> </ul>

Les deux tableaux suivants présentent respectivement les encours des fonds islamiques et l'évolution de ces encours entre 2009 et 2013.

<sup>5</sup> Fiche signalétique du FCP Attakafoul, Source : Site Web du CDVM <http://www.cdvm.gov.ma/instruments-financiers/opc/attakafoul>, Consulté le 20/10/2013.

<sup>6</sup> Fiche signalétique du FCP Patrimoine Al Moussahama, Source : Site Web du CDVM <http://www.cdvm.gov.ma/instruments-financiers/opc/patrimoine-al-moussahama>, Consulté le 20/10/2013.

<sup>7</sup> Fiche Produit du FCP Al Badil Chaabi Asshoum disponible sur le site de la Banque Populaire : <http://www.gbp.ma/BanqueMonde/ProduitsEtServices/Pages/FicheProduit.aspx?p=52>, Consulté le 14/07/2014.

Tableau 4 : Encours des fonds islamiques le 30/05/2014

Fonds islamiques	Encours sous gestion (en dh)
FCP CAP Al Moucharaka	138 607 889,47
FCP Attakafoul	278 026 462,30
Patrimoine Al Moussahama	1 123 997,84
Al Badil Chaabi Asshoum	2 742 416,72
<b>Total des encours</b>	<b>420 500 766,30</b>

Source : ASFIM

Tableau 5 : Evolution des encours sous gestion des fonds islamiques (entre 2009 et 2013)

Fonds islamiques	2009	2010	2011	2012	2013
FCP CAP Al Moucharaka	12 788 558,51	169 675 417,46	156 311 965,07	119 263 861,76	122 303 068,57
FCP Attakafoul	204 514 088,24	263 662 550,50	275 970 836,06	268 206 538,61	267 465 664,07
Patrimoine Al Moussahama	1 066 566,62	1 348 839,53	1 195 906,37	1 042 117,76	1 062 251,97
Al Badil Chaabi Asshoum	1 815 772,28	4 060 342,79	4 230 989,05	3 628 447,45	2 408 309,01
<b>Total des encours</b>	220 184 985,65	438 747 150,28	437 709 696,55	392 140 965,58	393 239 293,62

Source : ASFIM

A partir de ces tableaux, on constate ce qui suit :

- Les fonds islamiques connaissent une évolution lente ;
- Le total des encours des fonds islamiques ne représente que 2,5% de l'ensemble des encours des FCP Actions.

## 2.2. Stratégie et cible des fonds islamiques

Ayant pour objectif de répondre aux besoins d'épargnants - investisseurs à la recherche des placements sur le marché financier avec le strict respect des normes islamiques, ces fonds excluent de leurs univers d'investissement l'ensemble des sociétés qui ne respectent pas les normes islamiques. Ils excluent également tout rendement ou gain généré par des obligations ou des placements à rendement fixe en investissant exclusivement en actions<sup>8</sup>.

Les fonds islamiques (ou éthiques) présentent la particularité d'être totalement investis en actions de sociétés ayant des activités industrielles et commerciales. Sont exclus : les

<sup>8</sup> Les trois fonds « FCP CAP Al Moucharaka », « FCP Attakafoul » et « Al Badil Chaabi Asshoum » indiquent dans leur fiche qu'ils sont composés à hauteur de 100% en actions, à l'exception du fonds « Patrimoine Al Moussahama » qui laisse cette question floue.

secteurs bancaire, crédit à la consommation, holding, brasseries, hôtelleries, jeux, armement, tabac et toute autre activité non conforme à la morale islamique.

C'est pourquoi ces fonds s'adressent à des investisseurs souhaitant se positionner exclusivement sur le marché des actions tout en veillant au respect des préceptes islamiques.

Afin d'assurer la transparence et la rigueur indispensables aux investisseurs intéressés par cette catégorie de fonds, quant au strict respect de leur orientation et leur stratégie de placement selon les normes islamiques, des comités de placement appropriés ont été mis en place par les sociétés de gestion.

Les comités de placement ont pour rôle de superviser la gestion dans le cadre du respect des principes fondamentaux qui régissent les fonds communs de placement. Il s'agit principalement de :

- La validation de l'allocation d'actifs et des titres proposés par les gérants ;
- Le suivi et le contrôle de la conformité de la politique de gestion aux objectifs des fonds.

Pour assurer la légitimité des fonds islamiques en matière de respect des préceptes islamiques, ces comités sont composés de :

- Responsables des sociétés de gestion ;
- Personnalités choisies et reconnues pour leurs notoriété et compétences dans les affaires économiques islamiques.

Cependant, malgré la présence dans le comité de placement de ces personnalités qui ont des compétences dans la finance islamique, on remarque l'absence d'un comité de conformité à la Shari'a nécessaire pour assurer le caractère islamique de ces fonds.

### **2.3. Problématique et méthodologie**

Notre problématique de recherche s'énonce comme suit : les fonds islamiques sont-ils plus performants que les fonds conventionnels ? Autrement dit, est-ce que la prise en compte de considérations religieuses dans la décision d'investissement a un impact positif, négatif ou neutre sur la performance financière ?

Le but est ainsi de mesurer si la prise en compte de critères religieux et, plus précisément, des principes de la Shari'a dans les choix d'investissement induit une meilleure performance boursière.

Pour ce faire, nous allons procéder à une étude de comparaison de fonds islamiques et fonds conventionnels pour déterminer si ce type de fonds est plus performant que les fonds considérés comme traditionnels.

Il s'agit de comparer la performance financière des fonds islamiques (FCP CAP Almoucharaka, FCP Attakafoul, FCP Patrimoine Al Moussahama, Al Badil Chaabi Ashoum) à celle des fonds conventionnels pour répondre à la question de recherche suivante : Les fonds islamiques marocains surperforment-ils les fonds conventionnels ? Ces fonds excluent de leurs champs d'investissement les titres de sociétés jugées immorales et ne respectant pas les préceptes de la religion islamique.

La performance des fonds sera mesurée à travers le rendement (représenté par la rentabilité moyenne mensuelle) et le risque (représenté par l'écart-type de rentabilité)

sur une période de 5 ans allant du 29/05/2009 au 29/05/2014. L'indice de Sharpe sera par la suite calculé pour mesurer la performance de chaque portefeuille tout en prenant en considération le couple « risque-rentabilité ».

## 2.4. Analyse de données

Notre population à étudier se compose des Fonds Commun de Placement (FCP). Afin d'arrêter une liste définitive des éléments à retenir et des éléments à écarter, on se base sur certains critères.

On retient seulement les FCP appartenant à la catégorie « Actions » et ayant un historique supérieur à 5 ans, ce qui porte notre population étudiée à 58 FCP Actions<sup>9</sup>.

Le tableau suivant présente la rentabilité moyenne mensuelle et l'écart type des 58 FCP « Actions » calculés sur une période de cinq ans allant du 29/05/2009 au 29/05/2014.

Tableau 6 : Rentabilité et écart-type des FCP Actions classés par ordre décroissant de rentabilité

	Dénomination	Rentabilité moyenne mensuelle	Ecart type
1	CAPITAL PERFORMANCE	0,5445%	0,0215
2	CAM STRATEGIE	0,4638%	0,0280
3	CNIA AL MOUSTAKBAL	0,4483%	0,0210
4	ATTIJARI FINANCES CORP VALEURS	0,4294%	0,0278
5	FCP AL IDDIKHAR CHAABI ACTIONS	0,3968%	0,0289
6	EMERGENCE PERFORMANCE	0,3934%	0,0274
7	FCP KENZ ACTIONS	0,3522%	0,0299
8	Wafa Assurance Expansion	0,3311%	0,0281
9	FCP CAPITAL IMMOBILIER	0,3159%	0,0290
10	CNIA AVENIR	0,3058%	0,0131
11	CIMR MOUBADARA	0,3032%	0,0296
12	RMA CAP EXPANSION	0,2915%	0,0189
13	Wafa Assurance Strategie	0,2907%	0,0248
14	ATTIJARI AL MOUCHARAKA	0,2866%	0,0313
15	CAT ACTIONS	0,2827%	0,0270
16	ATTAKAFOUL	0,2765%	0,0293
17	CNIA CROISSANCE	0,2554%	0,0185
18	FCP CAPITAL PARTICIPATIONS	0,2450%	0,0309
19	PATRIMOINE AL MOUSSAHAMA	0,2378%	0,0337
20	UPLINE VALEURS PLUS	0,2277%	0,0294

<sup>9</sup> Nous avons utilisé la base de données de l'Association des Sociétés de Gestion et Fonds d'Investissement Marocains (ASFIM) qui est une organisation professionnelle réunissant tous les acteurs du métier de la gestion collective (OPCVM)

21	PATRIMOINE ACTIONS	0,2230%	0,0289
22	CDM PROFIL DYNAMISME	0,2205%	0,0293
23	FCP CIMR THARWA	0,2047%	0,0279
24	CNIA PERFORMANCE	0,1997%	0,0287
25	ATTIJARI ACTIONS	0,1852%	0,0299
26	STAFF ACTION	0,1756%	0,0319
27	ATLANTA AVENIR	0,1504%	0,0286
28	PROFIL DYNAMIQUE	0,1490%	0,0236
29	FCP AL BADIL CHAABI ASHOUM	0,1196%	0,0280
30	UPLINE ACTIONS	0,1140%	0,0296
31	AFG DYNAMIC FUND	0,1134%	0,0258
32	FCP CAPITAL SELECTION	0,0845%	0,0318
33	FCP OPPORTUNITES	0,0816%	0,0275
34	FCP ALISTITMAR CHAABI ACTIONS	0,0673%	0,0290
35	ORANGE SHARES SERENITY	0,0639%	0,0295
36	ATLAS PREMIUM	0,0548%	0,0259
37	SOCIETE CENTRALE DE REASSURANCE-INTEGRALE	0,0483%	0,0286
38	SG ACTIONS PLUS	0,0280%	0,0286
39	CDG PERFORMANCE	0,0241%	0,0274
40	CFG EMERGENCE	0,0206%	0,0275
41	FCP CAPITAL PROTECTION	0,0154%	0,0293
42	EMERGENCE EQUITY FUND	0,0119%	0,0277
43	CFG PERFORMANCE	0,0114%	0,0315
44	CDG-ACTIONS	0,0106%	0,0284
45	FCP CAPITAL IMTIYAZ EXPANSION	0,0025%	0,0301
46	RMA CAP EQUITY MARKET	-0,0184%	0,0230
47	FCP CAPITAL ACTIONS	-0,0352%	0,0308
48	FCP CAPITAL INDICE	-0,0548%	0,0317
49	AXA PERFORMANCE	-0,0570%	0,0310
50	CFG VALEURS	-0,0856%	0,0334
51	FCP CAPITAL MAGHREB	-0,1098%	0,0331
52	FCP CASACTIONS	-0,1413%	0,0268
53	FCP MAROC INVESTISSEMENT	-0,2055%	0,0285
54	FCP MAROC ACTIONS	-0,2150%	0,0296
55	SANAD PERFORMANCE	-0,2230%	0,0285
56	FCP CFG CONSTRUCTION	-0,2540%	0,0373
57	RMA CAP DYNAMIQUE	-0,3143%	0,0265
58	AXA-AVENIR	-0,3232%	0,0242

Sur la base de ce tableau, on remarque que les fonds « Al Moucharaka », « Attakafoul » et « Al Moussahama » occupent respectivement les 14<sup>ème</sup>, 16<sup>ème</sup> et 19<sup>ème</sup> positions en

matière de rentabilité qui est de l'ordre de 0,29%, 0,28% et 0,24%. Concernant l'autre fonds islamique « Al Badil Chaabi Ashoum » qui date de 2009, il enregistre une rentabilité de 0,20% et occupe la 29<sup>ème</sup> position sur 58 fonds.

Toutefois, afin de mieux comparer ces fonds islamiques par rapport aux autres fonds classiques, il convient de calculer la rentabilité moyenne du marché en général. Il s'agit là d'une moyenne arithmétique des différents fonds composant la population étudiée. Aussi, doit-on calculer la rentabilité moyenne des fonds islamiques.

**Tableau 7 : Moyennes des performances historiques et des écarts-types des moyennes des OPCVM islamiques par rapport aux OPCVM conventionnels et au marché**

<b>Moyennes</b>	<b>OPCVM islamiques (4)</b>	<b>OPCVM conventionnels (54)</b>	<b>Marché (58)</b>
Rentabilités	0,2301%	0,1130%	0,1211%
Ecart types	0,0306	0,0279	0,0281

Comparons d'abord les OPCVM islamiques pris individuellement avec la moyenne du marché. Ensuite, on verra la moyenne des OPCVM islamiques par rapport à la moyenne du marché, d'une part, et par rapport à la moyenne des OPCVM conventionnels d'autre part.

En effet, la rentabilité mensuelle moyenne du marché s'élève à 0,1211% qui est inférieure à la rentabilité des OPCVM islamiques (Attakafoul : 0,28% ; Al Moucharaka : 0,29%, Al Moussahama : 0,24% et Al Badil Chaabi Ashoum : 0,20%). Ces derniers présentent donc une rentabilité supérieure par rapport au marché.

Nous constatons également que la rentabilité moyenne des OPCVM islamiques (0,2301%) est supérieure à la rentabilité moyenne des OPCVM conventionnels (0,1130%), de même qu'à la rentabilité moyenne de tous les OPCVM composant notre population (0,1211%). Il s'avère donc que l'activité financière islamique – même si composée de quatre OPCVM seulement – permet de dégager une rentabilité supérieure au marché.

S'agissant du risque (l'écart type), le marché enregistre un risque de 0,0281 qui est inférieur au risque des OPCVM islamiques (Attakafoul : 0,0293 ; Al Moucharaka : 0,0313 ; Al Moussahama : 0,0337) et comparable au risque du fonds Al Badil Chaabi Ashoum (0,0280).

Nous constatons également que le risque moyen des OPCVM islamiques (0,0306) est supérieur au risque moyen des OPCVM conventionnels (0,0279), de même qu'au risque moyen de tous les OPCVM composant notre population (0,0281).

Cependant, l'observation de la rentabilité des placements et leur niveau de risque n'est pas suffisante. Il convient de faire recours à des outils adaptés qui permettent de calculer la performance de chaque portefeuille tout en prenant en considération le couple « risque-rentabilité ». Il s'agit dans notre cas du ratio de Sharpe qui permet de mesurer le rapport entre la prime de risque du portefeuille et son niveau de risque

global, sur la période observée. Plus ce coefficient est élevé, et plus le portefeuille est performant, puisqu'il gagne plus pour une unité de risque.

Pour calculer ce coefficient, nous aurons besoin d'un taux sans risque, qui correspond aux Bons du Trésor émis par l'Etat puisqu'ils remplissent les quatre conditions suivantes : (1) absence de risque de défaut, (2) absence de risque de taux, (3) anticipation rationnelle de l'inflation et (4) absence de risque de liquidité.

Ainsi, puisque notre période d'étude s'étale sur 5 ans (de 2009 à 2014), ce taux doit correspondre à la même période. Le tableau suivant présente les taux des Bons de Trésor à 13 semaines entre 2009 et 2014 :

Tableau 8 : Taux des Bons de Trésor à 13 semaines

Années	Taux
2009	3,2%
2010	3,34%
2011	3,41%
2012	3,42%
2013	3,48%
2014	3,08%
<b>Moyenne</b>	<b>3,32%</b>

Source : Ministère de l'Economie et des Finances

Ce taux moyen est exprimé pour la période d'une année (taux annuel), alors que notre étude porte sur des rentabilités mensuelles. Il convient donc de calculer le taux d'intérêt mensuel équivalent au taux annuel de 3,32%. Après calculs, on obtient un taux mensuel équivalent de 0,2725%.<sup>10</sup> Le tableau suivant résume les calculs du ratio de Sharpe.

Tableau 9 : Ratio de Sharpe des FCP Actions classé par ordre décroissant

	Dénomination	Ratio de Sharpe
1	CAPITAL PERFORMANCE	0,126512
2	CNIA AL MOUSTAKBAL	0,083714
3	CAM STRATEGIE	0,068321
4	ATTIJARI FINANCES CORP VALEURS	0,056439
5	EMERGENCE PERFORMANCE	0,044124
6	FCP AL IDDIKHAR CHAABI ACTIONS	0,043010
7	FCP KENZ ACTIONS	0,026656
8	CNIA AVENIR	0,025420
9	Wafa ASSURANCE EXPANSION	0,020854
10	FCP CAPITAL IMMOBILIER	0,014966
11	CIMR MOUBADARA	0,010372

<sup>10</sup> La formule utilisée :  $1 + i_A = (1 + i_m)^{12}$  avec :  $i_A$  taux d'intérêt annuel, et  $i_m$  taux d'intérêt mensuel équivalent



12	RMA CAP EXPANSION	0,010053
13	Wafa Assurance Strategie	0,007339
14	ATTIJARI AL MOUCHARAKA	0,004505
15	CAT ACTIONS	0,003778
16	ATTAKAFOUL	0,001365
17	FCP CAPITAL PARTICIPATIONS	-0,008900
18	CNIA CROISSANCE	-0,009243
19	PATRIMOINE AL MOUSSAHAMA	-0,010297
20	UPLINE VALEURS PLUS	-0,015238
21	PATRIMOINE ACTIONS	-0,017128
22	CDM PROFIL DYNAMISME	-0,017747
23	FCP CIMR THARWA	-0,024301
24	CNIA PERFORMANCE	-0,025366
25	ATTIJARI ACTIONS	-0,029197
26	STAFF ACTION	-0,030376
27	ATLANTA AVENIR	-0,042692
28	PROFIL DYNAMIQUE	-0,052331
29	UPLINE ACTIONS	-0,053547
30	FCP AL BADIL CHAABI ASHOUM	-0,054607
31	FCP CAPITAL SELECTION	-0,059119
32	AFG DYNAMIC FUND	-0,061667
33	FCP OPPORTUNITES	-0,069418
34	ORANGE SHARES SERENITY	-0,070712
35	FCP ALISTITMAR CHAABI ACTIONS	-0,070759
36	SOCIETE CENTRALE DE REASSURANCE-INTEGRALE	-0,078392
37	CFG PERFORMANCE	-0,082889
38	ATLAS PREMIUM	-0,084054
39	SG ACTIONS PLUS	-0,085490
40	FCP CAPITAL PROTECTION	-0,087747
41	FCP CAPITAL IMTIYAZ EXPANSION	-0,089701
42	CDG PERFORMANCE	-0,090657
43	CFG EMERGENCE	-0,091600
44	CDG-ACTIONS	-0,092218
45	EMERGENCE EQUITY FUND	-0,094079
46	FCP CAPITAL ACTIONS	-0,099903
47	FCP CAPITAL INDICE	-0,103249
48	AXA PERFORMANCE	-0,106290
49	CFG VALEURS	-0,107216
50	FCP CAPITAL MAGHREB	-0,115498
51	RMA CAP EQUITY MARKET	-0,126478
52	FCP CFG CONSTRUCTION	-0,141153

53	FCP CASACTIONS	-0,154403
54	FCP MAROC ACTIONS	-0,164696
55	FCP MAROC INVESTISSEMENT	-0,167719
56	SANAD PERFORMANCE	-0,173860
57	RMA CAP DYNAMIQUE	-0,221434
58	AXA-AVENIR	-0,246157

Quand on calcule le ratio de Sharpe pour l'ensemble des fonds, on observe qu'il n'a pas eu de changement dans le classement des fonds islamiques. Cependant, on constate que le ratio de Sharpe des fonds « Al Moucharaka » et « Attakafoul » est compris entre 0 et 1, ce qui signifie que le sur-rendement de ces deux fonds par rapport à l'actif sans risque se fait pour une prise de risque trop élevée. Autrement dit, le risque pris est trop élevé pour le rendement obtenu. Quant aux fonds « Patrimoine Al Moussahama » et « Al Badil Chaabi Asshoum », leur ratio de Sharpe est négatif ce qui signifie que ces fonds ont moins performé que l'actif sans risque.

Tableau 10 : Ratio de Sharpe des OPCVM islamiques par rapport aux OPCVM conventionnels et au marché

	<b>OPCVM islamiques (4)</b>	<b>OPCVM conventionnels (54)</b>	<b>Marché (58)</b>
Rentabilités	0,2301%	0,1130%	0,1211%
Ecart types	0,0306	0,0279	0,0281
Ratio de Sharpe	-0,013859	-0,057230	-0,053971

Le calcul du ratio de Sharpe aboutit à des résultats négatifs aussi bien pour le portefeuille constitué des fonds islamiques que pour le portefeuille des fonds conventionnels et celui du marché, ce qui signifie qu'il vaut mieux arrêter d'investir dans la Bourse. Cependant, si l'on compare le ratio de Sharpe des fonds islamique avec celui des fonds conventionnels et du marché, on constate que la situation est plus pire pour ces deux derniers.

## 2.5. Résultats et discussion

Les principaux résultats dégagés sont :

- Les OPCVM islamiques présentent une rentabilité supérieure avec un risque supérieur par rapport aux autres OPCVM conventionnels (54 FCP Actions).
- Les OPCVM islamiques présentent une rentabilité supérieure avec un risque supérieur par rapport au marché (58 FCP Actions).

La performance financière des placements islamiques est légèrement supérieure voire comparable à celle des placements classiques, le risque reste toutefois élevé. Ainsi, la prise en compte des principes islamiques contribue légèrement à l'appréciation de la performance financière.

Cependant, cette étude présente les limites suivantes : échantillon des OPCVM islamiques trop restreint (quatre OPCVM), horizon temporel court (5 ans), historique des OPCVM islamiques trop court, les fonds islamiques respectent-ils vraiment les principes de la Shari'a ? en l'absence d'un comité de conformité à la Shari'a, peut-on véritablement parler de fonds « islamiques » ?

## CONCLUSION

Cette étude s'est proposée de déterminer la nature de la relation qui existe entre « investir en respectant la Shari'a » et « la performance financière » dans le cas du Maroc. Il s'agit d'une étude comparative entre la performance financière des OPCVM islamiques et celle des OPCVM conventionnels.

Les résultats de la recherche ont conclu en une légère sur-performance des OPCVM islamiques par rapport aux OPCVM conventionnels. En fait, la performance des placements islamiques est légèrement supérieure voire comparable à celle des placements classiques.

On peut conclure que la finance islamique surperforme légèrement la finance classique, surtout en période de crise. Cela s'explique par la loyauté des investisseurs éthiques. Ces derniers sont typiquement des investisseurs de long terme qui ne vendent pas leurs titres à la première averse. Ils sont moins enclins à retirer leur capital dans les périodes de chute boursière ce qui assure une stabilité des cours de l'action des sociétés dans lesquelles ils investissent (BOLLEN 2007).

Prouver l'existence d'une sur-performance de la finance islamique par rapport à la finance traditionnelle aiderait au développement d'outils permettant l'épanouissement de la finance islamique. Il s'agit essentiellement (1) d'aider à la création de nouveaux fonds islamiques, (2) de participer dans la création d'un indice islamique sur la place financière marocaine, et, par conséquent, (3) d'encourager les investisseurs à placer leur argent dans des fonds respectant les préceptes islamiques.

## Références

ABD-UL-JALÎL, B. 2007. « Principes des fonds d'investissement islamiques dirigés par la Chari'a ». Traduit par Moufti Taqi USMANI. Economie, août. [http://www.aslim-taslam.net/article.php3?id\\_article=728](http://www.aslim-taslam.net/article.php3?id_article=728).

BASHIR, Mohamed Sharif, et Wan Rasyidah Wan NAWANG. 2011. « Islamic and Conventional Unit Trusts in Malaysia: A Performance Comparison ». *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance* 7, no 10: 4

BEAL, Diana, Michelle GOYEN, et Peter J. PHILLIPS. 2005. « Why do we invest ethically? » *The Journal of Investing* 14 (3): 66-77.

BOLLEN, Nicolas. 2007. « Mutual fund attributes and investor behavior ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42 (3): 683.

CAMPEAU, Louise, André LACROIX, Allison MARCHILDON, et Claude DOSTIE. 2012. « Les acteurs de la finance socialement responsable ». [http://www.pages.usherbrooke.ca/cea/contenu/FSR-note\\_3-2012.pdf](http://www.pages.usherbrooke.ca/cea/contenu/FSR-note_3-2012.pdf).

ÇEKICI, Ibrahim. 2009. « Du filtrage islamique ». In *Finance éthique et finance islamique*. Ecole de Management Strasbourg.

DE BRITO, César, Jean-Philippe DESMARTIN, Valéry LUCAS-LECLIN, et François PERRIN. 2005. *L'investissement socialement responsable*. Paris: Economica.

DEJEAN, Frédérique. 2005. *L'investissement socialement responsable: étude du cas français*. Paris: Librairie Vuibert.

EL KHAMLI, Abdelbari. 2012. « Éthique et performance: le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique ». Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université d'Auvergne-Clermont-Ferrand I. <http://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00773171/>.

EUREKAHEDGE. 2014. « 2014 Key Trends in Islamic Funds ». [http://www.eurekahedge.com/news/Eurekahedge\\_Jun\\_2014\\_Islamic\\_Funds\\_Key\\_Trends.asp](http://www.eurekahedge.com/news/Eurekahedge_Jun_2014_Islamic_Funds_Key_Trends.asp).

KURAN, Timur. 1995. « Islamic Economics and the Islamic Subeconomy ». *Journal of Economic Perspectives* 9 (4): 155 - 173.

SIAGH, Lachemi. 2003. *L'islam et le monde des affaires: argent, éthique et gouvernance*. Paris: Éditions d'Organisation.

Site Web de l'Association des Sociétés de Gestion et Fonds d'Investissement Marocains (ASFIM) <http://www.asfim.ma/>

Site Web de la Banque Populaire : <http://www.gbp.ma/>

Site Web du CDVM <http://www.cdvm.gov.ma/>