



RAPPORT JOUINI ET PASTRE

**ENJEUX ET OPPORTUNITES DU DEVELOPPEMENT DE LA
FINANCE ISLAMIQUE POUR LA PLACE DE PARIS**

DIX PROPOSITIONS POUR COLLECTER 100 MILLIARDS D'EUROS

ENJEUX ET OPPORTUNITES DU DEVELOPPEMENT DE LA FINANCE ISLAMIQUE POUR LA PLACE DE PARIS

Rapport remis à Paris Europlace par Elyès Jouini, Professeur à l'Université de Paris-Dauphine et Olivier Pastré, Professeur à Paris VIII Saint-Denis.

Rapporteurs : Krassimira Gecheva (Université Paris Dauphine)
Guillaume Gilkes (Actuaria)

8 décembre 2008

SOMMAIRE

| | |
|--|-----------|
| RESUME DU RAPPORT..... | 5 |
| 1 REMETTRE LES PENDULES A L'HEURE..... | 11 |
| 1.1 LA CROISEE DES CHEMINS | 12 |
| 1.2 QUELQUES CONTREVERITES A DISSIPER..... | 16 |
| 1.2.1 <i>La Finance Islamique peut constituer une remise en cause du droit laïque et accentuer le communautarisme</i> | 16 |
| 1.2.2 <i>La Finance Islamique participe au financement du terrorisme</i> | 17 |
| 1.2.3 <i>La Finance Islamique constitue un tout homogène</i> | 18 |
| 1.2.4 <i>Il n'y a aucune différence entre Finance Islamique et Finance Traditionnelle</i> | 19 |
| 1.2.5 <i>La Finance Islamique est en dehors de la scène financière mondiale</i> | 20 |
| 1.2.6 <i>Les enjeux en termes de capitaux sont limités</i> | 22 |
| 1.3 LA FINANCE ISLAMIQUE : DEFINITION, ACTIVITES ET INSTRUMENTS | 24 |
| 1.3.1 <i>Finance Islamique – Finance Conventionnelle : une même finalité mais des règles de fonctionnement différentes</i> | 24 |
| 1.3.2 <i>La Finance Islamique : un univers hétérogène</i> | 28 |
| 1.3.3 <i>Les instruments financiers islamiques : instruments participatifs</i> | 29 |
| 1.3.4 <i>Les instruments financiers islamiques : instruments de financement</i> | 34 |
| 1.3.5 <i>Les instruments financiers islamiques : takaful</i> | 38 |
| 1.3.6 <i>Le rôle du Shariah Board</i> | 41 |
| 1.4 LE DEVELOPPEMENT DE LA FINANCE ISLAMIQUE DES ANNEES 1970 A NOS JOURS | 42 |
| 1.4.1 <i>Les premiers développements de la Finance Islamique</i> | 42 |
| 1.4.2 <i>Le tournant du millénaire : le renouveau de la Finance Islamique</i> | 44 |
| 1.4.3 <i>L'ampleur actuelle du phénomène : Quelques chiffres globaux</i> | 46 |
| 1.4.4 <i>Un marché dominé par les banques islamiques</i> | 50 |
| 1.4.5 <i>Développement des marchés obligataires, immobilier, private equity et actions via les fonds islamiques</i> | 54 |
| 1.4.6 <i>Développements des produits d'assurance takaful</i> | 63 |
| 1.4.7 <i>Les défis à relever</i> | 66 |
| 1.4.8 <i>La finance des pays musulmans en pleine mutation : de la Finance Islamique aux Fonds Souverains</i> | 72 |
| 1.5 SCENARII DE DEVELOPPEMENT DES ACTIVITES DE FINANCE ISLAMIQUE SELON LE DEGRE D'OUVERTURE DU MARCHÉ FRANÇAIS..... | 77 |
| 1.5.1 <i>Démarche de la modélisation macroéconomique</i> | 77 |
| 1.5.2 <i>Cartographie des ressources et des emplois du marché de la Finance Islamique</i> | 78 |
| 1.5.3 <i>Hypothèses de modélisation des activités de Finance Islamique en France</i> | 79 |
| 1.5.4 <i>Caractérisation des 3 scenarii d'ouverture : (1) le statu quo, (2) une timide ouverture, (3) une ouverture franche soutenue par une politique de communication active</i> | 83 |
| 1.5.5 <i>Projection à 2020 du marché de la Finance Islamique en France selon 3 scénarii d'ouverture</i> | 84 |
| 2 FORCES ET FAIBLESSES DE LA FRANCE ET ENSEIGNEMENTS A TIRER DES EXPERIENCES DES AUTRES PLACES OCCIDENTALES..... | 87 |
| 2.1 LONDRES : UN LEADERSHIP DE FAÇADE ? | 88 |
| 2.1.1 <i>Moyens donnés par les initiatives publiques</i> | 89 |
| 2.1.2 <i>Stratégie 1 : Le développement de la banque islamique d'investissement</i> | 90 |
| 2.1.3 <i>Stratégie 2 : Le développement de la banque islamique des particuliers</i> | 91 |
| 2.1.4 <i>Stratégie 3 : Londres, place financière pour la cotation des euro-sukuk</i> | 91 |

| | | |
|----------|--|------------|
| 2.1.5 | <i>Stratégie 4 : Le marché britannique du takaful</i> | 92 |
| 2.1.6 | <i>Conclusion : L'exemple londonien tout à fait transposable en France</i> | 93 |
| 2.2 | AUTRES PLACES OCCIDENTALES : UN POSITIONNEMENT EN COURS | 95 |
| 2.2.1 | <i>Suisse : élargissement des activités de « private banking »</i> | 95 |
| 2.2.2 | <i>Luxembourg: élargissement des activités d'émission/cotation</i> | 95 |
| 2.2.3 | <i>Autres places occidentales</i> | 97 |
| 2.3 | FORCES ET FAIBLESSES DE LA FRANCE | 99 |
| 2.3.1 | <i>Les atouts classiques du marché financier français par rapport à Londres et aux autres places occidentales</i> | 99 |
| 2.3.2 | <i>Un cadre réglementaire déjà propice au développement de la Finance Islamique</i> | 101 |
| 2.3.3 | <i>Faiblesses relatives de la place de Paris</i> | 104 |
| 3 | PROPOSITIONS ET OPPORTUNITES POUR LA PLACE DE PARIS..... | 108 |
| 3.1 | UN IMPORTANT EFFORT DE COMMUNICATION DE LA PART DE LA PLACE FINANCIERE DE PARIS EN DIRECTION DES PAYS OU LA FINANCE ISLAMIQUE SE DEVELOPPE LE PLUS RAPIDEMENT | 111 |
| 3.2 | UN ENCOURAGEMENT DONNE A L'IMPLANTATION D'UNE OU PLUSIEURS INSTITUTIONS FINANCIERES ISLAMIQUES EN FRANCE..... | 112 |
| 3.3 | LA CREATION D'UN INDICE BOURSIER ISLAMIQUE PAR NYSE EURONEXT..... | 113 |
| 3.4 | LE DEVELOPPEMENT ACCELERE DE FORMATIONS EN MATIERE DE FINANCE ISLAMIQUE, EN PARTENARIAT AVEC DES STRUCTURES EXISTANT DANS LES PAYS MUSULMANS..... | 114 |
| 3.5 | LA CREATION, AU SEIN DE NYSE EURONEXT D'UN COMPARTIMENT DEDIE AUX <i>SUKUK</i> SUIVIE D'UNE OU PLUSIEURS EMISSIONS PRIVEES DE <i>SUKUK</i> | 115 |
| 3.6 | LE DEVELOPPEMENT DE LA COLLECTE DE L'EPARGNE DES RESIDENTS MUSULMANS EN FRANCE | 116 |
| 3.7 | LA SUPPRESSION DE LA DOUBLE TAXATION EN MATIERE DE PUBLICITE FONCIERE ET DE DROITS D'ENREGISTREMENT DANS LE CADRE D'OPERATIONS D'ACHAT-REVENTE SANS INTENTION SPECULATIVE..... | 118 |
| 3.8 | LA REFORME DE LA REGLEMENTATION CONCERNANT LA FIDUCIE..... | 119 |
| 3.9 | L'EXONERATION DE LA GARANTIE DES VICES CACHES DANS LE CADRE D'ACHAT/VENTE SIMULTANES ET LA POSSIBILITE DE CESSIION CIVILE A TITRE DE GARANTIES | 121 |
| 3.9.1 | <i>Exonération de la garantie de vices cachés</i> | 121 |
| 3.9.2 | <i>Cession civile à titre de garantie</i> | 121 |
| 3.9.3 | <i>Déductibilité de la rémunération et confirmation de l'absence de retenue à la source</i> | 121 |
| 3.10 | LA REFORME DES CONDITIONS DE REFINANCEMENT EN MATIERE DE CREDIT-BAIL | 122 |
| 3.11 | AUTRES PISTES DE REFORMES | 123 |
| 3.11.1 | <i>Création d'un Centre de Recherche en Finance Islamique en France</i> | 123 |
| 3.11.2 | <i>De nouvelles formes d'assurance : takaful et re-takaful</i> | 124 |
| 3.11.3 | <i>L'ouverture vers l'Afrique et le monde francophone</i> | 124 |
| 3.12 | CONCLUSION | 125 |
| 4 | ANNEXES..... | 127 |
| | ANNEXE 1 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES OU AUDITIONNEES | 128 |
| | ANNEXE 2 : GLOSSAIRE | 130 |
| | ANNEXE 3 : SIGLES ET ABRÉVIATIONS | 132 |
| | ANNEXE 4 : TABLE DES GRAPHIQUES, TABLEAUX, SCHEMAS ET ENCADRES | 134 |

RESUME du rapport

« Quand ton frère se ruine,
que sa main chancelle près de toi.
Soutiens-le : métèque ou habitant, il vit avec toi.
Tu ne prendras de lui, ni usure, ni intérêt. »

Ancien Testament, Lévitique, 25, 35-37.

Quand cette mission nous a été confiée, en Avril 2008¹, l'indice Dow Jones était encore à 12 500 points, le baril de pétrole culminait à 120 dollars et l'écrasante majorité des experts, des professionnels et des politiques croyaient encore que la crise que nous traversons était une crise des « subprimes » et qu'elle se dénouerait tout naturellement au prix de quelques sacrifices marginaux.

La situation aujourd'hui est toute autre. La planète entière a pris conscience de l'ampleur de la crise actuelle (et pêche même parfois par excès de dramatisation). Cette crise remet en cause toute une série de paradigmes, aussi bien au niveau macroéconomique qu'au niveau microéconomique. Au niveau macroéconomique, cette crise fait prendre conscience que le point d'équilibre de l'épargne mondiale s'est déplacé au cours des dix dernières années et s'est durablement équilibré autour des pays émergents qui ont accumulé, et qui vont durablement accumuler, des réserves de change (environ 5 000 milliards de dollars à ce jour), pays qui, d'une manière ou d'une autre, peuvent et doivent participer à la définition des conditions de la sortie de crise.

Au niveau microéconomique, on peut considérer que certains développements récents de l'économie financière se trouvent profondément remis en cause par la crise actuelle. Ainsi en est-il, par exemple, de certaines activités de marché mais, plus généralement, de certains *business models* bancaires. Il est certain ainsi qu'à l'avenir les activités de banque

¹ Au moment de la rédaction de ce rapport, le prix du baril de pétrole culminait à 120 dollars. En novembre 2008, le prix du baril de pétrole est ramené à 50 USD. Cette évolution pourrait avoir des incidences sur certaines estimations relatives à la finance islamique.

commerciale et les activités bancaires inscrites dans la durée devraient retrouver une place dans le financement des économies qu'elles n'auraient peut-être jamais dû perdre.

Ce double changement de paradigme donne à la Finance Islamique une actualité qu'elle n'avait pas il y a de cela quelques mois. Les capitaux gérés ou susceptibles d'être gérés selon les principes de la Finance Islamique vont connaître une croissance rapide et durable. Par ailleurs, le fait que la philosophie de la Finance Islamique repose à la fois sur un investissement dans la durée et sur le partage du risque financier fait de ce type de modèle financier un modèle particulièrement adapté à la période que nous vivons.

Encore faut-il savoir de quoi l'on parle. La Finance Islamique soulève des interrogations et suscite des incompréhensions, voire des mécanismes de rejet, qu'il faut commencer par clarifier :

- 1) La Finance Islamique partage avec la Finance « conventionnelle » de nombreuses racines.
- 2) La Finance Islamique est profondément hétérogène et ne correspond pas ainsi, la plupart du temps, aux présentations caricaturales qui en sont faites.
- 3) La Finance Islamique ne participe, pas plus que la Finance « conventionnelle », au financement du terrorisme (qui évite, autant que faire se peut, toute forme de finance régulée).

On pourrait multiplier les contrevérités trop souvent véhiculées sur la Finance Islamique. Mais la première de ces contrevérités, à laquelle nous nous sommes efforcés d'apporter un démenti, vise à faire croire que la Finance Islamique occupe une place marginale dans la finance mondiale. On peut considérer que la Finance Islamique représente aujourd'hui un marché de 700 milliards de dollars (soit autant que le « plan Paulson » et presque autant que le marché des « subprimes ») et nous estimons que, à l'horizon 2020, ce marché devrait représenter 1 300 milliards de dollars (soit, à titre de simple mise en perspective, l'équivalent du tiers des fonds propres de l'ensemble des banques mondiales en 2007 ou l'équivalent du sixième de la capitalisation boursière de la Place Financière de Paris aujourd'hui).

Ces quelques chiffres témoignent de l'intérêt qu'il y a à se préoccuper de la place que la France pourrait jouer dans le recyclage, d'une part au moins, de cet immense gisement

d'épargne stable. Les avantages pour la France de jouer un plus grand rôle dans la gestion de cette épargne sont évidents, au-delà des intérêts stricts de la Place Financière de Paris :

- assurer un meilleur financement de la balance des paiements ;
- assurer, dans de meilleures conditions, le financement à long terme de l'économie ;
- participer à la création d'emplois, pour la plupart qualifiés (l'industrie financière constituant, en France, l'industrie la plus créatrice d'emplois à ce jour) ;
- assurer un meilleur positionnement de la France par rapport à certaines régions (Moyen Orient mais aussi Asie du Sud-Est).

Mais les avantages, pour la Finance Islamique, de faire le choix de Paris (par rapport à Londres) sont, eux aussi, nombreux :

- diversifier ses risques, en opérant sur des places financières aux profils très diversifiés ;
- diversifier ses sources d'expertise, en profitant de nombreux efforts de modernisation entrepris par la Place Financière de Paris (notamment en matière de formation) ;
- mieux se positionner par rapport à l'euro, dont le statut de monnaie internationale s'affirme chaque année.

Que faire pour dynamiser le développement de la Finance Islamique en France ? Tout d'abord, il est toute une série d'erreurs à ne pas commettre. La première, et la plus importante d'entre elles, reviendrait à nourrir un complexe d'infériorité par rapport à Londres sur ce segment de marché. Londres ne dispose que d'un seul avantage compétitif, surestimé mais réel, évident par rapport à Paris, celui de la langue. Cet avantage peut être, en partie au moins, compensé. Pour le reste, Paris dispose d'atouts que la Place Financière n'a peut-être, à ce jour, pas suffisamment mis en avant :

- un droit romain plus proche du droit islamique que ne l'est, a priori, le droit anglo-saxon ;

- une expérience ancienne et confirmée de partenariats avec les régions dans lesquelles la Finance Islamique se développe le plus rapidement, notamment les pays du Golfe (banque consortiales, *joint-ventures*, ...);
- une population musulmane trois fois plus importante en France qu'en Grande Bretagne ;
- un positionnement privilégié dans la gestion des transactions en euro ;
- une plateforme technologique (NYSE Euronext) plus internationalisée que celle de Londres.

Mais il est un autre avantage compétitif dont dispose Paris sans en avoir profité à ce jour. Compte tenu de la proximité culturelle de la France avec les pays Musulmans, notre pays pourrait : 1) acquérir le leadership mondial en matière de Finance Islamique au prix d'un petit nombre de réformes (10 tout au plus) ; 2) ce faisant dériver vers la Place Financière de Paris des capitaux dont le montant peut être évalué, en première approximation, à 100 milliards d'euros. Ces réformes sont les suivantes :

- 1) Un important effort de communication de la part de la Place Financière de Paris en direction des pays où la Finance Islamique se développe le plus rapidement.
- 2) Un encouragement donné à l'implantation d'une ou plusieurs institutions financières islamiques en France.
- 3) La création d'un indice boursier islamique par NYSE Euronext.
- 4) Le développement accéléré de formations en matière de Finance Islamique, en partenariat avec des structures existant dans les pays musulmans.
- 5) La création, au sein de NYSE Euronext, d'un compartiment dédié aux *sukuk* suivie d'une ou plusieurs émissions privées de *sukuk*.
- 6) Le développement de la collecte de l'épargne des Résidents Musulmans en France, dans le prolongement du rapport Milhaud sur ce thème.

- 7) La suppression de la double taxation en matière de publicité foncière et de droits d'enregistrement dans le cadre d'opérations d'achat-revente sans intention spéculative. Déductibilité de la rémunération et confirmation de l'absence de retenue à la source.
- 8) La réforme de la réglementation concernant la fiducie, réforme jugée, par ailleurs, indispensable.
- 9) L'exonération de la garantie des vices cachés dans le cadre d'achat/vente simultanés et la possibilité de cession à titre civil de garanties.
- 10) La réforme des conditions de refinancement en matière de crédit-bail.

Un certain nombre de ces réformes peuvent apparaître techniques et sont d'ordre juridique. Ces réformes sont indispensables et simples à mettre en œuvre. Par ailleurs, elles participent pleinement à la modernisation de notre cadre juridique national, indépendamment de leur intérêt pour le développement de la Finance Islamique en France.

Il est clair que ces réformes n'ont pas toutes le même poids. Au terme de cette mission, s'il en était une qui revêt à nos yeux un caractère prioritaire, ce serait celle concernant la communication (Proposition N°1). La France méconnaît la Finance Islamique et la Finance Islamique méconnaît la France. Il faut rapidement mettre un terme à cette double ignorance.

Parmi les réformes proposées, il en est certaines qui demandent un certain laps de temps pour être mises en œuvre de manière complète (Réformes N°1, 2, 5 et 6). Ceci doit contribuer à accélérer le démarrage de cette mise en œuvre. Mais il est aussi des réformes (Réformes N°3, 4, 7, 8, 9 et 10) qui pourraient être opérationnelles dans le mois, voire dans les semaines, à venir. Si le Gouvernement et les professionnels jugent utiles de développer la Finance Islamique en France, il est possible d'agir au plus vite dans ces domaines.

La plupart de ces réformes peuvent se faire à coût budgétaire nul pour le Gouvernement et pour les professionnels (Réformes N° 2, 5, 6, 8, 9 et 10). Pour les autres, le coût de la réforme se chiffre en centaines de milliers d'euros (Réformes N°1, 3, 4) et, au pire, en millions d'euros (Réforme N°7). Compte tenu des enjeux de ce dossier, ce coût peut être considéré comme dérisoire.

Un mot pour conclure. Ce n'est pas la Finance Islamique, à elle seule, qui permettra à la planète Finance de sortir de sa crise actuelle et à la France de s'exonérer d'autres réformes

indispensables pour améliorer sa compétitivité. La Finance Islamique doit, par ailleurs, continuer à se réformer pour s'adapter plus harmonieusement au financement de l'économie mondiale. Il n'empêche. Le développement de la Finance Islamique, telle qu'elle existe aujourd'hui, constitue, pour notre pays, une opportunité unique de faire face à la crise et de préparer son avenir.

1 REMETTRE LES PENDULES A L'HEURE

Pourquoi avoir accepté cette mission sur la Finance Islamique qui nous a été confiée par Paris Europlace ? Pourquoi s'intéresser à la Finance Islamique ? Pourquoi aujourd'hui ? Pour une raison très simple : selon son attitude dans les mois qui viennent, la France peut, ou non, rater une occasion historique de renforcer significativement son poids dans le recyclage de l'épargne mondiale et donc d'améliorer la compétitivité de la Place Financière de Paris. L'enjeu est de taille.

Deux importantes remarques au préalable :

- Ce rapport est principalement consacré à la dimension *corporate* de la Finance Islamique. La partie *retail*, dont la collecte de l'épargne des Résidents Musulmans à l'Etranger, a déjà donné lieu à de nombreux rapports officiels (du rapport Hadj Nacer – Pastré pour la Banque Mondiale en... 1991 au rapport Milhaud pour le Gouvernement français en 2007) dont nous approuvons les principales conclusions.
- Ce rapport n'a pu être réalisé dans un délai aussi court que parce que nous avons procédé à de nombreuses auditions (Annexe 1) et parce que nous nous sommes appuyés sur les travaux existants et, notamment, ceux de la Commission « Finance Islamique » de Paris Europlace, présidée par Gilles Saint Marc (Gide Loyrette Nouel). Que celui-ci trouve ici le témoignage de notre reconnaissance pour l'aide et les précieux conseils qu'il nous a apportés.

1.1 LA CROISEE DES CHEMINS

Le monde est, en effet, en train de changer de paradigme géo-financier. Le premier coup de semonce remonte, bien évidemment, au 11 Septembre 2001. L'attentat perpétré contre les Twin Towers a contribué à remettre en cause l'*asset allocation* d'un certain nombre de fonds d'investissement islamiques, se contentant jusque là de placer l'écrasante majorité de leurs capitaux à New York, et en particulier en Bons du Trésor américains. Mais, plus importante encore, a été la crise dite des *subprimes*, qui est, en fait, une crise bien plus profonde que celle de l'immobilier à risque américain, et qui est en train de transformer profondément la physionomie de la finance mondiale. A l'occasion de cette crise, un double paradigme est en train d'être remis en cause.

Le premier de ces paradigmes concerne l'allocation de l'épargne mondiale. Jusqu'à la fin des années 1990, les choses étaient apparemment simples. La croissance mondiale était relativement limitée et les déséquilibres budgétaires et de balance des paiements relativement faibles. Au tournant du millénaire, la situation a radicalement changé, la mondialisation de l'économie commençant à faire sentir ses effets. Le « double déficit » américain (déficit budgétaire et commercial) n'a fait que se creuser, pendant que les pays émergents (et les BRIC - Brésil, Russie, Inde et Chine - en particulier) ont accumulé des réserves de change à due proportion de l'amélioration de leur compétitivité industrielle. De leur côté, les pays producteurs de matières premières ont profité de la hausse des prix de ces produits, tirés par la forte croissance mondiale, et ont, eux aussi, accumulé des réserves de change année après année. Ce double déséquilibre s'est, pendant quelques années, neutralisé, les excédents des uns (les émergents et les pays pétroliers) servant à financer le déficit des autres (principalement les Etats-Unis). Cet équilibre précaire s'est opéré grâce, en partie, à une liquidité mondiale abondante, favorisée par la croissance rapide des pays à fort taux d'épargne (notamment les BRIC).

La crise dite des *subprimes* remet en cause cet équilibre « sur la lame d'un rasoir ». Et ce à un double niveau. D'abord parce que cette crise fait craindre à un ralentissement durable, voire à une récession, de l'économie américaine, avec les risques que cette évolution comporte en matière de creusement du déficit budgétaire américain. Ensuite parce que cette crise, bancaire au départ, financière par la suite, ne pourra pas ne pas avoir d'impact sur l'économie réelle, en particulier sur les pays émergents dont la croissance récente a été tirée par les exportations vers les pays du Nord. Ce ralentissement de la croissance des pays émergents, qui ne disposent pas d'un marché intérieur suffisamment étoffé pour prendre le relais des exportations (ralentissement dont il est trop tôt à ce jour pour mesurer l'ampleur), se traduira par une moindre capacité de ces pays à dynamiser la croissance mondiale et à assurer l'équilibre des flux mondiaux d'épargne et d'investissement. Un nouvel équilibre financier international se devra donc d'être défini dans les années à venir.

A ce premier paradigme s'en ajoute un second. Ce deuxième paradigme, que la crise des *subprimes* remet en cause, est celui du *business model* des banques. Les grandes banques, quelque soient leurs statuts, ont, à des degrés divers, largement nourri leur croissance, au cours des dernières années, sur le développement des activités de marché, et en particulier des activités de titrisation. Le ralentissement de la croissance de ces activités est inéluctable,

même si, là encore, l'ampleur du phénomène est difficile à définir avec précision à ce stade de la crise. Ce qui est certain c'est que les autorités de régulation bancaire vont encourager avec moins de vigueur que par le passé les opérations de transferts de risque. De leur côté, les banques elles-mêmes, face à l'assèchement de certains marchés (comme le marché des LBO à fort effet de levier et certains marchés de titrisation) et face aux tensions exercées sur la liquidité bancaire, vont être amenées à réviser, en partie au moins, leur *business model*. Et ce, alors même que l'aversion au risque des investisseurs, quasi-nulle jusqu'à fin 2007, va augmenter de manière significative. Sans, bien sûr, qu'il soit possible de dire, à ce stade, jusqu'où et jusqu'à quand. Mais cette incertitude n'enlève rien au caractère inéluctable d'une modification durable des stratégies bancaires.

C'est dans ce double contexte que les enjeux d'une réflexion sur la Finance Islamique prennent toute signification. Même si, comme nous le verrons, la Finance Islamique n'est pas une et indivisible (mais, au contraire, hétérogène dans ses règles comme dans ses origines), elle n'en constitue pas moins un univers dont le poids global croît rapidement et, surtout, va continuer à croître dans les années à venir. Le prix du pétrole est sur une tendance haussière de 25% par an depuis 2003 et ce rythme de croissance est susceptible de se maintenir au-dessus de 10% par an dans les deux à trois décennies à venir. Les réserves de change des pays exportateurs de pétrole sont déjà considérables aujourd'hui (5 000 milliards de dollars), et vont continuer à croître dans la prochaine décennie. Certaines estimations font état de 20 000 milliards de dollars à l'horizon 2020. Le poids de la Finance Islamique va donc connaître une croissance inexorable et rapide. L'enjeu pour la France est de participer à la gestion, d'une partie au moins, de cette « poche d'épargne » ne trouvant que partiellement à s'investir sur place. Pour ne prendre que l'exemple des Etats-Unis, les achats nets de titres financiers américains par les pays exportateurs de pétrole ont dépassé, depuis 2004, 100 milliards de dollars par an contre 30 milliards de dollars par an entre 2000 et 2003, finançant ainsi 15% du déficit courant américain. Des travaux récents ont montré que ces investissements représentent près de 0,2% du PIB américain². Assurer le recyclage efficace de ces capitaux pourrait ainsi contribuer de manière déterminante au rééquilibrage des flux d'épargne mondiale.

²Patrick Artus, « Etats-Unis : quel impact du recyclage des pétrodollars ? », Natixis, Flash N°327, Juillet 2008.

En Europe, Londres domine, de manière injustifiée à nos yeux, le marché de la gestion des capitaux d'origine islamique. Pour simplifier, on peut dire que les gestionnaires des capitaux pétroliers, en particulier ceux du Golfe, vont à Genève pour la gestion privée, à Londres pour la gestion institutionnelle et à Paris... pour faire leurs courses avec leur épouse ! Cette situation doit et peut changer. C'est l'intérêt de la Place Financière de Paris mais aussi celui des gestionnaires de ces capitaux qui trouveraient, en diversifiant leur allocation d'implantation, un moyen de mieux répartir leurs risques et leurs sources d'expertise.

La deuxième actualité de la Finance Islamique tient à l'évolution des *business models* bancaires qu'implique la crise. L'imperium des activités de marché étant remis en cause, la seule parade possible contre un *credit crunch*, qui ne ferait qu'aggraver la crise, consiste en un retour aux sources des métiers de banque. Les banques, quelque soit leur pays d'origine, doivent davantage prêter et participer ainsi au financement à long terme de l'économie mondiale. Sans désigner de bouc émissaire supposé responsable de tous nos maux, il est clair que le développement de certaines activités de marché et de certaines formes de transferts de risque ont conduit à l'essor d'un « *short termism* » financier pénalisant le financement à long terme de l'économie productive. Une récente étude d'Ernst & Young a montré que la Finance Islamique, de par ses règles constitutives, n'était en aucun cas *risk adverse* et était disposée à s'investir aussi bien en actions cotées qu'en *private equity*. Dans une période de crise, où les besoins de financement à long terme de l'économie productive n'ont jamais été aussi pressants, cette capacité à prendre des risques (même si elle reste, pour certains segments de la Finance Islamique, plus revendiquée que réellement pratiquée) constitue une opportunité historique qu'il convient de saisir.

La Finance Islamique peut ainsi, au niveau microéconomique aussi bien qu'au niveau macroéconomique, contribuer au rééquilibrage de la finance mondiale. Reste à savoir ce qu'est exactement la Finance Islamique. Au fil de cette mission, nous avons été particulièrement frappés par la méconnaissance dont faisaient preuve certains de nos interlocuteurs (pourtant particulièrement qualifiés en matière financière) quant à la réalité, certes complexe, de la Finance Islamique. Il est impossible pour la Place Financière de Paris de jouer le rôle qui devrait être le sien sur le marché mondial de la Finance Islamique sans, au préalable, dissiper un certain nombre de malentendus.

1.2 QUELQUES CONTREVERITES A DISSIPER

Malgré l'intérêt croissant dans les cercles professionnels et académiques, la Finance Islamique reste un phénomène insuffisamment connu en dehors de ses frontières géographiques « naturelles ». L'arrivée de ces produits financiers dans nos économies occidentales suscite des débats à divers niveaux. Avant de définir les contours de la Finance Islamique et de mettre en exergue les problèmes et les opportunités qu'elle représente pour la finance mondiale, il nous semble donc indispensable de revenir sur quelques contrevérités – présentées ici, par souci pédagogique, de manière volontairement caricaturale – qui renforcent la confusion et la mauvaise compréhension de ce phénomène.

1.2.1 La Finance Islamique peut constituer une remise en cause du droit laïque et accentuer le communautarisme

Le mélange particulier entre techniques financières et éthique religieuse que représente la Finance Islamique suscite de nombreuses appréhensions et polémiques, plus ou moins fondées. Elle est ainsi parfois considérée incompatible avec une société laïque, construite sur la séparation de l'Eglise et de l'Etat. L'inclusion de règles de gestion extra-financières dans les contrats financiers islamiques ne met-elle pas en concurrence ces deux ensembles de règles, le droit national de chaque pays et le droit religieux ? Et, dans une société comme la France, en cas de conflit entre les prescriptions de la Charia et la justice séculière, quelle est l'autorité qui doit trancher et comment doit-elle arbitrer ? Il nous semble indispensable, pour commencer ce passage en revue des préjugés les plus récurrents sur la Finance Islamique, de démêler cet imbroglio, en clarifiant le rôle respectif des principes islamiques et des règles du droit national.

Un contrat financier, qu'il soit islamique ou non, est construit sur la base de règles de droit explicites. Si les principes éthiques de l'Islam peuvent être pris en compte dans le montage de produits financiers, ils ne peuvent en aucun cas se substituer aux règles de droit en vigueur, ni être utilisés comme prétexte pour contourner ces mêmes règles. Un contrat rédigé en droit français, même s'il concerne un montage financier islamique, se doit, d'abord et avant tout, d'être conforme aux règles du droit français et ne peut être contesté que sur la base de ces règles. La récente décision des juges anglais (*Shamil Bank of Bahrain Ec vs Beximco Pharmaceuticals Ltd* (n°1) Court of appeal (Civil Division) 28 January 2008) va bien dans ce

sens. Elle reflète la conviction des magistrats britanniques que les principes de la Charia ne constituent pas un socle de règles susceptibles de venir supplanter le droit anglais. Dans les rapports contractuels, le droit anglais prévaut, même si les principes de la Charia peuvent sous-tendre la relation contractuelle. A Londres, les banques islamiques doivent donc se conformer à la réglementation applicable à toutes les banques exerçant leurs activités au Royaume-Uni, y compris les exigences posées par la FSA.

Les réformes légales et réglementaires nécessaires au développement de la Finance Islamique en France ne sont pas en contradiction avec le droit laïque qui préside à l'organisation de notre vie économique. Elles permettraient, au contraire, d'y apporter certaines améliorations. Ainsi, pour ne prendre qu'un seul exemple, on peut citer les aménagements possibles du contrat de crédit-bail. Afin de permettre l'utilisation de cet instrument dans le cadre de contrats de financement *ijara*, il faudrait reconnaître au crédit-preneur la faculté de substituer un nouveau crédit-bailleur dans les droits d'un précédent crédit-bailleur. Cette initiative, qui réduirait les coûts de gestion des instruments islamiques, permettrait également de renforcer la concurrence sur ce marché et serait donc bénéfique pour l'ensemble des opérateurs et pour les clients.

Une articulation intelligente de réformes légales permettrait enfin d'éviter tout risque de confusion entre Finance Islamique et communautarisme. La Finance Islamique est, comme on le verra plus loin, une approche particulière de la finance, qui intègre, certes, des principes éthiques spécifiques mais qui n'impose, en aucune façon, une discrimination ethnique ou confessionnelle dans les décisions d'investissement. Les institutions financières islamiques restent ouvertes à tout type de clients et, non seulement cohabitent, mais parfois également collaborent, avec des institutions financières traditionnelles.

1.2.2 La Finance Islamique participe au financement du terrorisme

En matière de Finance Islamique, la méconnaissance du sujet permet certaines confusions autrement plus troublantes que la précédente. Ainsi est-on parfois confronté à un amalgame entre, d'une part, la Finance Islamique et, d'autre part, l'intégrisme religieux et le financement du terrorisme. Or, rien, ni dans la théorie, ni dans la pratique, ne permet d'établir un lien quelconque entre ces deux phénomènes.

Sur le plan théorique, il y a une opposition de principe entre l'esprit de la Finance Islamique et les finalités des activités terroristes. La Finance Islamique regroupe un vaste éventail d'activités conformes à la loi coranique, la Charia. Il s'agit ici d'une application transparente et respectable des règles économiques, sociales et politiques de l'Islam. Rien à voir donc avec la nébuleuse du financement des activités terroristes.

On note, par ailleurs, que certains paradis fiscaux « occidentaux » sont fortement suspectés de participer, passivement au moins, au financement du terrorisme.

Dans la pratique, l'essentiel du financement terroriste se fait hors circuits bancaires, islamiques ou non. Il s'appuie essentiellement sur des mécanismes plus simples, souvent informels, qui échappent au système bancaire (comme l'*awallah*, qui s'apparente à la lettre de change). Le développement d'institutions financières réglementées, capables de capter cette épargne informelle, pourrait, au contraire, aider à réduire le détournement de fonds à des fins terroristes.

La récente décision des autorités algériennes d'autoriser les opérations de banques islamiques a, en effet, été justifiée en partie comme un début de réponse à ces problèmes. La Banque Centrale algérienne a autorisé des produits financiers islamiques en réponse à la multiplication des canaux financiers illégaux qui échappaient à tout contrôle officiel. Ces dernières années, le gouvernement avait ainsi observé une montée des mouvements fondamentalistes proposant des prêts exempts d'intérêts, en particulier pour le financement immobilier. L'attrait de ce type de financement réside dans le fait qu'il se revendique *shariah compliant*, la Charia interdisant toute transaction financière porteuse d'intérêt. Mais de telles pratiques existant en-dehors de tout contrôle par les autorités financières présentent des risques de fraude, de blanchiment d'argent ou de financement d'activités criminelles ou terroristes.

1.2.3 La Finance Islamique constitue un tout homogène

Selon certains, la Finance Islamique serait ainsi une et indivisible. En réalité, rien n'est moins homogène que l'univers de la Finance Islamique. Et ce à un double titre. D'abord parce que la Finance Islamique donne une place prépondérante à la jurisprudence. Il n'existe pas une définition unique et unanimement acceptée des produits *shariah compliant* (conformes à la loi coranique). Tout est donc question d'interprétation, d'où l'importance des *shariah boards*,

chargés d'interpréter la loi coranique. Il existe ainsi d'importantes différences de politique d'investissement entre les fonds islamiques originaires de chacun des pays musulmans (ce qui, soit dit en passant, contribue à la hausse des coûts de gestion de ces fonds, point sur lequel nous reviendrons).

Mais à cette hétérogénéité de comportement s'ajoute une hétérogénéité, encore bien plus fondamentale, d'univers. On a ainsi tendance à confondre des masses de capitaux d'origine et de finalité très différentes. Il faut, par conséquent, distinguer :

- la finance des pays musulmans, certains de ces pays ayant un système financier largement dominé par des opérateurs se conformant aux principes de la finance « occidentale » ;
- la finance des citoyens musulmans expatriés, qui concerne principalement l'activité *retail* et, en particulier, les transferts de fonds, et qui constitue un univers spécifique, d'ampleur croissante et globalement mal desservi par les institutions bancaires traditionnelles, qu'elles soient islamiques ou non ;
- la Finance Islamique au sens strict, qui est au cœur de ce rapport, et qui se distingue par la soumission des pratiques financières à un certain nombre de principes religieux.

Ces différents univers se recoupent, bien évidemment, pour partie mais reposent sur des fondamentaux à chaque fois spécifiques et méritent donc, dans chacun des cas, un traitement particulier.

1.2.4 Il n'y a aucune différence entre Finance Islamique et Finance Traditionnelle

Certains observateurs considèrent qu'il n'y a pas une différence fondamentale entre la Finance Islamique et la Finance Conventionnelle et que l'argument religieux n'est qu'un argument « marketing » utilisé pour attirer et fidéliser les clients musulmans. Il serait tentant de reprendre cet argument, d'autant plus qu'une partie de ces critiques émanent d'érudits et de théologiens musulmans.

La Finance Islamique a, in fine, la même finalité que la finance conventionnelle. Elle sera donc obligée d'évoluer pour s'adapter aux besoins du marché et, compte tenu de la

globalisation de certains marchés financiers, de tolérer une convergence avec les pratiques de la finance traditionnelle. Mais c'est également une discipline très « chargée de point de vue émotionnel, symbolique et conceptuel ». Elle incarne un certain nombre de principes éthiques, qui s'ajoutent aux contraintes de fonctionnement habituelles de toute institution financière. Cela implique des divergences importantes et incontournables entre Finance Islamique et Finance Conventionnelle sur plusieurs points : en matière de risques, de structuration des produits financiers, de savoir-faire et de compétences requises, etc. L'habillement est secondaire. Ce qui compte en Finance Islamique, c'est la finalité de l'investissement (clairement identifiée) et la traçabilité de l'argent. Plus que l'intérêt, ce qui est interdit c'est la revente tel quel du crédit en le coupant de sa finalité.

Par ailleurs, si la prohibition totale de la *riba* (intérêt), qui est un des piliers de la Finance Islamique, paraît difficilement applicable à l'extérieur du monde musulman, on retrouve des correspondances entre de nombreux autres principes de la Charia et certaines normes éthiques des pays non-musulmans. Et même dans le domaine de l'économie et de la finance, on retrouve des marchés qui partagent des exigences éthiques communes avec la Finance Islamique. Certaines sont récentes, comme l'ISR (Investissement Socialement Responsable), d'autres ont des origines relativement anciennes, comme les fonds « chrétiens » (qui existent depuis plus de 100 ans).

Selon Morningstar, société d'analyse d'investissement américaine, l'avantage des fonds de placement religieux tient au fait qu'« ils attirent des gens qui n'auraient pas investi autrement ». Loin de faire des bénéfices le premier critère d'investissement, les fonds religieux examinent aussi les sociétés, dont ils achètent des actions, sous le prisme de la nature même de leur activité, de leur politique salariale ou encore de leurs partenariats. L'utilisation des fonds doit être conforme aux desiderata des investisseurs et il faut être en mesure de les rémunérer en fonction de cette utilisation (lien entre finalité et rémunération et lien entre rémunération et couple risque-rendement).

1.2.5 La Finance Islamique est en dehors de la scène financière mondiale

La thèse inverse à celle que nous venons de dénoncer est aussi défendue par certains. Selon cette thèse, la Finance Islamique serait une finance confessionnelle, incompatible avec et inassimilable par la Finance Occidentale. Rien n'est plus faux.

- Commençons par balayer d'un revers de plume les idées les plus fausses. La Finance Islamique est moins hostile au principe même du taux d'intérêt (bien que, dans la pratique, nous le verrons, elle l'interdit) qu'au principe de l'usure, c'est-à-dire à l'usage abusif de celui-ci, comme l'est, globalement aujourd'hui, la finance occidentale³.
- Par ailleurs, il convient de rappeler que la plupart des autres religions monothéistes se sont durablement défiées du taux d'intérêt. En ce qui concerne la religion catholique, dans l'Évangile selon Saint Luc n'est-il pas affirmé : « Si vous ne prêtez qu'à ceux dont vous espérez restitution, quel mérite? Car les pêcheurs prêtent aux pêcheurs afin de recevoir l'équivalent »⁴ ? Par ailleurs, rappelons que la législation canonique condamnera le prêt à intérêt jusqu'en 1830 et que le Vatican n'a rendu licite le prêt à intérêt qu'en 1917⁵.
- Quant à la religion juive, il n'est que de citer le Lévitique (« Quand ton frère se ruine, que sa main chancelle près de toi. Soutiens-le : métèque ou habitant, il vit avec toi. Tu ne prendras de lui ni usure, ni intérêt. »⁶) pour se convaincre que l'intérêt y est proscrit.⁷
- Il existe, par ailleurs, de nombreuses similitudes entre la Finance Islamique et la Finance Occidentale : le prêt participatif n'est-il pas fondé sur les mêmes principes de partage de risque que le *moudarabah* ? De même la Finance mutualiste, en particulier dans le domaine de l'assurance, ne repose-t-elle pas sur des principes très proches de la Finance Islamique ? On pourrait multiplier ainsi les exemples permettant de montrer que les fondements de la Finance Islamique ne sont, non seulement pas contradictoires avec ceux de la Finance Occidentale, mais souvent très proches de celle-ci.

³ Et comme l'étaient déjà les Romains (« On doit condamner les emplois qui attirent le mépris comme ceux... des usuriers », Cicéron)

⁴ Évangile selon Saint Luc, 6, 34-35.

⁵ Codex iuris canonici, c.1735. C'est le protestantisme qui justifie, sous la plume de Calvin, dans sa « lettre sur l'usure », en 1545, la légitimité de l'intérêt : le capital a un « caractère de bien immédiatement productif » et l'intérêt acquiert ainsi un caractère licite.

⁶ Ancien Testament, Lévitique, 25, 35-37.

⁷ Le prêt à intérêt, même usuraire, est toutefois, dans le Deutéronome, autorisé pour les étrangers : « Ne demande pas d'intérêt à ton frère, que ce soit sur l'argent ou la nourriture ou quoi que ce soit d'autre qui peut produire de l'intérêt. Tu peux charger intérêt à un étranger, mais pas un frère israélite... », Deutéronome, 23:19, 20.

- Enfin, comme nous l'avons déjà dit, le mouvement de mondialisation en œuvre depuis le début des années 1980, conduit à une homogénéisation des pratiques de gouvernance des entreprises, aussi bien – et peut-être plus encore – sur le plan financier que sur les plans industriel, comptable et commercial.

Pour ces différentes raisons au moins, l'opposition marquée par certains entre Finance Islamique et Finance Occidentale relève d'avantage de présupposés idéologiques que de l'analyse objective.

1.2.6 Les enjeux en termes de capitaux sont limités

On peut s'interroger, à juste titre d'ailleurs, sur le potentiel du développement de ce nouveau marché. En effet, si l'engouement médiatique pour les placements « éthiques » est incontestable, leur développement effectif reste, à l'heure actuelle, encore très limité. Ainsi, les fonds chrétiens américains ne représentent que quelques centaines de millions de dollars d'actifs et les *core* ISR (c'est-à-dire les approches les plus approfondies d'application de critères extra-financiers à la gestion) représentent à peine 1% des actifs gérés dans le monde.

Il semble, toutefois, que le potentiel de croissance pour le marché des produits financiers islamiques soit tout à fait considérable. Standard & Poor's évalue à 4 200 milliards le marché bancaire islamique potentiel (cf. Tableau 1). Or les actifs bancaires islamiques effectifs s'élèvent à ce jour à 400 milliards de dollars, soit un taux de pénétration de moins de 10%. La marge de développement est donc importante, d'autant plus si les tendances des dix dernières années (notamment l'accumulation d'excès de liquidités par les pays musulmans) se poursuivent.

Enfin, l'argument récurrent selon lequel les placements « éthiques » seraient moins rentables que les placements qui n'intègrent pas de critères extra-financiers n'est pas vérifié sur le passé. Quand on compare l'évolution des indices S&P500 et S&P500 Shariah, on constate une évolution comparable, voire meilleure pour l'indice islamique en 2008, moins touché par la crise des *subprimes*.

Tableau 1 : Marché bancaire islamique potentiel (2005)

| Zone géographique | Population musulmane (millions) | Rang | PIB / habitant (\$) | PIB « musulman » (milliards de dollars) | Taux de bancarisation potentiel* | Marché bancaire islamique potentiel (milliards de dollars) | Rang ajusté |
|----------------------------------|--|-------------|----------------------------|--|---|---|--------------------|
| Indonésie | 229 | 1 | 3580 | 820 | 75% | 615 | 1 |
| Pakista N | 158 | 2 | 2180 | 344 | 50% | 172 | 10 |
| Afrique sub- saharienne | 151 | 3 | 850 | 128 | 50% | 64 | 15 |
| Afrique du Nord | 145 | 4 | 3100 | 450 | 75% | 337 | 5 |
| Inde | 142 | 5 | 2900 | 412 | 75% | 309 | 7 |
| Bangladesh | 129 | 6 | 1300 | 168 | 50% | 84 | 13 |
| Asie centrale (hors Pakistan) | 96 | 7 | 5250 | 504 | 50% | 252 | 8 |
| Turquie | 71 | 8 | 7890 | 560 | 75% | 420 | 4 |
| Iran | 63 | 9 | 6900 | 435 | 75% | 326 | 6 |
| Péninsule arabique | 55 | 10 | 12480 | 686 | 75% | 515 | 2 |
| Levant (y.c. Irak) | 57 | 11 | 2000 | 114 | 50% | 57 | 16 |
| Russie | 22 | 12 | 9870 | 217 | 75% | 163 | 11 |
| Chine | 18 | 13 | 5080 | 91 | 75% | 69 | 14 |
| Europe (y.c. Balkans) | 15 | 14 | 31250 | 469 | 100% | 469 | 3 |
| Malaisie | 14 | 15 | 9500 | 133 | 75% | 100 | 12 |
| Amérique du Nord | 6 | 16 | 39500 | 237 | 100% | 237 | 9 |
| Total | 1371 | | | 5768 | 70% | 4188 | |

Actifs Islamiques Effectifs : 400. Taux de pénétration de la Finance Islamique : 9%

* Hypothèse : 50% pour les pays en développement, 75% pour les pays émergents, 100% pour les pays développés

Source : Standard & Poor's, 2006.

1.3 LA FINANCE ISLAMIQUE : DEFINITION, ACTIVITES ET INSTRUMENTS

1.3.1 Finance Islamique – Finance Conventionnelle : une même finalité mais des règles de fonctionnement différentes

La raison d'être d'un système financier, qu'il soit « conventionnel » ou « islamique », est la mobilisation de ressources financières et leur allocation entre différents projets d'investissement. Toutefois, les principes qui régissent le fonctionnement d'un système financier islamique sont différents de l'esprit de la finance « traditionnelle ». Si en finance « classique » la norme qui préside aux décisions d'un agent économique est l'optimisation du couple rendement-risque de ses placements, la profitabilité n'est pas l'unique ni le principal critère de décision pour les opérateurs islamiques.

Dans la tradition musulmane, l'aspect temporel de l'activité humaine est régi par les règles de la Charia qui sont tirées de cinq sources :

- Le Coran – le livre sacré des musulmans et la source principale du Droit Islamique.
- La *Sunna*, ce terme désignant l'ensemble des dires et des actions du Prophète ainsi que son approbation des dires et des pratiques de quelqu'un d'autre.
- Les *Qyas*, ou l'analogie, - une forme de raisonnement utilisée par les juristes musulmans pour déterminer la solution d'un problème de droit (*fiqh*) non prévu par les textes du Coran et de la *Sunna*.
- *L'Ijtihad*, qui est l'effort de réflexion personnelle basée sur les principes généraux de l'Islam. Il est pratiqué par les *muftis* (juristes) ou les *mujtahids* (savants).
- *L'Ijma*, procédure juridique dans le droit musulman qui essaie d'établir une règle en se basant sur un consensus des spécialistes du domaine dont il est question. Une règle de droit prise par ce procédé ne peut en aucun cas contredire le Coran ou la *Sunna*.

L'activité économique des musulmans, au même titre que leur activité politique et sociale, doit être conforme à ces normes. Ainsi, un système financier islamique, tout en intégrant des objectifs de rentabilité et d'efficacité, se doit de respecter l'ensemble des principes éthiques de la Charia. La Finance Islamique n'est donc pas un système basé exclusivement sur des interdictions et des restrictions. Contrairement à ce que laissent entendre certaines idées

répandues, c'est un univers construit autour de quelques grands principes positifs ainsi que, mais pas exclusivement, sur quelques interdits.

Cette particularité est à l'origine des principales distinctions entre l'économie conventionnelle et l'économie islamique. A la différence du paradigme séculier du marché construit autour du postulat de maximisation de l'utilité individuelle (réduite fréquemment à la consommation), le comportement optimal dans l'économie islamique exige une satisfaction équilibrée des besoins tant matériels que spirituels de la personnalité humaine. Une approche différente donc qui redéfinit la rationalité économique afin de prendre en compte dans le calcul économique non seulement l'intérêt individuel mais aussi une notion plus large d'intérêt général.

Ce constat éclaire l'ampleur des divergences entre Finance Islamique et Finance Conventionnelle, mais également les points de convergences entre les deux systèmes financiers. Ainsi, contrairement à ce que laissent entendre certains présupposés, la philosophie de l'Islam, tout comme la philosophie libérale, encourage l'esprit entrepreneurial et le commerce, autorise la prise du risque et cautionne le profit. Et, si certaines formes de commerce (le commerce d'argent) ou de profit (l'intérêt) sont interdites, ces interdictions sont l'exception, non la règle.

Néanmoins, la Finance Islamique a une vision particulière sur le **partage des risques et des profits** entre les différentes parties prenantes dans une transaction financière. La Charia préconise un partage « équitable » des gains et des risques entre l'investisseur (le prêteur) et l'entrepreneur (l'emprunteur) quelle que soit la forme de financement utilisée. Une transaction financière qui transfère l'ensemble des risques associés à un projet d'investissement sur une seule des parties prenantes est donc contraire aux principes de la Charia. Ainsi, certaines formes de financement issues du système financier conventionnel sont tout à fait conformes à l'esprit de la Charia et transposables dans un système financier islamique, alors que d'autres, et notamment le contrat de dette classique, en sont automatiquement exclues.

Une conséquence immédiate de cette divergence de vision entre la Finance Islamique et la Finance Conventionnelle est **l'interdiction de la *riba***. Ce terme vient du verbe « *raba* » qui signifie « augmenter ». Il désigne donc une augmentation de valeur et correspond à deux notions bien distinctes dans la terminologie de la Finance Occidentale : l'usure et le taux d'intérêt. Le Coran interdit explicitement, à plusieurs reprises, la pratique de la *riba*.

« ... O les croyants ! Craignez Allah ; renoncez au reliquat de l'intérêt usuraire, si vous êtes croyants ». Coran, Sourate 2, versets 275-279.

Le débat sur la licéité de la pratique de l'intérêt n'est pas non plus étranger à l'Economie Occidentale où toute une lignée de philosophes et d'économistes, à commencer par Aristote⁸, ont pris position sur ce problème. Mais, *in fine*, la tradition judéo-chrétienne a fait une distinction claire entre usure et intérêt, et, si, aujourd'hui, dans nos sociétés occidentales, la première est condamnée, le second est accepté. En revanche, la philosophie musulmane condamne tout taux d'intérêt, qu'il soit usuraire ou non. La perception d'une rémunération fixe, fonction uniquement de l'écoulement du temps et complètement déconnectée de la rentabilité réelle du projet d'investissement sous-jacent, est contraire à l'éthique musulmane, car considérée comme socialement destructrice.

« Riba... is really the AIDS of contemporary economic activity, as it deprives economic life of its immunity and robs it of its ability to fight economic disease. Consequently, a feeling of exploitation prevails, productivity decreases, the efficient use of resources deteriorates, economic potential is wasted and, ultimately, economic disorders are aggravated. »⁹ Les défenseurs de la Finance Islamique avancent ainsi l'idée que l'existence de ce mécanisme (i.e. du taux d'intérêt) encourage une allocation non-productive des ressources dans une économie, en permettant aux investisseurs de percevoir un rendement sur leur capital sans prendre le moindre rôle actif dans le processus d'investissement. Si cette observation est quelque peu extrême et contestable sur le plan économique, elle a, au moins, le mérite de nous donner une idée claire du caractère inviolable de cette norme fondamentale de la Charia.

Toujours dans cet ordre d'idées, certains économistes islamiques avancent l'idée qu'un système financier basé sur les principes de l'Islam, et notamment sur la prohibition de la *riba*, aurait pu éviter certains des plus grands désastres financiers des cinquante dernières années. Dans la crise de la dette des pays émergents, ou dans l'explosion de l'endettement des ménages dans les pays anglo-saxons qui a mis plus d'une fois en difficulté leur système bancaire, une partie au moins de la responsabilité revient aux banques qui ont attribué des crédits facilement et sans beaucoup de discernement. Dans un système financier basé sur le

⁸ « N'est-ce pas là le summum de ce qui va contre nature ? L'argent n'est d'ailleurs même pas une chose, ce n'est rien d'autre qu'un symbole... et on donne à ce symbole un caractère de réalité. D'une convention on fait une chose. Les prêts contre intérêt sont aussi une perversion de l'échange... » Bouckaert, L., o.c., p. 52.

⁹ Dans Ph. Moore, "Islamic Finance: a partnership for growth", published by Eromoney Publications 1997, p. 18.

partage des profits et des risques, une telle situation ne pourrait se produire, car les investisseurs (en l'occurrence les banques) ont une forte incitation à mieux contrôler le déroulement du projet d'investissement. En 1994, *The Economist* écrivait ainsi: « some people in the West have begun to find the idea [of risk-sharing] attractive. It gives the provider of money a strong incentive to be sure he is doing something sensible with it. What a pity the West's banks did not have that incentive in so many of their lending decisions in the 1970's and 1980's. ».

Par ailleurs, l'interdiction de la *riba* s'inscrit logiquement dans la perception que l'Islam a de la fonction de la monnaie dans une économie. Dans un système économique les économies occidentales la monnaie remplit simultanément un rôle d'instrument d'échange, d'unité de compte mais aussi d'instrument de transfert de valeur dans le temps. Mais selon la logique de la philosophie musulmane, l'argent est un simple instrument nécessaire pour créer de la valeur réelle et pour faciliter les échanges mais qui ne doit pas devenir l'objet de l'échange en soi. Il ne remplit donc pas ce rôle de transfert intertemporel de valeur: « ... ce n'est donc que comme garant, tout au plus, des échanges et de la tradition réciproque qu'il [l'argent] a été appelé dans le monde... voilà donc l'unique fonction de l'argent... ».¹⁰ Le commerce d'argent n'est donc pas comparable aux autres commerces. L'éthique musulmane cautionne ainsi le commerce de marchandises mais considère comme *haram* (« impie ») tout profit tiré d'une transaction purement « financière ».

De cette vision particulière émanent deux autres impératifs de la loi islamique. Premièrement, **la thésaurisation** est interdite car elle détourne les fonds des activités productives¹¹. Ensuite, ce qui est encore plus fondamental, toute opération financière doit être **adossée à un actif réel**.

Un autre volet important de la pensée économique musulmane concerne la gestion de l'incertitude. La Charia encourage la prise du risque, mais elle interdit l'incertitude dans les termes d'une relation contractuelle. **La spéculation est ainsi condamnée**. La prohibition de la spéculation a trait à la condamnation du *gharar* par l'éthique musulmane. La notion de *gharar* se rapporte à tout échange dans lequel il y a un (des) élément(s) de déception, soit à

¹⁰ El Gamal, M., « A basic guide to contemporary Islamic banking and finance », ISNA Islamic Banking and Finance Series, Juin 2000, p.4.

¹¹ « à ceux qui thésaurisent l'or et l'argent et ne le dépensent pas dans le sentier de Dieu, annonce un châtement douloureux. » Coran, Sourate 9, verset 34.

cause de l'ignorance sur les biens ou les prix, soit à cause d'une fausse description des biens. Cela comprend donc les échanges de marchandises que le vendeur n'est pas en position de livrer mais aussi les contrats qui dépendent d'un événement imprévisible. L'objet de l'échange ne doit pas nécessairement exister au moment de la signature de contrat (ainsi la vente à terme, en tant que telle, n'est pas condamnée). La transaction est en conflit avec les principes de la Charia uniquement si les termes de l'échange sont conditionnels à un événement futur incertain, hors de contrôle des parties prenantes.

La Finance Islamique interdit, enfin, l'investissement dans certaines activités économiques (des activités *haram* comme l'industrie du jeu, de l'alcool, de l'armement, etc.) mais aussi dans des sociétés qui transgressent les principes fondamentaux de la Charia (par exemple, les sociétés à fort levier d'endettement).

1.3.2 La Finance Islamique : un univers hétérogène

L'univers de la Finance Islamique est caractérisé par une extrême diversité. Cet état des choses est lié à la nature même de l'Islam, une religion où la jurisprudence joue un rôle essentiel et qui regroupe des courants de pensée très divers. Ainsi, alors que les grands principes éthiques sont universellement partagés par tous les acteurs de la Finance Islamique, les divers courants de l'Islam proposent des interprétations différentes, plus ou moins souples, de leur mise en œuvre pratique. En particulier, on oppose traditionnellement l'Extrême Orient chaféite plus « libéral » au Golfe hanbalite. Ainsi, pour ne prendre qu'un exemple, l'Arabie Saoudite se montre plus rigide dans l'application des normes éthiques de l'Islam que les pays de l'Asie de Sud-Est. Mais il existe également des lignes de fracture à l'intérieur des différentes régions. Ainsi, l'Iran et le Soudan ont-ils entièrement islamisé leur secteur financier alors que le sultanat d'Oman a interdit la Finance Islamique et qu'en Egypte, l'Université d'Al Azhar a émis une *fatwa* qui justifie, à certaines conditions, l'utilisation de taux d'intérêt, gommant un peu plus les différences entre Finance Conventiionnelle et Finance Islamique.

Les frontières entre ces différentes positions sont, par ailleurs, instables. Certaines règles sont progressivement assouplies alors que d'autres injonctions peuvent être renforcées. Il en est ainsi du mécanisme de fonctionnement des *sukuk* (les « obligations islamiques »), créées dans les années 1970 en Malaisie, qui ont été, dans un premier temps, vivement condamnées par les pays du Moyen Orient pour être, par la suite, très largement adoptées par ces mêmes pays.

A l'opposé, la souscription d'un contrat d'assurance conventionnel a été acceptée dans le passé dans la mesure où il existait une contrainte légale de s'assurer et qu'il n'y avait pas encore d'équivalents islamiques aux produits d'assurance conventionnels. Avec l'émergence des compagnies *takaful*, de plus en plus de *shariah scholars* préconisent

La diversité de l'univers des produits financiers islamiques a été également favorisée par le mode de fonctionnement particulier des institutions financières islamiques. Depuis les années 1970, les institutions financières islamiques se sont dotées de comités consultatifs (*shariah boards*) composés de spécialistes en loi islamique qui se prononcent sur la conformité à la Charia des produits financiers proposés. Le caractère plus ou moins « islamique » d'un mécanisme financier n'est donc pas établi selon des règles précises et immuables mais est laissé à l'appréciation de ces *shariah scholars*. Certes, il y a eu quelques tentatives d'harmonisation et d'homogénéisation de la lecture des grands principes coraniques. Mais, pour l'instant, ces initiatives sont restées, pour l'essentiel, régionales et n'ont eu qu'un poids consultatif.

1.3.3 Les instruments financiers islamiques : instruments participatifs

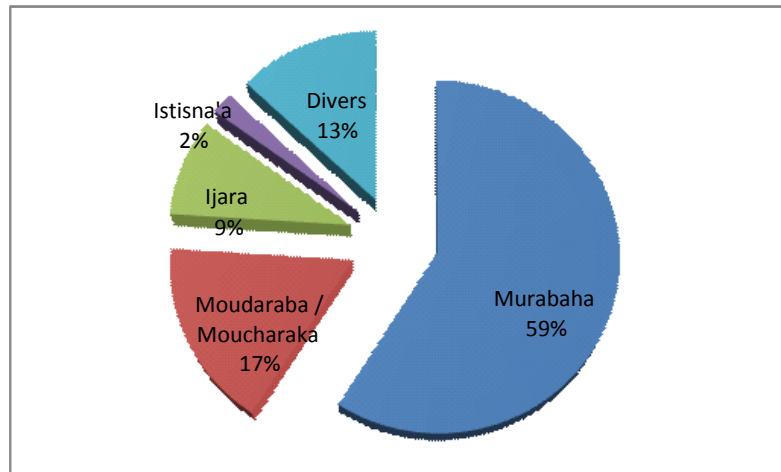
Le nombre de produits financiers islamiques a invariablement augmenté au cours des trente dernières années et les principes islamiques ont été déclinés dans la plupart des domaines financiers. L'assurance islamique, *takaful*, est apparue ainsi au cours des années 1980 et la décennie suivante a été témoin de l'arrivée des premiers produits islamiques structurés.

Si la plupart des produits financiers islamiques répondent aux mêmes besoins que les instruments financiers traditionnels, ils s'appuient sur des mécanismes financiers élémentaires propres à la Finance Islamique. L'essentiel des instruments financiers islamiques sont structuré en utilisant des combinaisons différentes de ces mécanismes.

A l'intérieur des diverses techniques de financement islamiques on peut distinguer deux grandes familles qui s'apparentent aux deux principaux modes de financement en finance conventionnelle : le financement en fonds propres et la dette. Le poids relatif de ces deux classes d'instruments financier est également proche de la répartition que l'on peut observer dans un système financier classique. Si, en théorie, la Finance Islamique préconise l'utilisation de techniques de financement participatives, en pratique, les instruments de financement, comme la *mourabaha*, sont privilégiés par les acteurs : la *mourabaha* représente

près de 60% des activités financières islamiques, alors que les deux principaux instruments participatifs (la *moudarabah* et la *moucharakah*) en représentent moins de 20%.(cf. Graphique 1)

Graphique 1 : Répartitions des actifs islamiques selon le type de produit



Source : Rapport moral sur l'argent dans le monde (2005), Association d'Economie Financière.

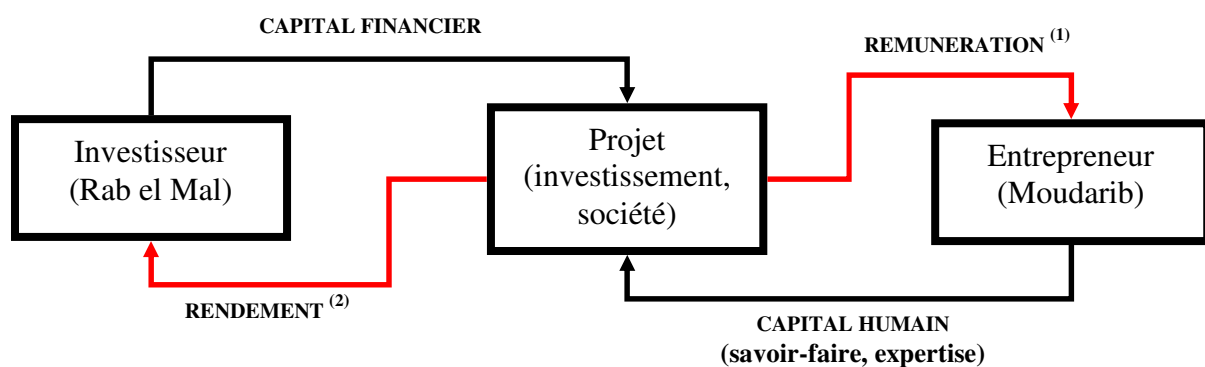
Les instruments participatifs sont ceux qui se rapprochent le plus de l'esprit de la Finance Islamique en matière de répartition des risques et des rendements. A l'intérieur de ce groupe, les deux principaux mécanismes utilisés sont la *moudarabah* et la *moucharakah*.

Moudarabah : cette opération met en relation un investisseur (*Rab el Mal*) qui fournit le capital (financier ou autre) et un entrepreneur (*Moudarib*) qui fournit son expertise. Dans cette structure financière, proche de l'organisation de la société en commandite en France, la responsabilité de la gestion de l'activité repose entièrement sur l'entrepreneur. Les bénéfices engrangés sont partagés entre les deux parties prenantes selon une répartition convenue à l'avance après que l'investisseur a recouvré son capital et que les frais de gestion de l'entrepreneur ont été acquittés. En cas de perte, c'est l'investisseur qui en assume l'intégralité, l'entrepreneur ne perdant que sa rémunération (c'est en ce point que la *moudarabah* diffère de la société par commandite).

Les projets d'investissement qui bénéficient des financements *moudarabah* doivent, par ailleurs, remplir certaines conditions. Ils ne doivent pas avoir trait à des activités *haram* (alcool, jeu du hasard, etc.). Mais en plus, la loi islamique interdisant toute activité qui se rapporte, de près ou de loin, au *riba*, l'investissement dans une société qui utilise activement,

paie ou perçoit des intérêts¹² ne devrait pas être acceptable selon la plus stricte interprétation de la Charia. Toutefois, appliquer cette règle à la lettre impliquerait exclure automatiquement la quasi-totalité des entreprises existantes. Les spécialistes en loi islamique ont, donc, progressivement établi des seuils de tolérance en matière d'endettement ou de revenus d'intérêt. Si les instruments financiers à taux représentent une fraction mineure¹³ du financement ou des revenus d'une entreprise, alors elle est considérée comme éligible pour recevoir un financement islamique.

Schéma 1 : Principe de fonctionnement de la *Moudarabah*



(1) Part des bénéfices en cas de profit ; sinon rien.

(2) Part des bénéfices en cas de profit ; en cas de perte, l'investisseur assume l'intégralité des pertes.

Une variante de la *moudarabah*, la *moudarabah* à deux volets (« *moudarabah two tiers* »), permet aux banques islamiques de jouer un rôle d'intermédiation proche de celui des banques conventionnelles. Dans cette structure, la banque joue simultanément le rôle d'investisseur et d'entrepreneur. Du côté du passif, en tant que *moudarib*, elle gère des dépôts qui lui sont confiés par ces clients. Du côté de l'actif, elle met les fonds ainsi collectés à la disposition d'autres investisseurs.

Instrument financier prisé par les institutions bancaires, les contrats financiers basés sur la *moudarabah* ont néanmoins un coût de gestion plus élevé que leurs équivalents conventionnels. Ils impliquent également une répartition différente des risques entre les différentes parties prenantes et nécessitent donc une approche spécifique en matière de gestion

¹² C'est-à-dire toute société qui soit s'est endettée et paie des intérêts, soit a placé sa trésorerie dans des instruments de taux.

¹³ Le seuil d'endettement généralement accepté est un ratio d'endettement inférieur à 33%.

de risque. Cependant, l'utilisation de la *mouradabah* peut également présenter certains avantages par rapport aux instruments financiers à taux fixe (comme le dépôt bancaire ou le contrat de dette classique).

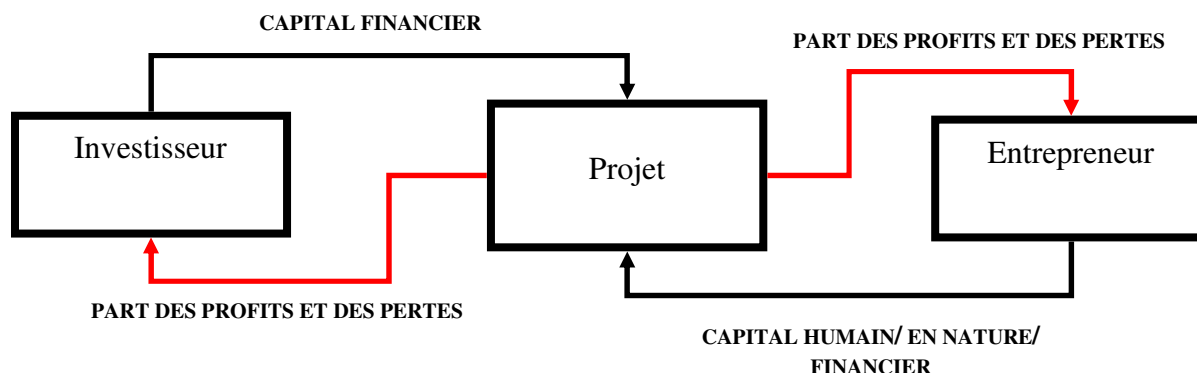
Dans ce type de contrat financier la rémunération de l'emprunteur dépend directement du rendement de son projet d'investissement, ce qui l'incite à gérer au mieux les fonds qui lui sont confiés. Il contient donc un mécanisme de contrôle interne qui permet de réduire les coûts d'agence pour l'investisseur final.

Par ailleurs, en théorie, les produits financiers basés sur la *moucharabah* mettent l'accent non pas sur la solvabilité globale de l'emprunteur mais sur le potentiel économique (la rentabilité) du projet d'investissement concerné. Ils paraissent donc particulièrement adaptés au financement des petites entreprises innovantes (notamment dans le domaine de l'immatériel), car, si la solidité financière est souvent positivement corrélée avec la taille de l'entreprise, la rentabilité ne l'est pas. Dans la pratique, toutefois, l'introduction de contrats de financement islamiques n'a pas, pour le moment, significativement augmenté le volume des financements à destination des PME. Des études sur le financement des PME dans certaines économies islamiques montrent que les financements alloués aux petites entreprises demeurent souvent insuffisants. Une partie de l'explication de cette contradiction entre théorie et réalité tient au fait qu'il est pratiquement impossible, dans la pratique, de dissocier la solidité financière d'une entreprise de la viabilité d'un projet d'investissement individuel que cette entreprise développe.

Enfin l'utilisation de ce type de contrat par les banques modifie, comme on le verra plus loin, leur statut : à leur rôle originel d'intermédiaire financier s'ajoutent les fonctions d'investisseur qui doit s'impliquer plus activement dans la gestion et la supervision des projets qu'il finance. Cette exigence peut, toutefois, être aussi une source de problèmes en raison de l'asymétrie d'information qui existe entre le créancier (la banque) et le débiteur (l'entrepreneur).

Moucharakah : ou association. Dans cette opération, deux partenaires investissent ensemble dans un projet et s'en partagent les bénéfices en fonction du capital investi. Dans l'éventualité d'une perte, celle-ci est supportée par les deux parties au prorata du capital investi. La nature de cette opération s'apparente finalement à une *joint-venture*.

Schéma 2 : Principe de fonctionnement de la *Moucharakah*



Il n'y a pas une forme unique de *moucharakah* : la loi islamique ne prévoit pas en détail toutes les modalités de cette opération mais en précise uniquement les grands principes. Il existe donc des formes diverses de *moucharakah* et de nouvelles variantes pourraient être imaginées. Les principales techniques peuvent, toutefois, être regroupées dans deux catégories :

- *Moufawadah*. Toutes les parties prenantes à l'association ont la même contribution initiale, jouissent des mêmes privilèges, et reçoivent la même part dans les profits/pertes.
- *Inan*. La contribution initiale des associés est différente, leurs droits et leur part dans le bénéfice sont également différents, proportionnel ou non à leur participation initiale.

Une forme intéressante de la *moucharakah* est la *moucharakah dégressive* (*diminishing musharakah*) : une opération où la part de l'un des associés dans l'association est progressivement rachetée par les autres associés. Les modalités du rachat de la part du premier associé correspondent économiquement au remboursement du principal et au paiement des intérêts au prêteur.

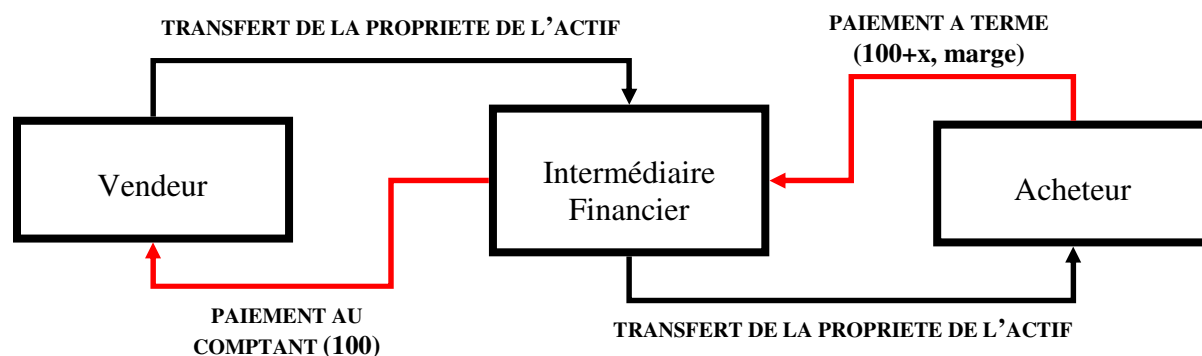
Si les spécialistes s'accordent à dire que la *moucharakah* est probablement l'instrument financier islamique le plus fidèle aux préceptes fondamentaux de l'Islam, cette technique de financement est, dans la réalité, très peu utilisée. Elle est utilisée essentiellement dans des projets d'investissement à petite échelle.

1.3.4 Les instruments financiers islamiques : instruments de financement

Même si l'application des mécanismes du contrat de dette classique n'est pas autorisée par l'Islam, il existe, en Finance Islamique, des instruments dont le fonctionnement se rapproche de celui des mécanismes de crédit bancaire traditionnels. Avec quelques différences importantes toutefois. La structure des instruments de financement islamiques prévoit une répartition différente des risques et exclut l'utilisation d'un taux d'intérêt comme moyen de rémunération. Les contrats de financement islamiques les plus répandus sont :

Mourabaha : cette transaction suppose que le créancier (la banque) achète un actif donné pour le compte d'un client (le débiteur). Par la suite, le créancier revend cet actif au débiteur moyennant un (des) paiement(s) (échelonnés ou non sur une période donnée) à un prix convenu d'avance entre les deux. Certains spécialistes contestent le caractère islamique des opérations de *mourabaha*. Car, en substance, ce produit financier se rapproche singulièrement d'un contrat de dette classique. Même si cette opération rappelle singulièrement un contrat de dette classique, elle s'en distingue, néanmoins, sur quelques points essentiels. Premièrement, la banque est, au début, propriétaire effectif de l'actif sous-jacent (l'opération est réellement adossée à un actif réel). Il ne s'agit donc pas d'un prêt, mais d'une opération de vente à crédit. Par ailleurs, dans cette opération, la banque supporte donc les risques liés à la détention de l'actif. Deuxièmement, il n'y a pas de référence explicite à un taux d'intérêt. Le créancier se rémunère par le biais d'une commission (majoration du prix d'achat du bien). La rémunération du créancier ne compense pas l'utilisation de l'argent mais correspond plutôt à la rémunération du service rendu par la banque. Enfin, le montant de la marge bénéficiaire ne varie pas dans le temps : il est fixé au préalable et ne varie pas durant la durée du délai de paiement accordé.

Schéma 3 : Principe de fonctionnement de la *Mourabaha*



La *mourabaha* est un instrument financier très flexible et facilement adaptable. Elle est à la base d'une grande variété de montages financiers islamiques, allant du financement immobilier au financement de projets. Traditionnellement, la *mourabaha* a été utilisée pour le financement du commerce. Aujourd'hui, on la retrouve dans des structures financières complexes, bien loin de son utilisation d'origine. Ainsi, est-elle utilisée par les banques islamiques pour placer leur trésorerie dans des instruments liquides à court terme, équivalents islamiques des créances interbancaires.

C'est un des instruments financiers les plus utilisés par les institutions financières islamiques, même si, au cours des dernières années, face à l'accroissement de la taille et de la sophistication des opérations de ces institutions financières, son importance a quelque peu décliné.

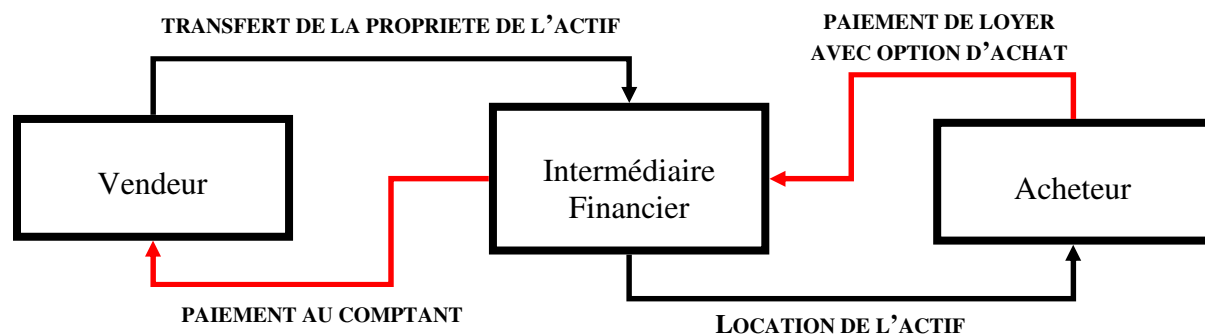
Salam : la vente *al-Salam* est une vente à terme, c'est-à-dire une opération où le paiement se fait au comptant alors que la livraison se fait dans le futur. La Finance Islamique interdit, en principe, la vente d'un bien non-existant car celle-ci implique le hasard (*gharar*). Mais, pour faciliter certaines opérations, notamment dans l'agriculture, des exceptions ont été accordées.

Le contrat de *salam* est actuellement utilisé pour remplacer les produits dérivés, tels les contrats à terme ou les options, qui ne sont pas transposables en l'état dans la Finance Islamique étant donné qu'ils contiennent des éléments de *gharar*. La différence entre ces derniers et le *salam* consiste dans l'articulation des opérations paiement – livraison : dans un contrat à terme, rien n'est échangé avant l'expiration du contrat, alors que dans un contrat *Salam* le paiement est effectué au moment de la signature du contrat.

Istisna'a : ce contrat financier permet à un acheteur de se procurer des biens qu'il se fait livrer à terme. A la différence du *salam*, dans ce type de contrat, le prix, convenu à l'avance, est payé graduellement tout au long de la fabrication du bien. Les modalités concrètes du paiement sont déterminées par les termes de l'accord passé entre l'acheteur et le vendeur (en l'occurrence la banque). Cette structure de financement est essentiellement utilisée dans l'immobilier.

Ijara : cette opération s'apparente à une location-vente ou à un crédit-bail. Le créancier (la banque) achète des biens qu'il loue à un client avec, pour celui-ci, une possibilité de rachat au terme du contrat.

Schéma 4 : Principe de fonctionnement de l'Ijara



Si l'*ijara* est très proche, dans la forme et dans l'esprit, d'un contrat de crédit-bail, il y a cependant quelques différences, certes de détail, mais importantes :

- Dans un crédit-bail, en cas de retard dans les paiements, le contrat prévoit des pénalités (sous forme de pourcentage de la somme due). Cette condition est inapplicable dans un contrat islamique, pour deux raisons au moins. D'abord, parce que la pénalité fixe est assimilable à un taux d'intérêt. Mais aussi, parce que la philosophie musulmane réprouve toute provision dans un contrat financier qui pénalise un débiteur de bonne foi déjà en difficulté.
- Dans un contrat de crédit-bail, il est possible, en cas de besoin, de rééchelonner les paiements. Selon la loi islamique, le caractère d'un contrat est sacré : toute

modification des termes contractuels ne peut se faire qu'au travers de la signature d'un nouveau contrat.

- Dans un contrat d'*ijara*, les paiements ne peuvent pas commencer avant que le preneur ait pris possession du bien en question. A l'opposé, dans un contrat de crédit-bail, les paiements peuvent commencer à partir du moment où le bailleur achète l'actif sous-jacent.
- Dans un crédit-bail conventionnel, le risque de destruction ou de perte de l'actif peut être porté par le bailleur ou par le preneur (généralement c'est le preneur). Dans un contrat d'*ijara*, c'est le bailleur qui continue à avoir la responsabilité du bien, sauf cas de malveillance ou négligence du preneur.
- En cas de disparition de l'actif sous-jacent, certains contrats de crédit-bail prévoient le maintien des paiements. Cette clause est contraire aux principes islamiques : contrat financier et actifs sous-jacents sont inextricablement liés; la disparition du dernier entraîne automatiquement la nullité du premier.
- Dans un contrat d'*ijara*, il est possible de déterminer le montant de chaque paiement non pas préalablement mais à la date où la livraison de l'actif sous-jacent est prévue. Cette flexibilité rend cet instrument particulièrement utile dans le cas de financement de projets, une activité où l'incertitude sur la rentabilité future d'un projet d'investissement peut être importante.
- Enfin, la dernière différence concerne les modalités d'une éventuelle titrisation des contrats. Contrairement à certains présumés, cette opération est tout à fait possible en ce qui concerne les contrats islamiques, mais les conditions de sa mise en œuvre sont différentes. Dans le cas du crédit-bail, la société peut titriser la créance sans pour autant perdre la propriété de l'actif sous-jacent. Dans une *ijara*, la créance et l'actif étant indissociables, toute opération de titrisation doit donc porter sur les deux.

Qard-hasan : le prêt sans intérêt, s'apparente plus à une aide qu'à un crédit commercial. Cette technique et rarement utilisée par des établissements commerciaux. En revanche elle peut être utilisée dans des situations spécifiques (en cas de difficultés d'un individu ou une entreprise, ou lorsqu'on souhaite favoriser le développement de secteurs naissants).

1.3.5 Les instruments financiers islamiques : *takaful*

La notion *takaful* signifie « un ensemble de personnes qui s'assurent mutuellement ». Le fonctionnement des compagnies d'assurance islamiques – les compagnies *takaful* – est donc proche de celui d'une mutuelle d'assurance, à quelques différences près (cf. Tableau 2).

Tableau 2 : Comparaison des modèles *takaful*, mutuelle et assurance conventionnelle

| | <i>Takaful</i> | Mutuelles | Assurance conventionnelle |
|--------------------------------|--|--|--|
| Contrat | Donation et/ou contrat mutuel | Contrat mutuel | Contrat d'échange |
| Responsabilité de la compagnie | Paiement sur les fonds collectés ; en cas d'insuffisance peut emprunter sans <i>riba</i> | Paiement sur les fonds collectés | Paiement sur les fonds collectés ; en cas d'insuffisance sur les fonds propres |
| Responsabilité des assurés | Paiement des contributions | Paiement des contributions | Paiement des primes |
| Capitaux propres | Les fonds des participants | Le capital apporté par les participants | Le capital apporté par les actionnaires |
| Conditions d'investissement | <i>Shariah compliant</i> | Pas de restrictions autres que prudentielles | Pas de restrictions autres que prudentielles |

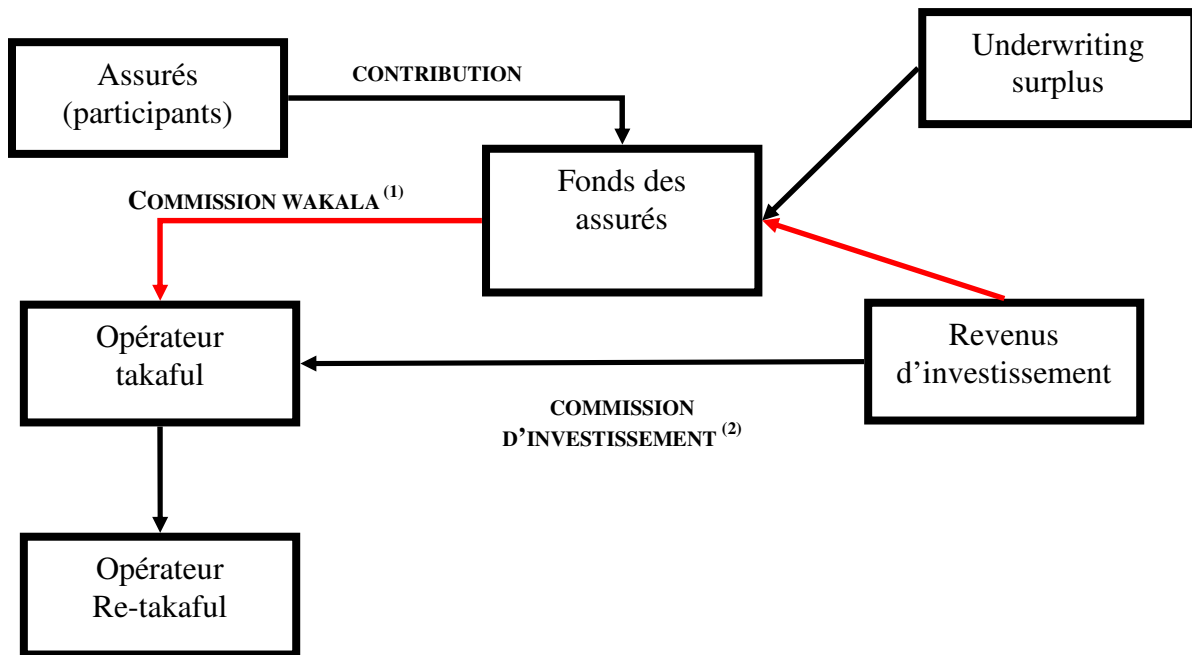
L'assurance islamique repose sur le principe d'assistance mutuelle (*Ta-awun*) volontaire. Elle se distingue de l'assurance conventionnelle sur, au moins, quatre points :

- **L'assistance mutuelle** : les membres d'une compagnie d'assurance *takaful* sont à la fois assureurs (« propriétaires » des fonds gérés par la compagnie) et assurés (bénéficiaires en cas de sinistre). Tout comme une mutuelle d'assurance, une compagnie *takaful* permet de mutualiser les risques et de répartir les pertes éventuelles entre l'ensemble des assurés.

- **Propriété des fonds gérés** : les assurés *takaful* apportent les fonds nécessaires à la couverture des risques futurs, participent aux bénéfices engrangés par la société, mais sont également tenus à la recapitaliser en cas de pertes. Ils sont donc, *de facto*, les propriétaires des fonds collectés, la compagnie *takaful* jouant le rôle de gestionnaire et se rémunérant par le biais de commissions.
- **Absence d'incertitude** : afin d'éviter les problèmes de *gharar* associés aux contrats d'assurance conventionnelle, les contrats *takaful* ne spécifient pas un bénéfice monétaire prédéterminé.
- **Gestion des fonds** : comme pour l'ensemble des institutions financières islamiques, les assureurs islamiques doivent se conformer aux préceptes de la Charia. La composition de leur portefeuille d'investissements va donc différer de celui d'une société d'assurance classique. Les grandes compagnies d'assurance conventionnelles investissent leur capitaux dans des instruments financiers très divers et très sophistiqués, allant des obligations aux actions et autres produits dérivés. Dans l'allocation d'actifs typique d'une compagnie de *takaful*, les actions représentent plus de la moitié du portefeuille, l'immobilier – au moins un dixième, le solde étant placé dans des produits plus liquides.

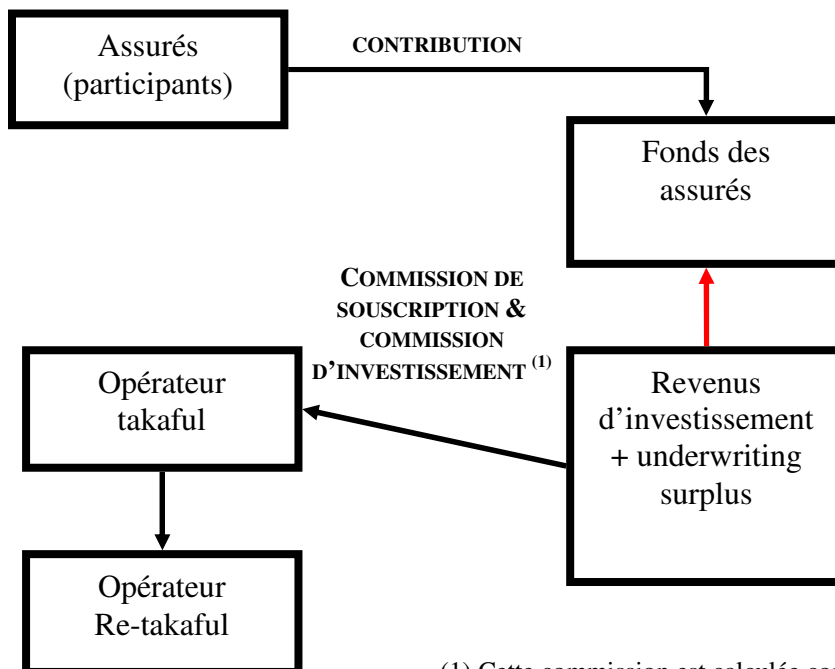
Il n'existe pas, pour le moment, un modèle unique pour structurer les produits d'assurance islamique. La plupart des sociétés d'assurance *takaful* s'organisent selon deux modèles, *wakala* et *moudarabah* (cf. Schémas 5 et 6), la principale différence entre les deux étant le mode de détermination de la rémunération de l'opérateur *takaful*.

Schéma 5 : Modèle *Wakala* de l'assurance *takaful*



- (1) Commission de gestion qui peut dépendre, en partie, de la performance de l'opérateur *takafuk*
- (2) Prime prélevée sur les revenus d'investissement

Schéma 6 : Modèle *Moudarabah* de l'assurance *takaful*



- (1) Cette commission est calculée comme pourcentage des revenus d'investissement et du « underwriting surplus »

1.3.6 Le rôle du Shariah Board

Toute institution financière islamique est dotée d'une structure de gouvernement bicéphale. D'un côté, il y a les structures de direction classiques qui veillent à la gestion quotidienne de la société. De l'autre, il y a une entité spécifique aux institutions financières islamiques, le *Shariah Board*. Cette institution, composée de membres à la fois compétents pour interpréter la jurisprudence islamique et avec des connaissances suffisantes en matière de finance et d'ingénierie financière, veille à la conformité aux normes de la Charia des produits proposés aux clients mais aussi des modalités de fonctionnement de la société elle-même.

Il serait erroné toutefois, de considérer que le *Shariah Board* est exclusivement préoccupé par des considérations religieuses, au détriment de tout objectif commercial ou financier. Le *Shariah Board* prend ses décisions en fonction de trois préoccupations :

- Est-ce que les termes du contrat financier sont compatibles avec les principes de la Charia ?
- Est-ce que cet investissement est optimal pour le client ?
- Est-ce que cet investissement crée de la valeur pour le client mais aussi pour la communauté?¹⁴

Les *Shariah Board* ne sont en aucune façon des entités passives. Ils peuvent avoir, au contraire, une influence forte sur le développement des institutions financières islamiques qu'ils conseillent.

Comme nous l'avons d'ores et déjà évoqué, les textes sacrés musulmans fournissent uniquement les principes généraux de l'organisation de la vie économique et financière de la société musulmane. Il faut donc transposer ces normes éthiques dans des situations concrètes, parfois inédites. La jurisprudence joue donc un rôle prépondérant dans la Finance Islamique. Elle explique également, en grande partie, l'hétérogénéité de l'univers des produits islamiques. Certes, l'ensemble des spécialistes en droit musulman s'accordent sur les grands principes fondamentaux, mais de nombreuses divergences existent sur certains points de détail. En effet, les opinions et les interprétations avancées par les différents *shariah scholars* peuvent différer fortement, empêchant de ce fait l'harmonisation des produits ou des

¹⁴ P. Moore, « Islamic Finance : partnership for growth », Euromoney publications, Londres 1997.

procédures financières islamiques. Cette diversité d'opinions parmi les *shariah scholars* qui composent ces comités religieux pourrait se révéler un des plus grands défis à relever par la Finance Islamique.

Les deux grands centres actuels de la Finance islamique – le Golfe Persique et la Malaisie – ont abordé différemment cette situation qui pourrait à terme soulever d'importantes difficultés mais qui est porteuse également de grandes opportunités :

- En Malaisie : création d'un *Shariah Board* central – rattaché à la Banque Centrale – qui statue sur la conformité des produits financiers – chaque institution peut avoir son propre *Shariah Board*, mais elle doit, en premier lieu, se conformer aux normes édictées par ce *Shariah Board* central.
- Pays du Golfe : chaque établissement a son propre *Shariah Board* qui statue sur la conformité des produits qu'il propose. Une certaine homogénéité est toutefois assurée par le fait que la plupart des *shariah scholars* siègent dans plusieurs *Shariah Boards* à la fois.

Enfin, en matière de *Shariah Board*, les institutions financières islamiques doivent faire face à un autre problème de taille : la rareté du capital humain. Il y a moins d'une centaine de *shariah scholars* dans le monde suffisamment formés et compétents pour siéger dans un *Shariah Board*. Pour contourner cette difficulté, ces spécialistes en droit islamique multiplient les mandats dans différents *Shariah Boards*. Cela permet, certes, d'assurer, de manière indirecte, une plus grande homogénéité dans les décisions des différents comités islamiques. Mais cela ne peut être qu'une solution temporaire et, par ailleurs, cela peut engendrer des situations de conflits d'intérêts.

1.4 LE DEVELOPPEMENT DE LA FINANCE ISLAMIQUE DES ANNEES 1970 A NOS JOURS

1.4.1 Les premiers développements de la Finance Islamique

Malgré ses racines théoriques lointaines, la Finance Islamique est une construction contemporaine. Durant des siècles, en effet, il n'y eut pas véritablement un système financier islamique complet. Il n'y eut que l'interdiction du *riba*. On ne proposa pas des modes de

financement alternatifs ni n'imagina d'organisations financières adaptées. Sans les structures et les produits, on ne peut évidemment pas parler de finance proprement dite.

Les premières expériences modernes dans ce domaine datent des années 1960 avec l'expérience des caisses rurales MitGammar en Egypte et du « Pilgrim's Management Fund » (Tabung Hadji) en Malaisie. Ces institutions avaient comme objectif de réduire l'exclusion bancaire et de promouvoir le développement des couches de population défavorisées. Leur activité qui avait essentiellement un objectif de développement, restait confinée au niveau local. Ainsi, de nombreux économistes, sans ignorer ces premières expériences, s'accordent à considérer comme véritable date de naissance de la Finance Islamique moderne le début des années 1970, au carrefour de la montée du panislamisme et du boom pétrolier. Selon certains observateurs, le développement spectaculaire de la Finance Islamique à partir des années 1970 est une conséquence directe de la mise en exploitation des gisements du pétrole dans le Golfe Persique et des richesses que cette industrie a générées.

En 1970, la création de l'Organisation de la Conférence Islamique (OCI) regroupant un grand nombre de pays musulmans remet les préceptes économiques de l'Islam à l'ordre du jour. En 1973, dans la foulée du quadruplement des prix du pétrole et de l'embargo pétrolier arabe, l'OCI décida la création de la Banque Islamique du Développement (IDB). Basée à Djeddah, cette institution posa les jalons d'un système d'entraide fondé sur des principes islamiques. Deux ans plus tard, en 1975, la Dubaï Islamic Bank (DIB), la première banque universelle privée islamique, voit le jour. En 1979, apparaît également la première compagnie d'assurances islamique, Islamic Insurance Company of Soudan.

Au cours de la décennie suivante, le nombre des institutions financières islamiques et le volume de leurs actifs croissent de manière ininterrompue et ces opérateurs commencent, pour la première fois, à étendre leur activité au-delà des frontières physiques du Moyen Orient (en Asie de Sud-Est, dans un premier temps, vers l'Afrique de Nord par la suite). Les banques islamiques continuent à consolider leur base de dépôts et les différents opérateurs profitent des innovations financières afin d'élargir leur offre de produits.

Au cours des années 1990, la croissance des actifs islamiques, largement alimentée par l'explosion de la rente pétrolière, s'accélère. Cette fois, l'accent est mis sur la recherche de solutions concrètes permettant à la fois le respect des normes coraniques et la rémunération des capitaux investis et de l'expertise de la banque. Ces années sont également marquées par

une extension de la banque de détail islamique et par un début, même timide, de désintermédiation dans la Finance Islamique. Les règles de fonctionnement des institutions financières islamiques deviennent plus raffinées et les premières tentatives d'homogénéisation de ces normes, certes encore à l'échelle locale ou régionale, ont lieu. Ainsi, en 1991, une organisation chargée d'élaborer des standards comptables appropriés pour les institutions financières islamiques, l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Finance Institution (AAOIFI), est créée.

Cette croissance se poursuit au cours des années 2000, mais, plus important, l'intérêt pour la Finance Islamique dépasse pour la première fois les frontières géographiques du monde musulman pour devenir un enjeu mondial.

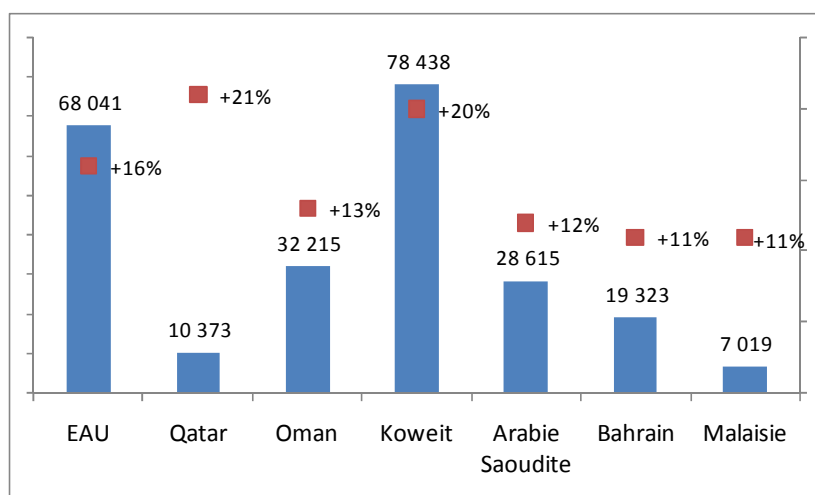
1.4.2 Le tournant du millénaire : le renouveau de la Finance Islamique

A l'origine du récent accroissement spectaculaire des actifs islamiques, il y a deux phénomènes : un renouveau spirituel et religieux, qui a généré une demande croissante pour ce type de produits, mais, surtout, l'apparition de poches d'épargne considérables dans certains pays musulmans.

L'accumulation de ces excédents de liquidités s'inscrit dans :

- une tendance plus générale de l'accroissement du taux d'épargne des pays émergents ;
- une accélération de l'augmentation des revenus pétroliers, liée aux évolutions récentes du prix du pétrole. L'envolée des prix du pétrole a généré un surplus de liquidités estimé à 1 500 milliards de dollars dans les pays du Golfe et l'Asie de Sud-Est ;
- une croissance économique solide dans les pays exportateurs de pétrole (cf. Graphique 2) ;
- le rapatriement des capitaux musulmans après le 11 Septembre 2001 ;
- la saturation et les krachs des marchés boursiers dans la région du Proche et Moyen Orient.

Graphique 2 : PIB/tête (USD) 2007 et évolution 2002-2007 au Moyen-Orient et Malaisie



Source : Global Insight

Cette abondance de liquidités s'est également accompagnée par une véritable explosion de l'épargne publique :

- Dans les pays du Proche et Moyen Orient, l'évolution du prix du pétrole et gestion budgétaire plus rigoureuse se sont traduites par un double excédent : excédent budgétaire et excédent extérieur (donc réserves de devises accumulées).
- En Asie de Sud-Est, l'accumulation de réserves de devises par les Banques Centrales est liée à un excédent extérieur structurel alimenté par les exportations de produits manufacturés.

Ces tendances se sont accompagnées, dans l'ensemble des pays considérés, par un accroissement de la richesse (mesurée par le taux de croissance réelle ou par le PIB /tête).

Certaines de ces conditions, étaient déjà réunies au début des années 1970, au lendemain des chocs pétroliers et à la veille de la « naissance » de la Finance Islamique moderne. Leur persistance, l'accélération de certains phénomènes et l'apparition de nouveaux facteurs (comme l'affaiblissement du dollar) expliquent, pour partie au moins la croissance spectaculaire des activités de Finance Islamique qu'on a pu observer sur les dix dernières années.

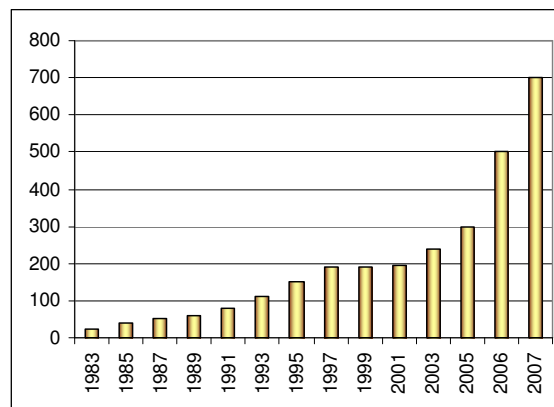
1.4.3 L'ampleur actuelle du phénomène : Quelques chiffres globaux

Que représente la Finance Islamique aujourd'hui ? Quel est son rôle dans le financement des pays musulmans et quel est son poids dans les circuits de financement mondiaux ? Pour donner une réponse à ces questions, il faut tenir compte d'une double difficulté. D'un côté, les statistiques sur l'évolution des actifs islamiques dans le monde sont peu nombreuses et, souvent, incomplètes. Les autorités de supervision des pays concernés ne publient, pour l'instant, que relativement peu de données sur ce secteur financier, pour des raisons parfois réglementaires, mais le plus souvent techniques. Selon *The Banker* (05/11/2007) seulement 42,1% des banques qui opèrent sur ce marché publient des données concernant leurs actifs islamiques. Ainsi, les chiffres que l'on peut recueillir reposent, en partie au moins, sur des estimations. Par ailleurs, les produits, les institutions et les circuits financiers islamiques constituant un ensemble particulièrement hétérogène, les données disponibles peuvent recouvrir des réalités très différentes et, de ce fait, sont difficilement comparables.

Malgré ces difficultés, qui expliquent la disparité de certains chiffres relevés, la plupart des études récentes sur la Finance Islamique confirment quelques faits saillants. D'abord et avant tout, elles constatent une véritable explosion du marché de la Finance Islamique. Ce secteur a connu une croissance particulièrement soutenue au cours des dix dernières années. Si au tournant du millénaire le volume des actifs financiers islamiques est estimé à un peu plus de 150 milliards de dollars, aujourd'hui il a dépassé les 700 milliards de dollars (cf. Graphique 3), dont près de 300 milliards d'actifs gérés par les banques islamiques et plus de 400 milliards d'investissements financiers.

Au cours de cette même période (entre 2000 et 2007), le taux de croissance des actifs islamiques, qui se situe entre 15 et 23% selon le secteur d'activité, est, dans la plupart des métiers, nettement plus élevé que celui des activités financières traditionnelles. Par ailleurs, fait marquant quoiqu'exceptionnel, dans des pays comme le Royaume-Uni, les actifs islamiques ont continué à croître malgré la sévérité de la crise des *subprimes* et malgré le *credit crunch* qui s'en est suivi.

Graphique 3 : Taille du marché de la Finance Islamique (Total des actifs, milliards de dollars)

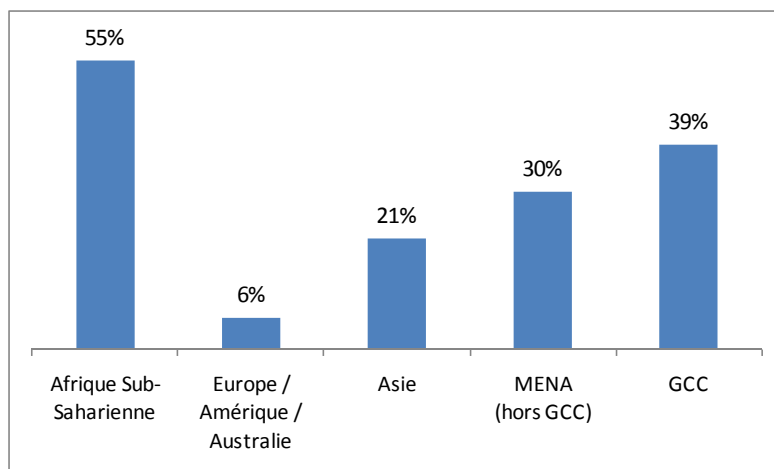


Source : Rapport moral sur l'argent dans le monde (2005), Association d'économie financière, Standard & Poor's.

L'essentiel de ce marché reste encore très concentré géographiquement : près de deux tiers des actifs financiers islamiques se situent dans les pays de Golfe et plus de 20% en Asie de Sud-Est. Ainsi, les deux grands centres de la Finance Islamique, l'Arabie Saoudite et la Malaisie, qui sont à l'origine de la création respectivement de 25% et 23% des produits islamiques, demeurent les principaux moteurs de croissance de ce marché (cf. Graphique 4). Le poids relatif des actifs islamiques en dehors de ces deux régions reste très faible. Si d'autres pays musulmans, en Afrique de Nord ou en Asie, s'ouvrent graduellement à ce type de financement, la présence d'institutions financières islamiques y demeure encore marginale. En Indonésie, le plus grand pays musulman en termes de population, les banques islamiques ne représentent que 3% de l'ensemble des actifs bancaires. Le faible taux de pénétration des produits financiers islamiques sur ce marché s'explique notamment par la mise en place tardive d'un cadre réglementaire adapté : le texte fondateur de 1992 n'a été finalisé qu'en 2004.

Enfin, en dehors des frontières naturelles de l'Islam (à l'exception peut-être du Royaume-Uni), le poids de la Finance Islamique reste, au mieux, symbolique.

Graphique 4 : Taux de croissance des actifs islamiques en 2006-2007 par région géographique



Source: Ernst & Young, World Takaful Report, 2007.

Par ailleurs, malgré une vitalité impressionnante et un rythme de croissance exceptionnel, la Finance Islamique pèse encore peu dans l'industrie financière mondiale. Les 700 milliards de dollars d'actifs islamiques représentent moins d'1 % de l'ensemble des actifs bancaires des 1 000 premières banques mondiales (évalués à près de 90 000 milliards de dollars en 2008, The Banker, 01/07/08). En matière de fonds d'investissement, l'écart est tout aussi significatif : 2,7 milliards de dollars en fonds de *private equity* levés en 2006 par les institutions financières islamiques pour un marché mondial qui représente plus de 400 milliards de dollars. La taille des institutions financières islamiques est également relativement petite par rapport aux majors sur les marchés respectifs : en 2007, les actifs islamiques gérés par la première banque d'investissement islamique, Al Rahji Bank, dépassaient à peine les 28 milliards de dollars (contre plus de 2 000 milliards de dollars pour chacune des cinq premières banques mondiales).

Toutefois, à l'échelle de leur marché d'origine, en particulier dans les pays du GCC et en Malaisie, le poids des banques islamiques, qui varie entre 10 et 25%, commence à devenir significatif. Et, le potentiel de développement pour l'industrie financière islamique est tout à fait considérable. En 2006, Standard & Poor's estime ce potentiel à près de 4 000 milliards.

Un autre fait marquant ressort des nombreuses publications sur ce sujet : la bonne santé financière des institutions financières islamiques. Pour ne prendre qu'un exemple, le ROE moyen sur les dix dernières années de la Koweit Financial House et Al Rajhi Bank se situe

autour de 30%. Qui plus est, les performances des banques islamiques semblent peu affectées par les récents déboires de la finance mondiale. A Londres, au moment même où la plupart des acteurs bancaires réorganisent leurs activités et réduisent le volume des crédits alloués, les banques islamiques poursuivent une croissance stable.

Les raisons de cette bonne performance financière sont doubles. Du côté des ressources, les banques islamiques ont accès à un vaste gisement de dépôts relativement bon marché (le montant de l'épargne disponible dans les pays du Golfe et d'Asie du Sud-Est est estimé à 5 000 milliards de dollars aujourd'hui). Du côté des emplois, les prix des produits islamiques sont encore relativement élevés (prime à la foi et faiblesse de la concurrence aidant). Par ailleurs, le risque sur le marché principal des Banques Islamiques, le marché du détail, est relativement faible. Toutefois, cette relative sur-performance a un prix. La faiblesse structurelle de la liquidité des actifs des banques islamiques, couplée à leur caractère particulier, les rend particulièrement vulnérables à des crises de confiance.

Enfin, on assiste, depuis quelques années, à une intensification de la concurrence entre les deux grands centres de la Finance Islamique moderne, la Malaisie et les Pays du Golfe, chacun essayant de tirer au mieux parti de ses avantages relatifs. L'accumulation d'importantes poches d'épargne dans les pays du Proche et Moyen Orient liée à l'évolution favorable du prix du pétrole a fait des pays du Golfe d'incontestables leaders sur beaucoup de segments du marché des produits financiers islamiques. En 1996, le Golfe comptait 13 institutions financières islamiques sur les 166 existantes, mais elles représentaient 54% du capital de l'ensemble de l'industrie, 32% de ses dépôts et 23% de ses actifs.

En 2007, trois des cinq plus grandes banques islamiques (hors Iran) sont originaires du Golfe Persique :

| Banque | Total actifs 1996 (md \$) | Total actifs 2006 (md \$) |
|---------------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Al Rajhi Bank (Arabie Saoudite) | 7,7 | 28,1 |
| Kuwait Financial House (Koweït) | 4,3 | 21,8 |
| Dubaï Islamic Bank | 1,5 | 17,5 |

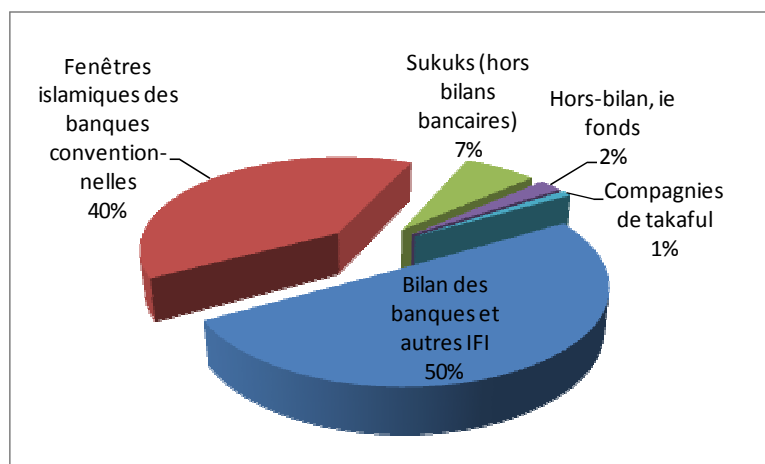
De son côté, la croissance de l'industrie financière islamique en Malaisie a été alimentée à la fois par le dynamisme du commerce extérieur et par un soutien actif de la part des autorités

publiques. Ainsi, si le poids du marché malaisien est, en valeur absolue, moins important que celui des pays du Golfe, la volonté politique des autorités malaisiennes en a fait, en l'espace d'une dizaine d'année, un des moteurs de croissance de la Finance Islamique et, surtout, un leader incontestable en matière d'innovation. 67% des émissions de *sukuk* mondiales et 36% des fonds islamiques dans le monde sont cotés sur la bourse de Kuala Lumpur. Sur le marché des actions, 80% des titres de la bourse malaisienne sont désormais certifiés conformes à la Charia. Mais, surtout, grâce à une interprétation plus souple des principes de l'Islam en matière de finance, la Malaisie a joué un rôle pionnier dans de nombreux domaines : en favorisant les premières émissions de *sukuk*, en organisant un marché interbancaire conforme aux normes islamiques (1994, Islamic Interbank Money Market) ou en essayant d'harmoniser les normes prudentielles et comptables relatives aux banques islamiques (les banques islamiques malaisiennes seront soumises dès 2010 aux règles de Bâle II). La Banque Centrale de Malaisie a obtenu le rôle de « prêteur en dernier ressort » pour les banques islamiques en 1999 grâce à l'introduction de contrats de financement à court terme et en 2004 grâce aux premiers bons de Trésor Islamiques (Islamic treasury bills). La Malaisie est un exemple particulièrement illustratif du véritable potentiel de développement de la Finance Islamique : une partie non-négligeable des dépôts auprès des banques islamiques malaisiennes proviennent de clients non-musulmans.

1.4.4 Un marché dominé par les banques islamiques

Le secteur bancaire demeure, incontestablement, un des piliers du développement de la Finance Islamique moderne. Le marché financier islamique est, en effet, encore très largement intermédié (plus de 90% des actifs sont gérés par des intermédiaires financiers) et les banques islamiques occupent une place centrale au sein des institutions financières islamiques (cf. Graphique 5).

Graphique 5 : Composition des actifs islamiques selon le type d'opérateur



Source : A. Hassoun, 2008.

Deux points importants résument la principale différence entre banques islamiques et banques conventionnelles :

- La prise en compte d'une dimension morale dans les décisions financières entraîne une modification dans l'organisation interne de la banque (avec notamment la création d'un *Shariah board*) et implique un certain nombre d'obligations additionnelles (comme la gestion des fonds collectés par la *zakat*).
- Les règles sur lesquelles repose le fonctionnement de la banque islamique vont également modifier la relation banque-client telle qu'elle existe dans l'univers de la finance conventionnelle. Puisque le déposant devient, dans une certaine mesure, investisseur et qu'il porte, en partie, les mêmes risques que la banque, on ne peut plus parler uniquement d'une relation déposant-banque ou prêteur-emprunteur mais d'une véritable relation investisseur-entrepreneur, semblable à celle qui existe dans des opérations d'investissement direct. Ainsi, dans ses décisions d'allocation de crédit, la banque prendra en compte non seulement la solvabilité du client mais également sa qualité d'entrepreneur ainsi que le potentiel économique de son projet. De son côté, le client prend en considération non seulement la rentabilité des placements proposés par une banque mais aussi son engagement social ainsi que, plus généralement, son adhésion aux principes de la Charia.

Cependant, dans la réalité, la frontière entre ces deux catégories d'institutions financières est de moins en moins nette et on observe un certain nombre de convergences entre banques conventionnelles et banques islamiques :

- A la recherche d'une plus grande rentabilité, les banques conventionnelles élargissent leurs activités d'investissement, pour compte propre et pour le compte de tiers.
- Les banques islamiques, de leur côté, développent des produits, comme la *mourabaha*, proches des instruments de dette classique, afin de diversifier leur portefeuille d'activités.
- Enfin, de plus en plus souvent, les établissements bancaires conventionnels intègrent des critères extra-financiers dans leur gestion quotidienne et dans les décisions d'allocation de leur portefeuille de crédits ou d'investissements.

Ces tendances gommant partiellement les différences entre banques islamiques et banques conventionnelles, sans pour autant les faire disparaître complètement.

A l'image de la Finance Islamique dans son ensemble, les profils des banques islamiques sont extrêmement divers. On peut néanmoins distinguer quatre grands types d'établissements bancaires islamiques :

- En premier lieu, les grandes banques islamiques à vocation internationale. Encore assez peu nombreuses, ces institutions ont joué un rôle catalyseur dans l'émergence de l'industrie bancaire islamique. Présentes dans différents pays, elles ont eu un rôle pionnier dans de nombreux domaines, et ont permis d'asseoir la crédibilité de cette industrie naissante. Cette catégorie regroupe tant des organismes créés à l'instigation des autorités publiques, comme la Banque Islamique de Développement (IDB), que des institutions privées, à l'instar de Dallah Al Baraka Group.
- La plupart des banques islamiques demeurent, toutefois, des établissements de taille petite ou moyenne, à vocation nationale ou, au mieux, régionale. Une partie de ces banques ont été créées en réponse à la demande croissante de produits financiers islamiques. D'autres, qui étaient à l'origine des banques traditionnelles, se sont « converties » par la suite afin de pouvoir se différencier. En effet, les marchés bancaires des pays musulmans, et en particulier ceux des pays du Golfe, restent encore très concentrés, dominés par quelques grands établissements bancaires. La

« spécialisation religieuse » paraît alors une option intéressante pour les établissements de taille petite ou moyenne qui souhaitent conserver leur indépendance tout en restant viables.

- Une catégorie plus limitée comprend les banques qui ont adhéré aux principes islamiques sous l'impulsion d'importants changements légaux ou politiques dans leur environnement. C'est essentiellement le cas des secteurs bancaires dans les pays qui ont entièrement islamisé leur économie, comme l'Iran, le Soudan ou le Pakistan.
- Enfin, la dernière classe d'acteurs sur le marché bancaire islamique comprend les filiales ou succursales, partiellement ou totalement islamisées, (i.e. *islamic windows*) des grands établissements bancaires internationaux. En effet, la reconnaissance d'un marché à fort potentiel de développement ainsi que l'existence de liens commerciaux étroits entre les pays musulmans (plus particulièrement les pays exportateurs de pétrole) et les économies industrialisées, ont incité très tôt les grands établissements bancaires internationaux à s'intéresser à ce marché.

La première banque islamique moderne a vu le jour en 1975. On en dénombre aujourd'hui plus de 300 (hors *islamic windows*) opérant dans 75 pays différents. Depuis la fin de 2007, quelques nouvelles grandes banques islamiques ont vu le jour (en partie, grâce à l'appui des autorités publiques) :

- Janvier 2008, Noor Islamic Bank (1 milliard de dollars de capital), créée par le gouvernement du Dubaï ;
- Avril 2008, Inma Bank (2,8 milliards de dollars), à l'initiative du gouvernement de l'Arabie Saoudite.

Si ce secteur est encore très fragmenté, dominé par une multitude d'institutions de taille petite ou moyenne, quelques premiers signes de consolidation deviennent visibles.

La part de marché des banques islamiques dans les principaux marchés concernés (en dehors des économies entièrement islamisées) reste encore faible, comparativement aux banques conventionnelles. Toutefois, deux nuances doivent être apportées à ce constat. Premièrement, la situation est très différente en fonction du marché considéré. Par ailleurs, cette situation est en train d'évoluer très rapidement. Dans les pays du Golfe, la part du marché des banques islamiques est aux alentours de 15 % du total des actifs bancaires avec, toutefois, une certaine

diversité dans les situations individuelles : près de 30% pour les banques islamiques au Koweït et en Arabie Saoudite et à peine plus de 10% pour le Qatar. Selon certaines prévisions, la part des actifs islamiques dans les actifs bancaires dans les pays du GCC pourrait atteindre 40% en 2010. En Asie du Sud-Est, l'importance des banques islamiques est, en moyenne, moins grande mais les contrastes entre les différents pays concernés sont encore plus prononcés. En Malaisie, la part de marché des banques islamiques est de près de 14 %, et les autorités publiques espèrent atteindre 20% en 2010. A l'opposé, l'Indonésie qui, en termes de population, est la première économie musulmane au monde possède encore très peu de banques islamiques : les actifs de ces institutions représentent moins de 2% des actifs bancaires indonésiens.

1.4.5 Développement des marchés obligataires, immobilier, *private equity* et actions via les fonds islamiques

A la lumière des grands principes de la Finance Islamique que l'on a exposés précédemment, on comprend aisément l'importance du rôle des marchés financiers dans l'industrie financière islamique. En effet, les normes édictées par la Charia ont été transposées avec succès dans pratiquement tous les domaines de la finance directe : sur le marché des actions et des obligations, plus récemment sur le marché monétaire et, même, dans certaines opérations sur produits dérivés. Toutefois, l'investissement en actions reste au centre des choix d'allocation d'actifs des investisseurs islamiques, alors même que le poids d'autres compartiments du marché, comme le marché monétaire ou le marché obligataire, est encore marginal. Ce déséquilibre entre instruments de long terme et placements liquides réduit la capacité des investisseurs islamiques à diversifier leurs placements. Dans le cas des banques islamiques, c'est une des principales explications à l'illiquidité structurelle de leurs actifs.

Mais le principal obstacle au développement des financements islamiques directs reste la faiblesse des marchés secondaires. Si le négoce de produits financiers est aussi légitime en Islam que tout autre commerce de marchandises, il est soumis à des contraintes spécifiques. L'obligation d'adosser toute opération financière à un actif réel mais aussi, et surtout, l'interdiction de la spéculation exigent un encadrement particulier, une réorganisation des opérations financières ainsi qu'une modification des pratiques sur le marché secondaire.

1.4.5.1 Le marché des obligations islamiques : les sukuk

Les *sukuk* (obligations islamiques), l'équivalent islamique du financement obligataire pour les entreprises et les émetteurs souverains qui souhaitent se conformer aux principes de la Charia, est similaire aux *asset-backed securities*. L'émission de *sukuk* doit, en effet, être adossée, soit à des actifs tangibles, soit à l'usufruit d'un actif tangible. Il existe donc deux grandes catégories de *sukuk*, en fonction de la technique utilisée :

- *sukuk al ijara* : *asset-backed* : sans garantie de remboursement explicite;
- *sukuk al musharaka* : *asset-based*: avec garantie explicite par l'émetteur.

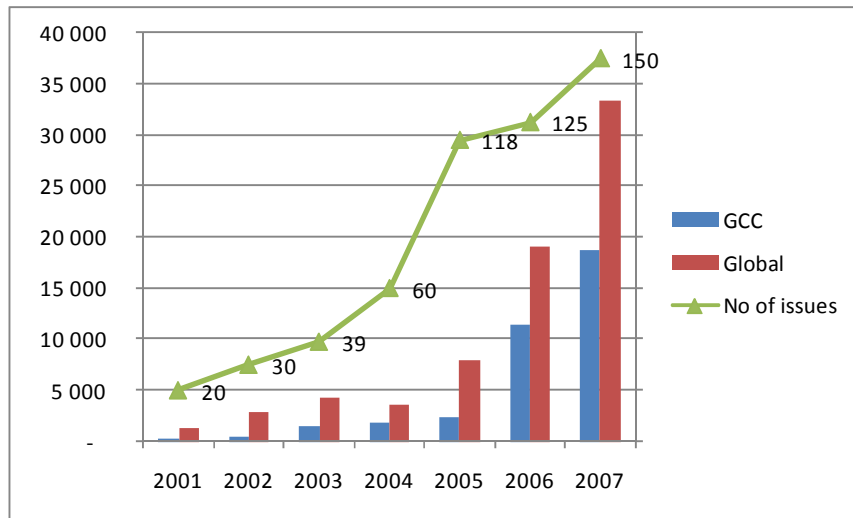
Par ailleurs, il est strictement interdit que l'actif sous-jacent soit constitué de titres financiers portant intérêt.

La rémunération versée aux souscripteurs de *sukuk* est fonction de la performance de l'actif sous-jacent, conformément à la philosophie du Coran, et non de l'écoulement du temps.

Aujourd'hui, le marché des *sukuk* est un des segments de la Finance Islamique les plus dynamiques et les plus prometteurs. Certes, il reste encore de taille relativement modeste, mais le chemin parcouru depuis sa création est considérable. L'encours total d'obligations islamiques dans le monde s'élève à 97 milliards de dollars en 2007 contre moins de 10 milliards il y a dix ans. Le volume des émissions de *sukuk* a été multiplié par six entre 2005 et 2007 (cf. Graphique 6) pour atteindre un total de plus de 32 milliards de dollars (soit une augmentation de plus de 70% par rapport à l'année précédente). Moody's prévoit que le rythme annuel de croissance de ce type de produit va se maintenir autour de 30 à 35% portant ainsi l'encours mondial de *sukuk* à 200 milliards en 2010.

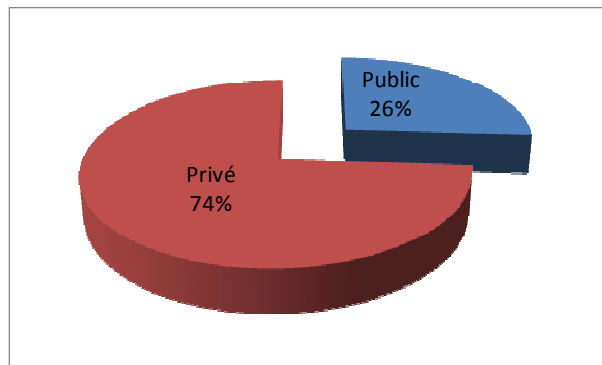
La taille moyenne des opérations d'émission est passée de 175 millions de dollars en 2006 à 269 millions en 2007. Pratiquement trois quarts des émissions de *sukuk* (cf. Graphique 7) émanent d'acteurs privés, même si les émetteurs publics, notamment les pays du GCC, sont devenus récemment de plus en plus actifs. Parmi les acteurs privés, les principaux émetteurs sont les institutions financières (31% des émissions) suivies par le secteur immobilier (25%) et le secteur de l'énergie (12%).

Graphique 6 : Evolution des émissions de sukuk (millions de dollars)



Source: Zawya Sukuk Monitor

Graphique 7 : Répartition des émissions de sukuk dans MENA et Asie du Sud-Est en fonction de l'émetteur



Les deux grands centres d'émission et de cotation de *sukuk* à ce jour sont le Proche et Moyen Orient et la Malaisie. Si cette dernière a dominé pendant longtemps ce marché, son leadership est, aujourd'hui, de plus en plus contesté par la région du Golfe Persique qui représente à l'heure actuelle plus de la moitié des émissions de *sukuk* dans le monde (contre seulement un cinquième en 2000). Néanmoins, le marché malaisien reste, pour l'instant, plus profond et plus liquide, en partie probablement en raison d'une interprétation moins rigide des règles islamiques mais, surtout, grâce à la mise en place d'une réglementation plus souple et de nombreuses incitations fiscales et réglementaires. Selon Jamal Zaidi, Chief Executive de IIRA : « The *sukuk* market in Malaysia is developing very fast and more in depth than in the

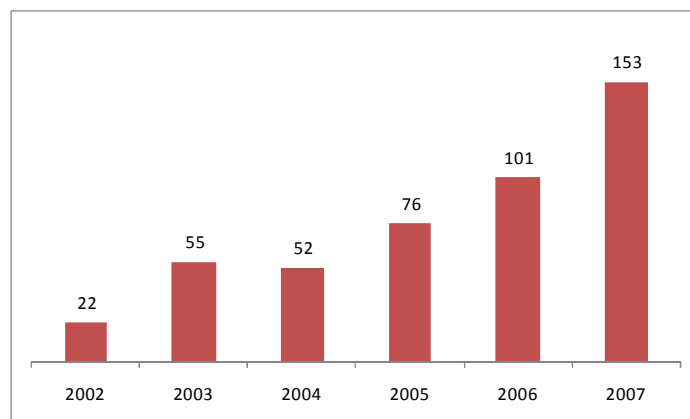
Middle East because regulatory actions have provided support to the capital markets. *Sukuk* in Malaysia must have rating and this provides a level of comfort. »

Enfin, le dynamisme de ce nouveau marché commence à attirer de nouveaux émetteurs, même en dehors des « frontières naturelles » de l’Islam. Ainsi, les autorités publiques dans certains pays industrialisés, comme l’Allemagne, le Royaume-Uni ou le Japon, ont ainsi émis, ou envisagent d’émettre, des *sukuk*. En 2007, les *sukuk* ont également investi, pour la première fois, le continent africain : le Soudan a été le premier pays africain à procéder à une émission de *sukuk* pour un montant de 130 millions de dollars.

1.4.5.2 Les fonds d’investissement islamiques

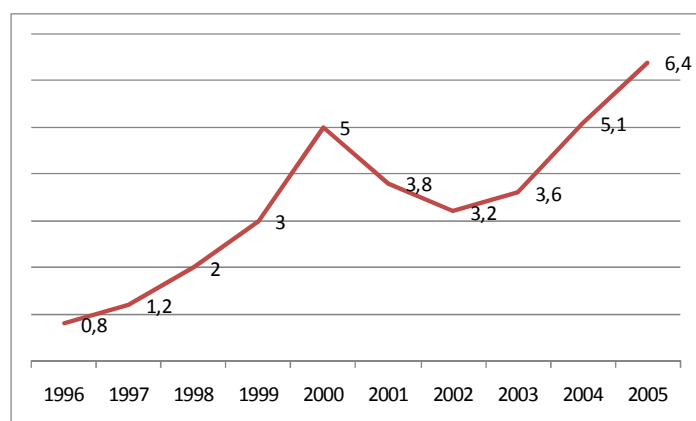
Les fonds islamiques ont connu une croissance intensive au cours des cinq dernières années (cf. Graphiques 8 et 9). Le taux de croissance moyen annuel de leurs actifs sur cette période avoisine 22%. A la fin de 2007, leur nombre dépasse 700 et pourrait atteindre 1 000 en 2010 selon Ernst & Young. Le potentiel de développement futur de ce marché est, en effet, considérable avec entre 70% et 90% des investisseurs des pays musulmans étant sensibles à l’argument religieux (même si cette sensibilité varie d’un pays à l’autre).

Graphique 8 : Nombre de fonds islamiques créés 2002-2007



Source : Eureka hedge Islamic Funds Database

Graphique 9 : Encours des fonds islamiques (milliards de dollars)



Source : Sumaiyaa Samdani, 2006

Tableau 3 : Typologie des investisseurs islamiques

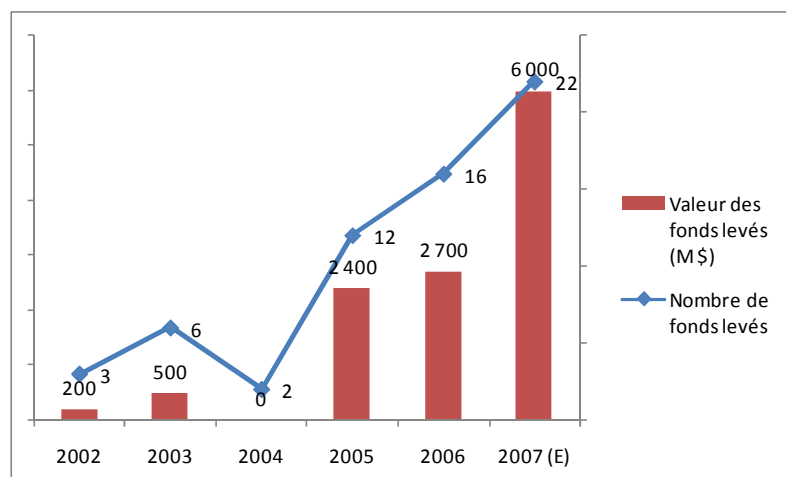
| Type de client | Sensibilité religieuse |
|---|--|
| Les <i>mass affluent</i> : 80 à 90% des investisseurs individuels mais seulement 30 à 50% des capitaux | Très sensibles au caractère islamique des produits financiers. Entre 70 et 90% préfèrent spontanément des produits islamiques. |
| High Net Worth Individuals (HNWI) et Ultra High Net Worth Individuals (UHNWI): 10 à 20% des investisseurs individuels et entre 50 et 70% des capitaux | Très sensibles au caractère islamique des produits financiers. Entre 70 et 90% préfèrent spontanément des produits islamiques. |
| Corporate | Sensibilité différente : faible pour les institutions de type fonds de pension ; élevée pour les compagnies <i>takaful</i> . |
| Fonds souverains | Ne sont pas naturellement incités à préférer des placements islamiques mais choisissent de plus en plus de formes d'investissement éthiques. |

Source : Ernst & Young

Malgré ce dynamisme, ce secteur porte encore les caractéristiques d'une industrie naissante. La taille de la majorité des fonds levés demeure faible : plus de la moitié des fonds islamiques

n'excèdent pas 50 millions de dollars. Dans un registre différent, les fonds de *private equity* islamiques ont également connu un essor important depuis cinq ans (cf. Graphique 10), mais les 6 milliards de dollars levés par les institutions financières islamiques pèsent encore peu dans une industrie qui représente quelques 500 milliards de dollars de fonds levés en 2006 à l'échelle de la planète.

Graphique 10 : Nombre et valeur des fonds de *private equity* islamiques



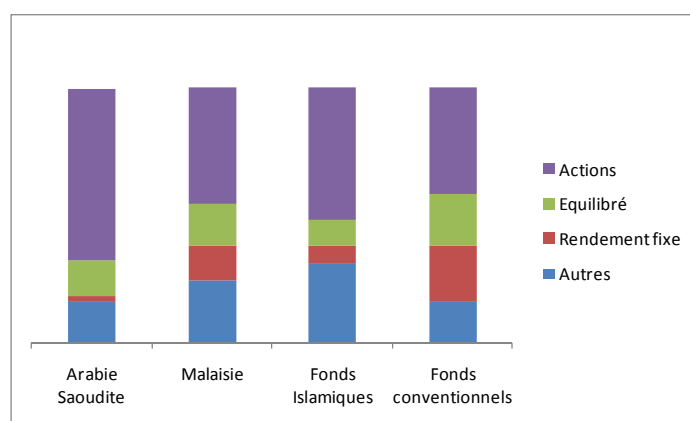
Source : Eureka hedge Islamic Funds Database

Par ailleurs, la composition de leur portefeuille d'investissements est encore insuffisamment diversifiée, à la fois en termes de produits et géographiquement. Ainsi la plupart des fonds islamiques n'avaient jusqu'à récemment qu'une couverture locale (cf. Graphique 13). Du même, compte tenu du faible développement des marchés obligataire et monétaire islamiques, les investissements en actions et certains placements alternatifs (comme l'immobilier ou le *private equity*) sont surreprésentés dans le portefeuille d'investissements de la majorité des fonds islamiques.

Cette situation est cependant en train d'évoluer progressivement. Il y a de plus en plus de fonds à couverture globale et 2007 a vu l'apparition du premier fonds islamique à destination exclusivement des pays émergents. La composition du portefeuille d'investissements des fonds islamiques évolue également, avec une présence de plus en plus importante d'obligations et de produits « monétaires » islamiques. Il est à noter une différence marquée entre les fonds islamiques originaires du Proche et Moyen Orient (encore assez peu diversifiés) et ceux levés en Asie de Sud-Est (dont la structure de portefeuille se rapproche de celle des fonds d'investissement conventionnels).

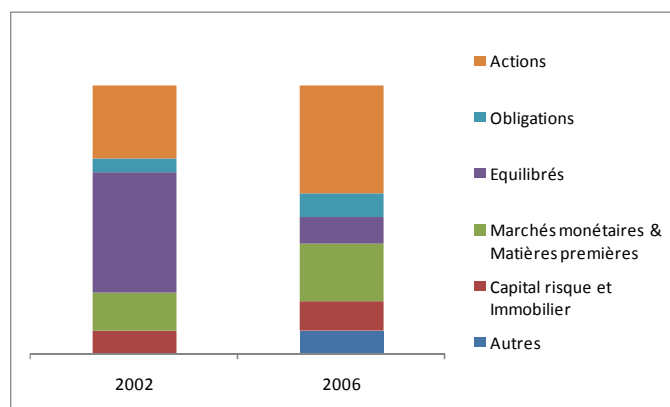
En Europe, enfin, les investissements des fonds islamiques sont encore limités, en raison principalement du manque d'actifs éligibles. Ils sont concentrés essentiellement sur le marché de l'immobilier et des actions. Les émissions publiques de *sukuks*, annoncées à plusieurs reprises, pourraient faire changer cet état des choses.

Graphique 11 : Composition moyenne des fonds islamiques et conventionnels



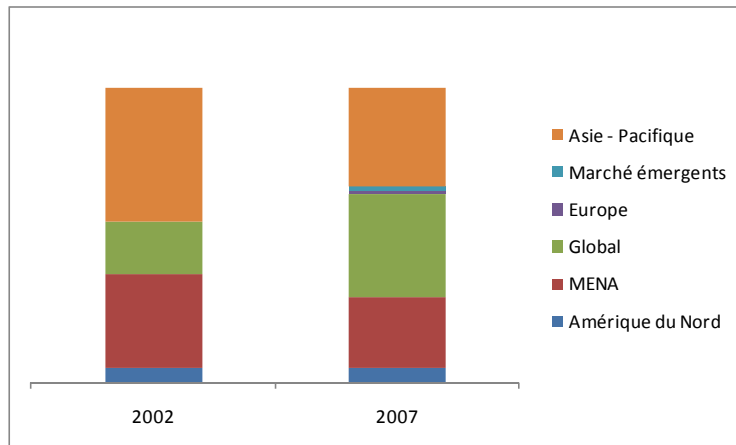
Source : Eureka hedge Islamic Funds Database

Graphique 12 : Evolution de la composition des fonds islamiques



Source : Eureka hedge Islamic Funds Database

Graphique 13 : Evolution de la couverture géographique des fonds islamiques



Source : Eureka hedge Islamic Funds Database

D'autres initiatives pourraient également aller dans ce sens, comme la signature de deux protocoles d'accord dans ce domaine entre le IIFM (International Islamic Financial Market) et :

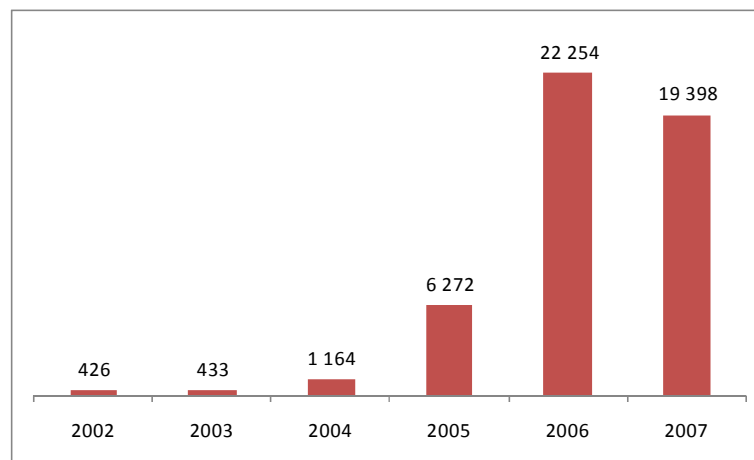
- L'ICMA (International Capital Market Association) en 2007 : l'objectif est la coopération dans le but de promouvoir le développement de marchés internationaux de produits islamiques, en particulier de *sukuk*, en favorisant la standardisation de la documentation et des procédures dans les émissions d'obligations islamiques.
- L'ISDA (International Swap and Derivatives Association) en 2006 : accord sur le développement de produits dérivés islamiques.

1.4.5.3 Le financement de projets

Tout comme l'investissement en actions, le financement de projets semble être un domaine naturellement propice à la Finance Islamique. De par sa nature même, ce type d'investissement est proche des préceptes économiques de l'Islam. En effet, il est souvent associé à des projets socialement utiles et ces opérations sont systématiquement adossées à des actifs réels. Par ailleurs, le potentiel de développement pour les financements de projets dans les pays musulmans est tout à fait considérable : en 1996, on évaluait les besoins d'investissement en infrastructures dans les seuls pays du Proche et Moyen Orient à près de 40 milliards de dollars.

La participation d'institutions financières islamiques dans ce type de financement est encore relativement marginale. Si la valeur des fonds investis en projets immobiliers par le biais de structures *shariah compliant* a doublé en l'espace de deux ans (cf. Graphique 14), la taille moyenne des projets financés reste faible. La plupart des grands projets de financement d'infrastructures lancés dans les années 1980 et 1990 dans les pays musulmans ont été financé majoritairement par des capitaux non-islamiques.

Graphique 14 : Valeur des projets immobiliers avec un financement Shariah compliant (millions de dollars)



Source : Islamic Financial Information Services, Zawya

Pourtant, comme en témoignent quelques expériences réussies (le Hub River Project au Pakistan, ou Equate Project en Egypte), les capitaux gérés selon les préceptes de la Charia peuvent parfaitement participer dans des opérations d'investissement de ce type aux côtés d'investisseurs conventionnels, même si les modalités de la cohabitation sont parfois difficiles à définir. Ces exemples soulignent, toutefois, quelques grandes interrogations sur l'avenir des institutions financières islamiques sur ce marché :

- Si des institutions financières islamiques ont déjà participé dans de grandes opérations de financement de projets, elles doivent encore démontrer leur capacité à structurer, par elles-mêmes, ce type de financement.
- Le développement du financement islamique de projets passera inévitablement par une réflexion sur les adaptations nécessaires des instruments financiers islamiques : la *mourabaha* et l'*istina'a*, utilisées actuellement, sont plus adaptées pour les financements à court ou moyen terme.

- Enfin, les banques islamiques doivent également gérer le problème d'inadéquation entre la maturité de leurs ressources (pour l'essentiel des dépôts à très court terme, les financements obligataires étant encore rares) et ce type d'emplois (essentiellement à long terme).

1.4.6 Développements des produits d'assurance *takaful*

Si l'industrie de la banque islamique est encore dans son « enfance », celle de l'assurance islamique n'en est qu'à ses « balbutiements ». Des formes rudimentaires d'assurance existent dans les sociétés musulmanes depuis très longtemps. Les premières entreprises musulmanes d'assurance mutuelle, accompagnant l'expansion de l'activité des commerçants arabes vers l'Inde et l'Asie du Sud-Est¹⁵, datent du 2^{ème} siècle de l'ère musulmane (8^{ème} siècle AC).¹⁶ Cependant le développement moderne de l'industrie de l'assurance dans les sociétés musulmanes a été fortement retardé. En effet, la mise en place dans certains pays musulmans (à commencer par l'Arabie Saoudite) d'un encadrement réglementaire de cette activité est très récente. Le poids des activités d'assurance dans les pays où la population est majoritairement musulmane est très inférieur à celui que l'on peut observer dans les pays industriels et, même, dans certaines régions émergentes (cf. Graphique 15).

Pour comprendre les raisons du sous-développement de cette industrie dans les économies musulmanes, il faut prendre en considération des facteurs tant culturels, que réglementaires et démographiques. Mais l'explication des carences en matière d'assurance a également une dimension religieuse. En effet, il existe encore d'importantes divergences d'opinion parmi les spécialistes de la loi islamique sur la permissivité du principe même d'assurance. L'organisation de l'assurance moderne comporte, en réalité, des éléments qui contredisent les principes fondamentaux de l'éthique musulmane :

- Un contrat d'assurance classique implique le paiement régulier (et certain) de primes à la compagnie d'assurance, alors même que le remboursement de l'assuré est conditionnel à la survenance d'un événement futur incertain (un sinistre) et indépendant du contrôle des parties prenantes. Dans ce contrat, par construction, une

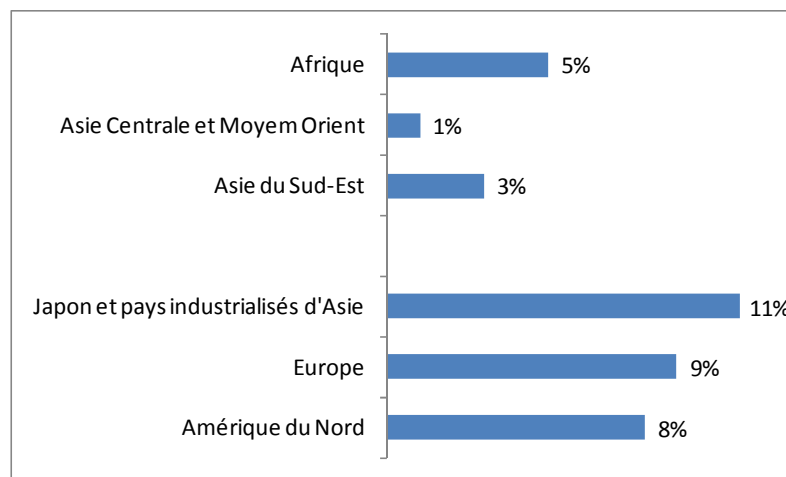
¹⁵ Selon certains historiens, ces mécanismes très simples sont à l'origine de l'ancêtre de l'assurance moderne – l'assurance maritime.

¹⁶ Par ailleurs, la collecte et la redistribution de la dîme religieuse (la *zakat*) a également joué le rôle d'une caisse d'assurance sociale.

des deux parties a plus de chances de s'enrichir que l'autre : si un sinistre ne survient pas, la compagnie d'assurance conserve l'ensemble des primes versées sans aucune contrepartie. Il comporte donc des éléments de *gharar* (incertitude, ignorance, tromperie) et de *maysir* (spéculation, jeu de hasard), contraires à l'éthique de l'Islam.

- Par ailleurs, les assureurs conventionnels investissent une grande partie de leurs ressources dans des produits rapportant des intérêts, contraires donc aux principes de l'Islam.

Graphique 15 : Pénétration de l'assurance dans diverses régions du monde (primes/PIB en 2006)



Source : Swiss Re, Sigma n°4 (2007)

Ainsi, la définition du concept d'assurance islamique et l'apparition des premières compagnies *takaful* ont été considérées comme un début de réponse à ce problème.

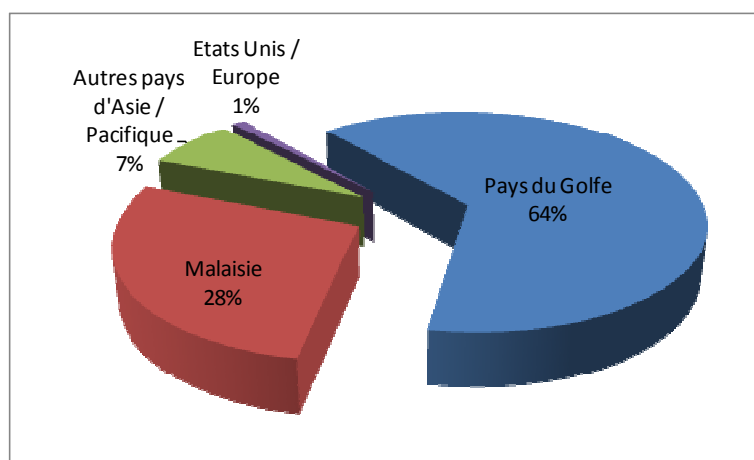
Les premières compagnies d'assurance *takaful* ont vu le jour en 1979 (la Sudanese Islamic Insurance Company, au Soudan, et l'Arabic Islamic Insurance Company, à Dubaï). Aujourd'hui, on dénombre plus de 250 sociétés d'assurance islamique dans le monde dont le chiffre d'affaires s'élève à 2,5 milliards de dollars en 2006. Les observateurs prévoient un taux de croissance annuel moyen de près de 13% pour ce secteur. Ce qui permettra à l'industrie à atteindre un chiffre d'affaires de 7,5 milliards en 2015 (Moody's).

Malgré le développement très dynamique de ce secteur de la Finance Islamique, la croissance de l'industrie *takaful* est plus inégale et plus faible que celle des autres institutions financières

islamiques. Ce marché est ainsi caractérisé par des déséquilibres importants. Des déséquilibres géographiques tout d'abord, les produits d'assurance islamique ayant tardé à se développer dans les pays du Proche et Moyen Orient, comparativement à la Malaisie. Si aujourd'hui ce retard est progressivement rattrapé, le déséquilibre entre les deux principaux centres de la Finance Islamique n'est pas complètement résorbé : alors qu'environ 60% des actifs *takaful* sont détenus par des acteurs du Golfe Persique (cf. Graphiques 16 et 17), la Malaisie héberge encore près de 90% des clients des compagnies *takaful*.

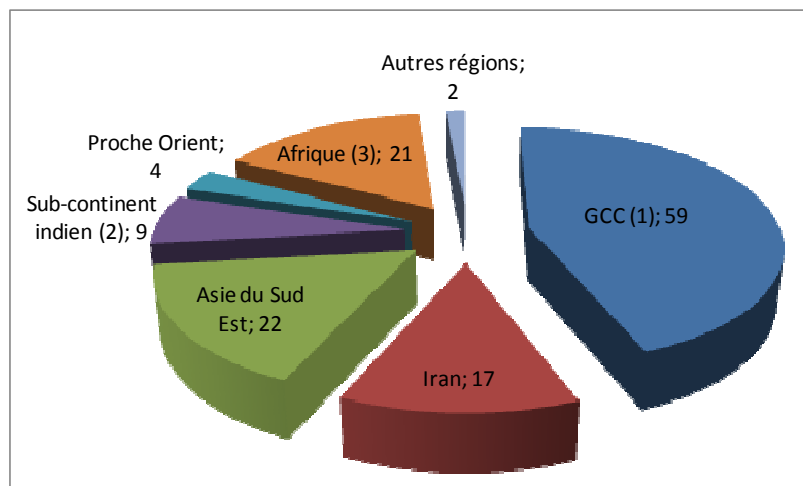
Mais, surtout, le marché de l'assurance islamique doit aujourd'hui faire face à un déficit d'offre croissant. La demande pour les produits *takaful* connaît une croissance soutenue, alimentée par le dynamisme économique, par la réduction de la pauvreté et par une évolution démographique favorable dans les pays concernés. Or, du côté de l'offre, d'importants obstacles empêchent encore l'industrie *takaful* de répondre de manière adéquate à cette évolution de la demande. La majorité des établissements *takaful* sont de petite taille et encore insuffisamment capitalisés. Leur capacité de couverture reste, donc, faible, et ils rencontrent encore d'importantes difficultés dans la gestion de leurs actifs (notamment en raison du faible nombre d'actifs financiers éligibles, adaptés aux besoins de l'industrie *takaful*). Enfin, mais pas en dernier lieu, vient le problème de la réassurance. Il n'existe que très peu de réassureurs islamiques (le premier, Asean Retakaful Limited, n'a vu le jour qu'en 1997) et afin de répondre à un besoin de plus en plus important, les compagnies *takaful* ont recours aux services de réassureurs conventionnels. Ainsi, en 2006, une partie de l'activité des réassureurs mondiaux comme Munich Re et Hannover Re, a été reconnu *halal*.

Graphique 16 : Répartition du marché de l'assurance *takaful* (2006)



Source: La Tribune de l'assurance, n° 111, Avril 2007

Graphique 17 : Répartition des compagnies *takaful* par pays (nombre de compagnies en 2006)



Source : World takaful report

- (1) Dont la plupart sont situées en Arabie Saoudite
- (2) Aucune en Inde, qui a pourtant une population musulmane très importante
- (3) Dont la majorité est située au Soudan

1.4.7 Les défis à relever

Depuis ses débuts, au milieu des années 1970, la Finance Islamique a réussi à affirmer progressivement sa place dans le système financier de nombreux pays musulmans. Loin de demeurer un simple phénomène de mode, elle s'est également affranchie du statut d'industrie de niche, pour devenir un rouage important dans les circuits de financement de ces économies.

Comme toute autre industrie naissante, au fur et à mesure qu'elle a pris de l'ampleur, la Finance Islamique a dû relever de nouveaux défis et trouver des réponses à de multiples interrogations. Pour affirmer la place qu'elle a réussi à conquérir à ce jour et poursuivre son développement, il lui reste encore d'importantes difficultés à surmonter. Cinq grands sujets reviennent régulièrement dans les nombreux travaux, publications ou discussions sur le sujet :

1.4.7.1 La transparence

La question de la transparence n'est certainement pas propre à l'industrie financière islamique mais l'absence de transparence y est incontestablement patente et appelle à une réflexion particulière.

Certes, les publications sur la Finance Islamique « pullulent », et, occasionnellement, passionnent le public, mais, en réalité, on connaît encore relativement mal l'industrie financière islamique et il est toujours très difficile de chiffrer avec précision ce phénomène. Ce manque d'information au niveau sectoriel est révélateur des nombreux problèmes auxquels sont confrontées les institutions financières islamiques en matière de transparence et d'« *accountability* ». La collecte de données sur l'ensemble de l'industrie est compromise non seulement par la rareté des données publiées (certaines institutions ne révélant que peu ou pas d'informations sur leurs activités *shariah compliant*) mais aussi, et surtout, par leur absence d'homogénéité, et donc par l'impossibilité de comparaison ou d'agrégation des données recueillies.

En effet, il n'existe pas de normes comptables homogènes pour les institutions financières islamiques. Elles utilisent ainsi, alternativement, les standards comptables nationaux, les normes IAS ou des normes comptables spécifiques élaborées par certaines institutions nationales ou supranationales. Le traitement comptable des produits financiers islamiques peut donc différer fortement d'un établissement à l'autre, vidant de sens, par conséquent, toute comparaison. Pour ne prendre qu'un exemple, les *investment accounts*, une des principales ressources pour les banques islamiques, ont à ce jour un statut ambigu. Certaines banques les intègrent dans leur position financière, d'autres les considèrent simplement comme actifs sous gestion et les enregistrent hors bilan. Ceci peut donner une image très différente de la situation et des risques d'établissements qui, a priori, ont des profils similaires.

Ces problèmes, mis en évidence très tôt, sont devenus de plus en plus pressants, à mesure que la croissance des activités libellées *shariah compliant* s'est accélérée. Des propositions de solutions ont été imaginées et mises en avant, comme par exemple le projet d'élaboration de normes comptables islamiques élaborées par l'AAOIFI. Cette institution s'est donnée comme objectif non seulement de tenter d'homogénéiser les pratiques comptables des institutions financières islamiques, mais également de prendre en considération les spécificités de cette

industrie. Ainsi, si les normes FAS (Financial Accounting Standards) sont largement inspirées des normes internationales IAS, certaines différences importantes ont été introduites afin de tenir compte des différences (en matière de risques, de liquidité, etc.) entre les produits financiers classiques et les produits islamiques. Il en va ainsi, par exemple, de la définition d'un actif. Selon IAS, une ressource est considérée comme un actif pour une entreprise si son contrôle engendre un flux futur de profits pour cette entreprise. Selon les normes FAS, un actif est toute ressource susceptible de générer des cash-flows futurs positifs, qu'ils reviennent à l'entreprise qui contrôle l'actif ou non.

Ces initiatives n'ont eu, pour l'instant, qu'un effet très limité, le rôle des institutions comme l'AAOIFI étant purement consultatif et, par conséquent, l'application de ses normes étant simplement facultative.

1.4.7.2 La liquidité

Les marchés de produits financiers islamiques sont encore assez peu profonds et liquides, en comparaison avec leurs équivalents conventionnels. Certains compartiments de ces marchés (comme le marché monétaire) sont peu ou presque pas développés et la quasi-absence de marchés secondaires sur certains segments (comme le marché des *sukuk*) freine leur développement.

Différentes raisons expliquent cet état des lieux. La profondeur des marchés est limitée, d'une part, par les difficultés évidentes de concevoir certains produits financiers tout en se conformant aux principes du Coran, d'autre part, par le cloisonnement persistant des marchés financiers nationaux. Mais une part de la réponse tient également à la nature même, profondément hétérogène, de la Finance Islamique dont on a parlé précédemment.

En effet, la plupart des opérations *shariah compliant* sont encore très peu standardisées et souvent élaborées sur mesure. Cette diversité est sujette à de nombreuses controverses car si elle stimule l'innovation et permet aux institutions financières islamiques d'adapter leur offre à une demande, par définition, fortement hétérogène, elle a également certains inconvénients, comme le coût plus élevé des produits financiers islamiques. Il est, évidemment, impossible à ce stade d'arbitrer dans ce dilemme et la solution en est probablement complexe. Néanmoins, une standardisation plus poussée dans certains domaines (notamment des procédures et de certains types de produits) contribuerait significativement à l'amélioration de la liquidité des

marchés islamiques et, par conséquent, favoriserait la croissance future de l'industrie financière islamique

1.4.7.3 La réglementation et la supervision financière

L'affirmation des institutions financières islamiques en tant qu'acteurs importants dans le financement des économies musulmanes soulève également de nombreux défis pour les autorités nationales de supervision et de réglementation financière. L'ampleur du phénomène appelle, en effet, à une réflexion sur l'approche en matière de réglementation financière à adopter. Jusqu'à quel point les règles du jeu doivent-elles être identiques pour les institutions financières islamiques et leurs homologues conventionnels afin de ne pas fausser la concurrence entre les deux ? Et jusqu'où faut-il différencier la réglementation concernant les institutions islamiques afin de créer les filets de sécurité nécessaires compte tenu des risques spécifiques à l'industrie financière islamique ?

La diversité et l'hétérogénéité de l'univers de la Finance Islamique sont, une nouvelle fois, au cœur de cette problématique réglementaire. Il est extrêmement difficile de concevoir des règles uniques pour encadrer les opérations financières islamiques, qui sont, pour la plupart, « taillées sur mesure » ou de réglementer des activités des marchés qui ne sont homogènes ni dans l'espace ni dans le temps.

Mais l'origine des difficultés réglementaires en matière de Finance Islamique réside également dans notre faible connaissance des risques associés à ces produits. Plus encore que la rareté des informations disponibles, la relative nouveauté de la plupart des produits et des institutions islamiques ne nous donne qu'une image tronquée de leur profil de risque et leur comportement n'a encore pas été soumis à l'épreuve d'une crise financière sévère (même si cette situation pourrait évoluer rapidement).

Face à ces préoccupations, les réponses apportées jusqu'à présent sont à l'image de l'industrie elle-même : très diverses et, pour l'essentiel, de dimension locale (ou au mieux régionale). Les quelques initiatives internationales dans ce domaine (comme celles de l'AAOIFI et de l'IFSB) n'ont pas pour l'instant abouti à un consensus. Ainsi certains pays ont mis en place une réglementation spécifique et des organes de supervision dédiés à la Finance Islamique alors que d'autres ont décidé, au nom de la concurrence loyale, d'appliquer le même cadre réglementaire à l'ensemble des institutions financières qu'elles soient islamiques ou non.

1.4.7.4 La formation

L'insuffisance du capital humain est, à ce jour, un des principaux freins au développement de la Finance Islamique. L'industrie financière dans son ensemble est une industrie « *human capital intensive* », selon l'expression consacrée. Mais ce constat s'applique avec d'autant plus de force à la Finance Islamique qu'elle exige un savoir-faire spécifique en plus des connaissances en matière financière. Pour former un expert en Finance Islamique, c'est-à-dire un spécialiste à la fois en droit coranique et en finance, il faut environ 15 ans. Certes, les formations en Finance Islamique se multiplient mais restent, pour le moment, insuffisantes par rapport aux besoins de l'industrie.

Il en résulte une carence en matière de capital humain qui pourrait sembler presque caricaturale. Alors que le nombre d'institutions financières islamiques explose (plus de 300 banques, plus de 250 compagnies d'assurance, etc.), le nombre d'experts en la matière (les fameux *shariah scholars*) reste encore dérisoire. On en dénombre moins de 100, dont les 12 plus éminents siègent dans les *Shariah boards* de la plupart des grandes institutions financières islamiques.

1.4.7.5 L'innovation

Enfin, l'articulation particulière entre finance et religion que présente la Finance Islamique suscite également des questions sur sa capacité d'intégrer l'innovation et de s'adapter aux évolutions de la demande de produits financiers. Cette discussion peut être abordée sous deux angles différents.

D'un côté, on peut s'interroger si la Finance Islamique en tant que discipline est propice à l'innovation. Autrement dit, dans quelle mesure l'obligation de conformité aux principes de la Charia peut-elle constituer un frein au développement de nouveaux produits financiers ? Il n'est certainement pas évident de trouver une réponse unique à cette question, car les arguments abondent dans les deux sens. En plus des contraintes habituelles – réglementaire, légales ou commerciales, les créateurs de produits islamiques doivent prendre en considération une dimension morale dans leur grille de conception. Mais en même temps, l'univers hétérogène, peu standardisé, de la Finance Islamique est propice aux expérimentations de toute sorte.

Ce qui est certain, en revanche, c'est que la viabilité de ce marché repose en partie au moins sur des éléments de réputation et sur la confiance du client. Une confiance non seulement vis-à-vis de la solidité financière des institutions financières considérées mais également vis-à-vis de leur conformité aux principes de la Charia. Toute innovation, tant en termes de produits qu'en matière d'organisation, doit, pour s'imposer, gagner la reconnaissance des *shariah scholars*, ce qui ralentit considérablement le processus d'innovation. Plus grave encore, même si plus rare, est l'absence de confiance qui peut déstabiliser les marchés de certains nouveaux produits et parfois même compromettre durablement leur croissance.

Ce problème est revenu, de manière presque anecdotique, en 2006, lorsque, dans une déclaration officielle, le directeur de l'AAOIFI, Cheikh Muhammad Taqi Usmani, a remis en cause le caractère *shariah compliant* de près de 85% des encours mondiaux d'obligations islamiques. Cette discussion a eu une influence dépressive éphémère sur l'évolution des marchés de *sukuk*, mais elle illustre parfaitement la fragilité inhérente aux marchés de produits islamiques innovants.

Dans un autre registre, la création de produits dérivés islamiques ou de *hedge funds* spécialisés suscite également de multiples controverses car la vente à découvert qui fait partie intégrante de ces opérations est en contradiction avec les principes fondamentaux de la Charia. Khalid Howladar de Moody's a ainsi constaté : « I would propose it is difficult to distance *hedge funds* from speculation and while many scholars accept the need for risk management and hedging, the financial tools applied are often the same. For the scholar, the tough element will be assessing the compliance strategy – is the hedge-fund investing for profit and hedging or is it pure speculation? » (FT 19/06/08) Ainsi, la création des premiers *hedge funds* islamiques au début de 2007 n'a pas été suivie autant que le préoyaient certains spécialistes.

Au-delà de ces débats de fonds, reste à savoir si l'industrie financière islamique a les moyens de ses ambitions et si elle peut soutenir seule les efforts d'innovation. Les carences en matière de capital humain et de formation se révèlent ainsi un handicap considérable et il n'est, peut-être, pas étonnant d'observer que certains instruments financiers islamiques – comme les produits dérivés ou les produits monétaires – sont structurés par des établissements financiers conventionnels pour le compte de clients islamiques.

Malgré ces contraintes, la demande de produits islamiques innovants est de plus en plus forte. L'expansion des institutions financières islamiques en dehors de leur marché domestique – en termes à la fois géographiques et industriels – exige des instruments de plus en plus sophistiqués. Les clients, de leur côté, sont également de plus en plus demandeurs de solutions complètes *shariah compliant (one-stop-shop)* plutôt que de s'adresser aux établissements islamiques uniquement pour les financements en fonds propres.

L'innovation est ainsi au cœur du futur développement de la Finance Islamique et la capacité des institutions financières islamiques d'assumer un rôle plus actif dans le processus de création de nouveaux produits financiers déterminera, *in fine*, leur place dans le système financier mondial.

1.4.8 La finance des pays musulmans en pleine mutation : de la Finance Islamique aux Fonds Souverains

Pour clore ce premier chapitre qui fait le tour d'horizon de l'univers de la Finance Islamique, il nous semble important de souligner, une fois de plus, le fait que ce n'est pas un phénomène isolé. L'intérêt que l'on peut y porter est justifié dans la mesure où il fait partie intégrante d'un mouvement profond qui, depuis une dizaine d'années, transforme le paysage financier des pays musulmans¹⁷. Cette mutation qui a contribué au bouleversement des équilibres financiers mondiaux (ces pays ayant passé du statut d'emprunteurs au statut d'exportateurs nets de capitaux) s'est accompagnée par l'apparition de nouveaux acteurs dont le comportement pourrait laisser une empreinte durable bien au-delà de leur marché d'origine. Il en est ainsi des institutions financières islamiques – banques, compagnies d'assurance et autres fonds d'investissement – mais, également, des fonds d'investissement d'Etat. Les fonds d'investissement souverains (les SWF, *sovereign wealth funds*) sont un phénomène qui touche l'ensemble du monde émergent (et, même, à la marge, certains pays industrialisés) mais la place que les pays musulmans, en particulier les pays exportateurs de pétrole, y occupent est importante : ils représentent plus de 51% du total des actifs gérés par des fonds souverains en 2007 (soit plus de 1 600 milliards de dollars).

¹⁷ Nous nous intéressons ici aux pays du Proche et Moyen Orient, d'Afrique du Nord et des pays à population majoritairement musulmane d'Asie du Sud-Est.

Un fonds souverain musulman ne rentre pas forcément dans la catégorie de fonds islamiques. Si l'on examine la cartographie des investisseurs musulmans (Tableau 3), on constate que l'argument *shariah compliant*, si cher aux investisseurs individuels (en particulier aux investisseurs aisés, les HNWI), est moins pris en compte par les institutions, qu'elles soient *corporate* ou SWF. Pourtant, de plus en plus de fonds souverains musulmans intègrent des critères d'investissement éthiques dans leurs décisions d'investissement. Force est également de constater un certain nombre de parallèles bien réels entre les institutions financières islamiques et les fonds souverains et donc de s'interroger sur un éventuel rapprochement, entre ces deux phénomènes :

- Tout comme pour la Finance Islamique, il n'est pas facile de parler des fonds souverains car la notion de fonds souverain n'est pas un concept économique clairement défini et qu'elle regroupe un ensemble très hétéroclite d'institutions financières. (Cf. Encadré 1)
- Les deux phénomènes ont connu une évolution étonnamment similaire. Tous les deux existent depuis plusieurs décennies (milieu des années 1970 pour les institutions financières islamiques et un peu plus tôt pour les premières fonds souverains) mais, jusqu'au début des années 2000, ils sont restés peu visibles sur la scène financière mondiale. La Finance Islamique est demeurée un phénomène relativement marginal pendant les trois premières décennies de son existence. De leur côté, les fonds souverains sont restés, jusqu'à récemment, des investisseurs discrets et plutôt passifs. Cette situation a radicalement changé depuis le tournant du millénaire – à la fois quantitativement (le nombre et le poids relatif de ces acteurs ayant littéralement explosé) et qualitativement (leur comportement en tant qu'investisseurs ayant sensiblement évolué).
- Pour comprendre ce parallèle historique, il faut mettre en exergue deux facteurs communs qui ont influencé la trajectoire à la fois de la Finance Islamique et des investisseurs souverains. En premier lieu, il y a le marché des matières premières. Ainsi, l'augmentation du poids financier des deux types d'institutions au cours des cinq dernières années serait largement, mais pas exclusivement, alimentée par la croissance de l'épargne (publique et privée) de ces économies liée à l'évolution favorable du prix du pétrole (qui est à l'origine de 67% des actifs gérés par des fonds souverains). Mais, l'importance acquise par certains fonds souverains (tout

comme le dynamisme des industries financières islamiques comme celle de Malaisie) n'auraient pas été possibles sans la présence d'une volonté politique forte. Les autorités publiques des pays concernés ont soutenu activement le développement de ce type d'institutions afin de s'y appuyer pour renforcer la compétitivité de leurs économies.

- Les problèmes de définition mais également de rareté des informations disponibles, communs à la Finance Islamique et aux fonds souverains, rendent délicate une évaluation précise de leur importance relative. Les rares données précises révèlent cependant un potentiel de développement important, à la fois pour les institutions financières islamiques et pour les fonds souverains musulmans.
- Enfin, et peut-être le plus important, on observe également un rapprochement dans les stratégies des investisseurs islamiques et des fonds souverains (et pas uniquement les fonds souverains musulmans). Par définition, les institutions financières islamiques sont des investisseurs « patients » (même si la pratique peut parfois démentir ce constat). Les principes fondamentaux de la Finance Islamique, que l'on a détaillés plus haut, prédisposent naturellement ces opérateurs à prendre des risques, à encourager l'entrepreneuriat et à s'engager plus facilement sur le long terme. A l'inverse, ils découragent certains excès dont souffre la finance moderne, comme la spéculation ou la déconnection complète entre la sphère financière et l'économie réelle. Les fonds souverains ont une politique d'investissement beaucoup plus diversifiée, conditionnée par la finalité qu'on leur a assignée et obéissant à des règles différentes de celles de la Finance Islamique. Néanmoins, la conjonction d'un certain nombre de facteurs – l'accumulation d'excès de liquidités née avec l'explosion du prix du pétrole, la baisse tendancielle du dollar (et donc la diminution du rendement sur les bons du Trésor américain) et l'ouverture de nouvelles opportunités dans le sillage de la crise financière actuelle – a incité certains des plus grands fonds souverains à réorienter leur politique d'investissement. Ils ne se contentent plus de jouer seulement le rôle de stabilisateurs, protégeant l'économie d'une volatilité excessive des prix des matières premières. En préparant l'« après pétrole », ces fonds ont diversifié leur portefeuille investissant davantage en actions et s'engageant, a priori, à plus long terme.

Alimentés par la rente pétrolière et propulsés « sous la lumière des projecteurs » par la crise financière, les institutions financières islamiques tout comme les fonds souverains sont en passe de devenir des acteurs incontournables de l'industrie financière des pays musulmans, et vont s'imposer, à une échelle différente, sur la scène financière mondiale. La crise financière que l'ensemble de la planète traverse a profondément remis en cause un certain type de finance, très innovant mais très « court-termiste ». Elle a redoré le blason des institutions financières traditionnelles, comme les banques de dépôt, et remis à l'honneur les investissements à long terme. Elle a également suscité l'intérêt pour des opérateurs nouveaux et encore peu connus, qui partagent une certaine stabilité dans leurs investissements, comme les institutions financières islamiques et les fonds souverains.

Les réformes proposées dans ce rapport sont calibrées pour promouvoir la place de Paris auprès des acteurs de la Finance Islamique. Mais, *in fine*, le bénéfice de telles améliorations du cadre réglementaire peut s'avérer beaucoup plus important si elles sont intégrées dans une réflexion plus générale sur la réorganisation du système financier. Elles peuvent permettre à la France, qui souffre de l'absence structurelle d'investisseurs de longue durée, de bénéficier d'une double opportunité historique : favoriser des investissements de long terme et attirer des capitaux frais pour financer des secteurs clés de l'activité économique que la crise actuelle menace.

Encadré 1 : Les fonds souverains musulmans : qui sont-ils ?

S'il n'existe pas une définition unique de la notion de fonds souverains, la littérature économique a retenu quelques caractéristiques essentielles communes à la plupart des fonds considérés comme « souverains ». Ce sont des véhicules financiers publics qui possèdent, gèrent et/ou administrent des fonds publics. Dans la majeure partie des cas, leurs ressources proviennent de surplus de liquidités dans le secteur public (qu'ils soient des surplus fiscaux ou des recettes d'exportations). Il s'agit, enfin, d'investisseurs qui s'engagent souvent sur le long terme et recherchent donc une rentabilité supérieure au rendement sans risque.

En effet, l'univers des fonds souverains abrite des institutions qui diffèrent :

- En termes de taille : les dix premiers fonds souverains (classement 2007) pèsent, chacun, plus de 100 milliards de dollars, alors qu'une multitude de fonds gèrent moins d'un milliard de dollars d'actifs.

- En termes de fonction économique : le FMI distingue cinq catégories de fonds souverains en fonction de l'objectif principal qui leur est assigné. Cette fonction principale peut, également, évoluer dans le temps en fonction des besoins des autorités publiques ou de l'économie. Par conséquent, leur politique d'investissement, autant en termes d'horizon d'investissement que d'arbitrages risque-rendements, est également très hétéroclite.
- En termes de sources des fonds gérés : il y a les fonds alimentés par la rente associée à l'exploitation de ressources naturelles et il y a ceux qui sont financés grâce à l'accumulation de réserves de devises liée à un excédent commercial structurel.
- En matière de gouvernance et de politique de communication : on observe des comportements très contrastés avec, d'une part, des fonds qui sont très transparents et définissent ouvertement leur politique d'investissement et leurs objectifs (comme le norvégien GPF) et, d'autre part, des institutions qui restent très discrètes sur leur stratégie et leur allocation d'actifs (comme les nombreux fonds originaires du Proche et Moyen Orient).

Le poids des fonds souverains est estimé, aujourd'hui, à environ 3 000 milliards de dollars. C'est à la fois peu et beaucoup. En tant qu'acteurs sur la scène financière mondiale le volume des actifs qu'ils gèrent est bien inférieur à celui des fonds de pension (22 600 milliards de dollars) ou autres fonds d'investissement (21 700 milliards de dollars). Mais il est d'ores et déjà supérieur à celui des fonds spéculatifs (1 500 milliards de dollars) et représente près de 8% de la capitalisation boursière mondiale. De plus, certains des plus grands fonds souverains ont acquis un poids suffisant pour pouvoir jouer, en théorie au moins, un rôle déstabilisateur sur les marchés financiers internationaux. Ainsi, toujours en théorie, le plus grand fonds souverain, l'ADIA (le fonds d'Abu Dhabi) pourrait « s'offrir » Total, Axa, BNP Paribas, Crédit Agricole, Bouygues, l'Oréal, Michelin, Danone et LVMH réunis. Le poids des SWF devrait d'ailleurs continuer à augmenter sur les dix prochaines années : les estimations situent le total de leurs actifs entre 12 000 et 15 000 milliards de dollars en 2015. D'autre part, l'existence d'excédents extérieurs dans les pays asiatiques, accompagnée d'accumulation de réserves de devises, ne devrait pas être remise en cause dans un avenir proche.

Cette vitalité remarquable du « capitalisme d'Etat » n'est pas sans susciter certaines appréhensions et soulever quelques débats. On s'interroge sur les véritables motivations de ces investisseurs publics, sur l'impact qu'ils pourraient avoir sur la stabilité financière ou sur des distorsions de la concurrence qu'ils sont susceptibles de provoquer. Introduire d'avantage de transparence dans la gestion de ces investisseurs pourrait être une des clés vers la solution de ces problèmes. Dans cette optique, une convergence entre les fonds souverains et les

investisseurs islamiques semble fournir une opportunité d'introduire d'avantage d'éthique, et donc, une plus grande lisibilité, dans les stratégies d'investissement des fonds publics.

1.5 SCENARI DE DEVELOPPEMENT DES ACTIVITES DE FINANCE ISLAMIQUE SELON LE DEGRE D'OUVERTURE DU MARCHE FRANÇAIS

Il est possible de fournir une première estimation du marché de la Finance Islamique en France à l'horizon 2020

1.5.1 Démarche de la modélisation macroéconomique

L'objectif de cette modélisation est de projeter, d'ici 2020, la taille du marché de la Finance Islamique en France selon le degré d'ouverture de la Place de Paris, par catégorie de ressources et d'emplois. Ceci permet de se faire une première idée des enjeux qui sont en cause pour la Place de Paris, dans le cas du maintien du statu quo, d'une ouverture timide, ou d'une ouverture franche dès 2008.

Avant d'exposer la méthodologie de cette projection et les principaux résultats obtenus, la mise en avant des limites de notre démarche nous semble indispensable. La démarche retenue présente d'importants inconvénients, dans la mesure où elle limite la prise en compte de l'évolution dans le temps de facteurs explicatifs importants (comme l'évolution des prix des matières premières, de la position de certaines devises ou de la démographie des populations musulmanes). Ces lacunes sont compréhensibles, à la lumière d'un certain nombre de problèmes que nous avons déjà mis en avant : le manque de séries statistiques suffisamment longues, l'importance de facteurs non quantifiables, un contexte financier incertain, etc....

Néanmoins, l'approche retenue présente l'avantage d'une simplicité et, donc d'une lisibilité, qui nous permet d'avoir, au final, non seulement une fourchette d'estimation des capitaux islamiques susceptibles de s'investir en France à l'horizon 2020 mais aussi une analyse du marché selon une segmentation fine de l'offre et de la demande.

Trois étapes composent la démarche de projection :

- Établissement d'une cartographie des ressources et emplois du marché de la Finance Islamique.
- Définition des hypothèses de modélisation pour chacune des ressources et chacun des emplois.
- Projection à 2020 du marché de la Finance Islamique en France selon trois scénarii d'ouverture : (1) le statu quo, (2) une timide ouverture, (3) une ouverture franche soutenue par une politique de communication active.

1.5.2 Cartographie des ressources et des emplois du marché de la Finance Islamique

Afin de simplifier la démarche de modélisation, nous avons divisé les activités de ce marché très hétérogène en deux grandes catégories de ressources et d'emplois, puis chacune d'entre elles en sous-catégories :

- la ressource « épargne islamique des musulmans résidents en France » (français musulmans et musulmans étrangers résidant en France) correspond à l'emploi « marché de détail », subdivisé en deux : « banque de détail » et « assurance *takaful* » ;
- la ressource « investissements étrangers » est subdivisée en cinq sous-catégories selon le type d'investisseur : particuliers, HNWI et UHNWI (personnes aisées et très aisées), fonds de pension, compagnies *takaful*, et fonds souverains;
- les emplois des Investissement directs étrangers (IDE) sont subdivisés en six : Immobilier, Monétaire, Obligations, Actions, *Private equity*, Investissements divers (PPP, etc....);

La cartographie des ressources et emplois du marché de la Finance Islamique en France peut ainsi se présenter de la manière suivante :

Tableau 4 : Cartographie des ressources et emplois du marché de la Finance Islamique en France

| Ressources | Emplois |
|--|--|
| Epargne « islamique » des musulmans résidant en France | Marché de détail : - Banque de détail - Assurance <i>takaful</i> |
| Investisseurs étrangers « islamiques » : - Particuliers - HNWI et UHNWI - Fonds de pension - Compagnies <i>takaful</i> - Fonds souverains | Investissements - Immobilier - Monétaire - Obligations - Actions - <i>Private equity</i> - Investissements divers (PPP, etc....) |

1.5.3 Hypothèses de modélisation des activités de Finance Islamique en France

L'épargne « islamique » des musulmans résidents en France est modélisée de la façon suivante :

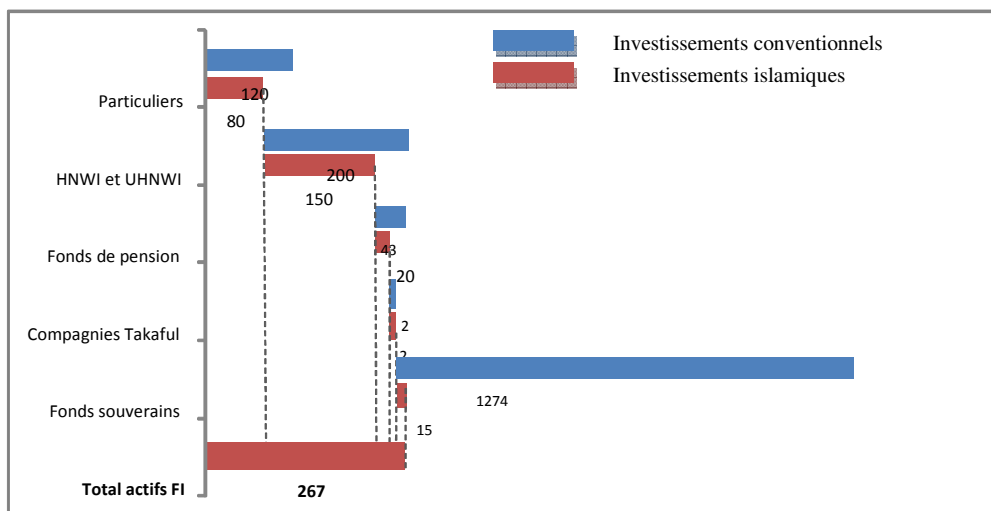
- Population française à horizon 2020 : hypothèse retenue de 65 millions de personnes (source : INSEE).
- Proportion de musulmans résidant en France : 8,33% (estimation 2005 de 5 millions de musulmans sur 60 millions de résidents).
- PIB/tête en 2020 : 34 758 euros (d'après le PIB/tête 2007 estimé par l'INSEE à 29 765 euros, et le taux de croissance moyen du PIB/tête 2003-2007 de 1,2%).
- Taux d'épargne des ménages en 2007 : 15,8% (source : INSEE).
- Taux de bancarisation : 100%.
- Proportion de musulmans choisissant des produits de Finance Islamique plutôt que de finance conventionnelle en 2020 : selon les scénarii d'ouverture du marché français, voir chapitre ci-après.
- Épargne « islamique » des musulmans en France 2020 : obtenue par combinaison de ces éléments.

Le marché de détail de la Finance Islamique en France est modélisé de la façon suivante :

- 66% de l'épargne islamique des musulmans résidant en France en dépôts et placements auprès des banques (répartition de l'épargne des ménages français en 2005 selon la FBF, en supposant que l'ensemble des placements des ménages hors assurance-vie sont effectués via une banque).
- 34% de l'épargne islamique des musulmans résidant en France en assurance-vie (en supposant que l'assurance IARD reste à 0% islamique).

Les investissements étrangers « islamiques » en France sont modélisés de la façon suivante :

Graphique 18 : Répartition des investissements étrangers musulmans entre actifs conventionnels et actifs islamiques selon le type d'investisseur au Moyen et Extrême Orient (USD Milliards, 2007)



Source : Ernst & Young

Cette répartition tient compte de la sensibilité différente à l'argument islamique selon le type d'investisseur :

- Les *mass affluent* – 80 à 90% des personnes aisées mais seulement 30 à 50% du total des liquidités. Très sensibles au caractère islamique.
- HNWI & UHNWI – 10-20% des personnes aisées et entre 50 à 70% du total des liquidités - Très sensibles au caractère islamique.

- *Corporate* : différentes situations : les fonds de pensions investissent de plus en plus (mais pas exclusivement) dans des produits islamiques ; les compagnies *takaful* investissent, par définition, exclusivement dans des produits islamiques.
- Fonds Souverains : les SWF ne sont pas naturellement incités à préférer des placements islamiques mais choisissent de plus en plus souvent des formes d'investissement éthiques.

Entre 70 et 90% des investisseurs des pays musulmans sont *shariah sensitives*. Cette sensibilité diffère toutefois d'un pays à l'autre.

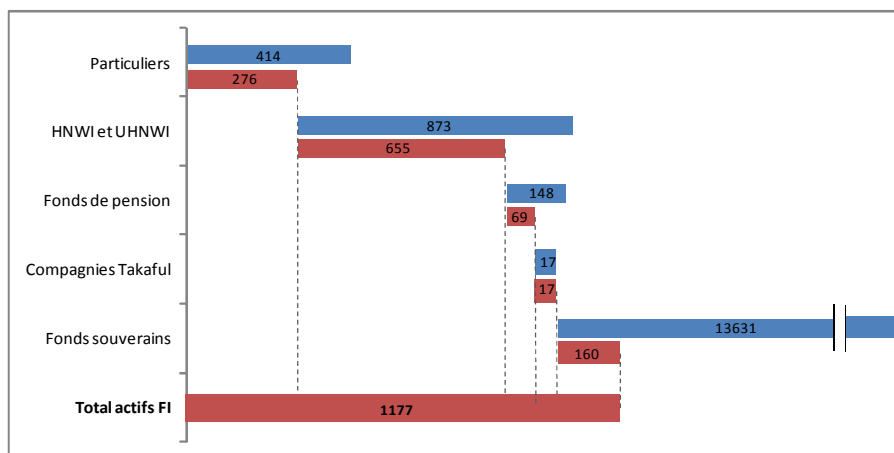
Tableau 5 : Croissance moyenne 2003-2007 des actifs par type d'investisseur au Moyen et Extrême Orient

| Type d'investisseur | Croissance moyenne 2003-2007 des actifs |
|---------------------|---|
| Particuliers | 10% |
| HNWI et UHNWI | 12% |
| Fonds de pension | 10% |
| Compagnies takaful | 18% |
| Fonds souverains | 20% |

Source : Ernst & Young

En supposant les mêmes taux de croissance sur 2008-2020 que sur 2003-2007 par type d'investisseur, et la même proportion d'investissements islamiques par type d'investisseur, on obtient alors un montant de 1 177 milliards de dollars d'actifs islamiques au Moyen et Extrême Orient en 2020 :

Graphique 19 : Projection des Actifs islamiques en 2020 par type d'investisseur au Moyen et Extrême Orient (USD Milliards)



Au-delà des pays du Proche et Moyen Orient, il faut prévoir le développement de la Finance Islamique dans d'autres régions du monde : Europe (Royaume-Uni, Luxembourg, France ...), Asie du Sud et centrale, Afrique, etc.... Nous supposons que cet élargissement restera limité et ne dépassera pas 10% du total des actifs islamiques dans les deux premières régions.

Ainsi, en supposant également une stabilité monétaire (à 1,4 \$/€), le total des actifs islamiques mondiaux en 2020 serait de 1 295 milliards de dollars ou 925 milliards d'euros.

Les investissements étrangers islamiques en France sont obtenus en appliquant à ce montant mondial la part de marché de la France dans les IDE islamiques. Cette part de marché, comme nous le verrons, diffère selon les scénarii d'ouverture du marché français.

Enfin, les emplois des investissements étrangers islamiques en France sont modélisés en appliquant la répartition suivante des investissements des fonds islamiques¹⁸ :

- Immobilier : 20%
- Monétaire : 10%
- Obligations : 15%
- Actions : 35%
- *Private equity* : 10%

¹⁸ La répartition est estimée en croisant différentes informations, présentées dans le premier chapitre de ce rapport. Nos hypothèses consolident le profil de portefeuille des différents types d'opérateurs.

- Investissements divers (PPP, etc....) : 10%

1.5.4 Caractérisation des 3 scénarii d'ouverture : (1) le statu quo, (2) une timide ouverture, (3) une ouverture franche soutenue par une politique de communication active

Trois scénarii de degré d'ouverture du marché français à la Finance Islamique sont présentés :

- Scénario 1 : Le statu quo.

La France ne met pas en œuvre de réformes du cadre réglementaire et fiscal : elle a donc une part de marché quasi-nulle dans les IDE islamiques (principalement immobilier, les contraintes aux autres opérations n'ayant pas été levées) et ne développe pas le marché *retail* sur son territoire.

- Scénario 2 : Une timide ouverture.

La France suit le mouvement mondial et s'ouvre à ce marché en levant les principaux obstacles à son développement. Les mesures concernent uniquement les frottements réglementaires, juridiques et fiscaux.

Cependant, la communication n'est pas assez marquante et l'ensemble de la grappe d'activités n'est pas développée, certains acteurs importants n'étant pas associés : universités, Bourse, acteurs financiers privés.

Le marché du *retail* n'est exploré que par quelques *islamic windows*.

Le développement du marché de la Finance Islamique est modéré et les retombées limitées.

- Scénario 3 : Une ouverture franche soutenue par une politique de communication active

En synthèse des recommandations détaillées dans le chapitre ci-dessous, au-delà de l'adaptation du cadre réglementaire et fiscal, la communication est au cœur de la stratégie d'ouverture du marché français. Dans ce scénario, la France réussit à attirer un volume important d'investissements étrangers islamiques, à développer un marché de détail domestique digne de ce nom et de tirer partie des externalités potentielles associées à cette ouverture.

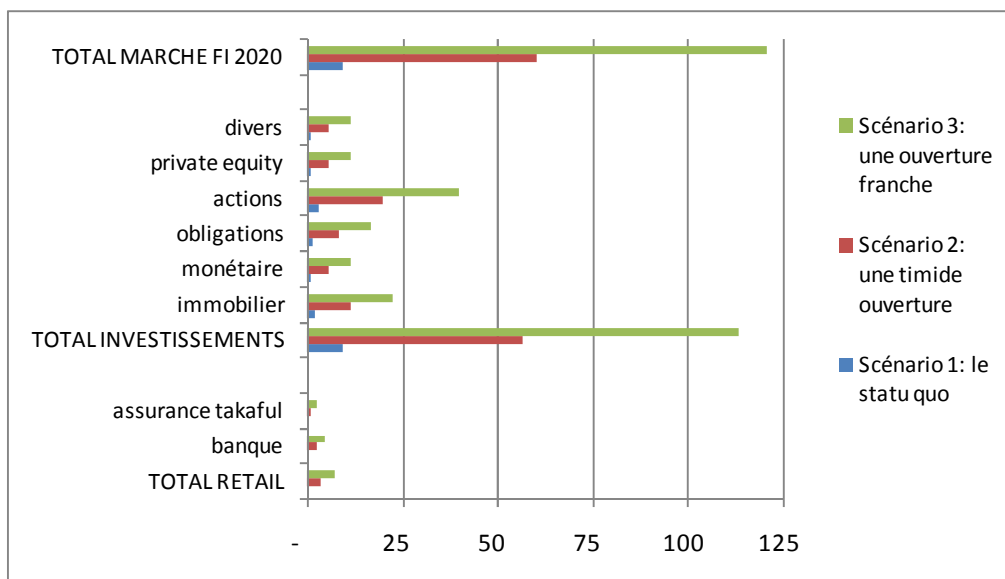
1.5.5 Projection à 2020 du marché de la Finance Islamique en France selon 3 scénarii d'ouverture

Les hypothèses spécifiques à chacun de ces scénarii sont les suivantes :

- pour le marché *retail*, la proportion de musulmans choisissant des produits de Finance Islamique plutôt que de finance conventionnelle en 2020 dépend de l'effort déployé par les opérateurs islamiques pour « créer » le marché, de la communication faite autour de la Finance Islamique, et de la compétitivité des produits islamiques face aux produits conventionnels : 0% dans le scénario 1; 12,5% dans le scénario 2; 25% et dans le scénario 3 (en appliquant pour le scénario 3 l'estimation de 25% des musulmans français qui seraient pratiquants¹⁹ – allant à la mosquée régulièrement – et la moitié de cette proportion dans le scénario 2)
- pour les investissements étrangers, la part des IDE islamiques captée par la France est fixée à 1% pour le scénario 1, à 6,11% pour le scénario 2 (part de marché moyenne de la France dans les IDE mondiaux conventionnels sur la période 1998-2007), à 12,22% pour le scénario 3 (double de la part de marché moyenne de la France dans les IDE mondiaux conventionnels sur 1998-2007)

¹⁹ Brouard S. et Tiberj V., 2005 – Français comme les autres ? Enquête sur les citoyens d'origine maghrébine, africaine et turque, Paris, Presses de Sciences Po

Graphique 20 : Projection du marché français de la Finance Islamique selon les 3 scenarii d'ouverture



Sur la base de ces hypothèses, et des trois scenarii établis précédemment, on obtient les résultats suivants pour le volume du marché français de la Finance Islamique en 2020 :

- Dans le cas du maintien du statu quo, l'ensemble de ces fonds seraient des investissements étrangers (le marché du détail local étant quasi-inexistant) et ils ne dépasseraient pas les 10 milliards d'euros.
- Dans le scénario intermédiaire, les fonds gérés en conformité avec la Charia en France s'élèveraient à 60 milliards d'euros, dont 4 milliards seulement pour le marché *retail*. Le volume des IDE islamiques (multipliés par près de 6 par rapport au premier scénario) avoisinera les 56 milliards d'euros.
- Enfin, en optant pour une ouverture franche, la France peut espérer attirer près de 113 milliards d'euros d'investissements étrangers islamiques en 12 ans tout en favorisant le développement d'un véritable marché domestique (7 milliards de dollars d'actifs *retail*). Dans ce scénario haut, le volume total des investissements *shariah compliant* pourrait atteindre 120 milliards d'euros.

Les estimations des volumes obtenus pour les différents scenarii sont résumées dans le tableau suivant :

Tableau 6 : Estimation des volumes d'investissements islamiques en 2020 selon les trois scenarii considérés

| Scénario : | Statu quo | Ouverture timide | Ouverture Franche |
|--------------------------------------|------------------|-------------------------|--------------------------|
| Total des Actifs Islamiques : | 10 | 60 | 120 |
| <i>Dont :</i> | | | |
| Marché de retail : | 0 | 4 | 7 |
| <i>IDE</i> | 10 | 56 | 113 |

Au-delà des montants indiqués ici, il est intéressant d'analyser la répartition des emplois de ces capitaux en France : plus tournés vers l'immobilier et les investissements non-productifs en cas de réformes limitées, et plutôt orientés vers le capital-développement en cas d'ouverture forte aux opérations de Finance Islamique.

2 FORCES ET FAIBLESSES DE LA FRANCE ET ENSEIGNEMENTS A TIRER DES EXPERIENCES DES AUTRES PLACES OCCIDENTALES

Les expériences d'un certain nombre de pays musulmans, en particulier celle, assez exceptionnelle, de la Malaisie, ont démontré que l'implication des autorités publiques est fondamentale pour favoriser un développement cohérent et, surtout, soutenable de la Finance Islamique. Les différences de principe entre la Finance Islamique et la Finance conventionnelle se traduisent, dans la pratique, par des frottements réglementaires ou fiscaux qui peuvent fausser la concurrence entre institutions financières islamiques et institutions financières « conventionnelles », mais également poser des problèmes en matière d'encadrement légal et de supervision. L'introduction de produits financiers islamiques sur le marché français doit donc être accompagnée d'un certain nombre d'initiatives afin d'anticiper et de prévenir ces problèmes, et de permettre une cohabitation harmonieuse entre Finance Islamique et Finance Conventionnelle. Dans cette perspective, un examen critique des expériences des autres places financières occidentales semble incontournable.

Ce passage en revue a une double vocation : d'abord et avant tout, comparer les approches des différentes autorités publiques et les initiatives privées, mais aussi, dans la mesure du possible, mettre en valeur les résultats obtenus et le positionnement des différentes places financières sur le marché de la Finance Islamique.

2.1 LONDRES : UN LEADERSHIP DE FAÇADE ?

Les premiers produits financiers islamiques ont été introduits au Royaume-Uni au cours des années 1990. Au cours de cette décennie, le marché est resté très restreint et, jusqu'au début du nouveau millénaire, il a connu une croissance modeste. L'offre se limitait à un petit nombre de produits relativement simples, proposés par quelques banques du Moyen Orient et d'Asie du Sud-Est. Ces produits n'arrivaient pas à s'imposer auprès d'une clientèle plus large pour de nombreuses raisons : leur coût plus élevé, leur caractère moins sophistiqué, leur profil de risque particulier. Par ailleurs, les produits financiers islamiques n'étaient pas entièrement compatibles avec le cadre réglementaire existant et n'offraient donc pas les mêmes garanties aux clients que les produits traditionnels.

Depuis le début des années 2000, la situation sur le marché bancaire islamique au Royaume-Uni a radicalement changé : la gamme des produits proposés s'est étoffée, et de nombreux nouveaux acteurs sont entrés sur le marché. Les autorités publiques, motivées non seulement par la possibilité d'exploiter un important marché local mais aussi par l'opportunité de capter

une partie des capitaux en provenance du Moyen Orient, ont accompagné et encouragé ce changement.

Grâce à une série de réformes qui ont réduit les frottements fiscaux et juridiques sur le marché des produits financiers islamiques, Londres a réussi à se hisser au rang de « centre » de la Finance Islamique en Europe. Et l'ambition des autorités publiques britanniques va au-delà puisqu'elles souhaitent faire de Londres « le portail occidental et le centre mondial de la Finance Islamique » (Gordon BROWN, 13 Juin 2006).

2.1.1 Moyens donnés par les initiatives publiques

Depuis 2003, plusieurs réformes législatives « *shariah friendly* » ont été mises en œuvre.

Une succession de réformes du régime de la Stamp Duty and Land Tax (SDLT) ont été entreprises entre 2003 et 2005 afin de mettre fin aux problèmes de double imposition à l'occasion des doubles transferts de propriété caractéristiques de la Finance Islamique :

- Le Finance Act 2003 prévoit l'exonération de la SDLT pour la deuxième vente si les deux ventes entrent dans le cadre de l'achat d'un immeuble pour revente à un particulier qui consent une hypothèque (*mortgage*).
- Cette initiative a été étendue, en 2005, aux immeubles commerciaux et aux investisseurs personnes morales.
- Elle a été adaptée également aux opérations d'*ijara* et *ijara moucharakah dégressive*, qui supportaient une triple SDLT.

En 2005 et 2007, le législateur a également modifié le traitement fiscal des rendements sur les financements islamiques en les assimilant à des charges d'intérêt déductibles pour l'acheteur (dans le cadre d'une *mourabaha*, d'une *moudarabah* et d'une *wakala*) et pour l'émetteur (dans le cadre d'une émission de *sukuk*). Malgré le fait que ces « profits » ne sont pas des intérêts à proprement parler, la loi a privilégié leur rôle économique plutôt que leur forme (« *substance over form* »).

Une mesure de 2006 prévoit également la fin de la présomption d'établissement stable au Royaume-Uni pour les acheteurs étrangers parties prenantes à une *mourabaha*.

Dans le prolongement de ces réformes, en Avril 2007, le gouvernement britannique a mis en place un groupe d'experts en Finance Islamique afin d'identifier les opportunités de développement de la Finance Islamique au Royaume-Uni. Par ailleurs, la Financial Services Authority (FSA) a pris des positions claires au sujet de la Finance Islamique et a accordé son agrément à des opérateurs et à des produits *shariah compliant* (fonds d'investissement, établissements de crédit, *sukuk*...). Afin de promouvoir et mieux encadrer la Finance Islamique, des départements spécialisés au sein de la FSA ont été créés.

Ces réformes législatives sont accompagnées d'importants efforts de développement d'une expertise professionnelle et de formations spécifiques pour les cabinets d'avocats et les organismes professionnels.

Une fois le cadre réglementaire accommodé, la stratégie britannique repose sur les initiatives privées autour de quatre piliers, dont nous présentons ci-dessous les résultats et les ambitions futures.

2.1.2 Stratégie 1 : Le développement de la banque islamique d'investissement

Cinq banques islamiques ont été agréées au Royaume-Uni au cours des cinq dernières années : The Islamic Bank of Britain (2004, parmi ses actionnaires de référence – HSBC à hauteur de 3%); European Islamic Investment Bank (2005, parmi ses actionnaires de référence – la BNP Paribas à hauteur de 9%); The Bank of London and the Middle East (2007); European Finance House (Janvier 2008) et Gatehouse (Avril 2008). Au côté des banques islamiques « pures », il existe, à ce jour, plus de vingt guichets islamiques (*islamic windows*) de banques conventionnelles.

Le développement de banques islamiques implantées au Royaume-Uni a permis l'apport de liquidités pour le financement :

- de projets immobiliers, (financement à Chelsea d'un quartier d'un milliards de livres sterling par Qatari Investment Fund);
- opérations de *private equity*, comme l'acquisition d'Aston Martin en 2007 par le consortium koweïtien The Investment Dar (financé par émission d'un *sukuk* de 925

millions de dollars); ou les participations de Qatar Investment Authority dans quatre des plus grosses chaînes de maisons de retraite (à hauteur de 5 milliards de dollars).

2.1.3 Stratégie 2 : Le développement de la banque islamique des particuliers

En plus des banques islamiques dédiées, un nombre croissant de banques « conventionnelles », ouvrent des *islamic windows*. Les deux plus grands guichets islamiques, celui d'HSBC et de Lloyds TSB, proposent, d'ores et déjà, des produits *retail*. L'Etat britannique est allé encore plus loin en octroyant la possibilité pour la National Savings & Investment de distribuer des produits financiers islamiques via les bureaux de poste.

La valeur ajoutée que peut tirer Londres du développement de la banque de détail islamique est double :

- profiter du potentiel de développement et de la rentabilité de ce nouveau marché;
- utiliser la communication sur la banque de détail afin d'attirer des investisseurs *corporate* et les fonds souverains musulmans.

2.1.4 Stratégie 3 : Londres, place financière pour la cotation des euro-sukuk

« If you want to talk to anyone about Islamic Finance and you're not in the Middle East or Far East, you come to London » a déclaré récemment H. Percy, DG de la Bank of London and the Middle East (FT 19/06/2008).

Face à l'excellent positionnement de la capitale britannique sur les différents segments du marché de la Finance Islamique, il serait difficile de démentir cette déclaration. Même sur les rares secteurs où la concurrence d'autres pays européens est bien réelle, Londres a réussi à obtenir une position enviable. Il en est ainsi sur le marché des *sukuk* où 16 *sukuk* (pour un montant de 11 milliards de dollars) sont cotés sur la Bourse de Londres. La première émission de *sukuk* date de Juillet 2006 (Tabreed, EAU, 109 millions de livres sterling) et, en Mars 2008, le Royaume de Bahreïn a enregistré la première émission souveraine à Londres (176 millions de livres sterling). Une émission de *sukuk* par le Trésor britannique est, par ailleurs, à l'étude pour l'année 2009.

Au-delà de la cotation des *sukuk*, la City mise sur le développement de l'ensemble des activités de marché :

- Lancement de fonds *trackers* (ETFs) conformes à la Charia par iShares (iShares MSCI emerging markets Islamic, iShares MSCI USA Islamic, iShares MSCI World Islamic);
- Création de marché interbancaire islamique, via le commerce des métaux sur le London Metal Exchange.

2.1.5 Stratégie 4 : Le marché britannique du *takaful*

Londres étudie également la possibilité d'agrément d'une compagnie d'assurance islamique *takaful*. La réalisation de ce projet donnerait naissance à la première compagnie d'assurance *takaful retail* en Europe, les opérateurs existants ne ciblant que le *corporate*.

2.1.6 Conclusion : L'exemple londonien tout à fait transposable en France

| Critères | Paris | Londres |
|---|--|---|
| 1. Qualité des infrastructures de marché. Elle influence le coût de conception et de distribution des produits financiers. | Technologie sûre et efficace. | Une des principales faiblesses, même si souvent passée sous silence, est l'insuffisance des infrastructures technologiques. |
| 2. Ouverture à l'international | 473 établissements financiers étrangers sont présents sur la Place de paris (2000) | 550 -//- Londres (2000) |
| 3. Langue | | Avantage d'un langage universellement utilisée dans le domaine financier. |
| 4. Marché de l'assurance <i>takaful</i> | Existence de formes juridiques adaptées à l'offre de produits <i>takaful</i> | Une et bientôt deux compagnies de <i>takaful retail</i> . |
| 5. Marché de la banque de détail « islamique » | Marché de détail potentiellement plus vaste : 6 millions de musulmans français contre 2 au Royaume-Uni; en France, le marché est à créer | Pays d'origine des musulmans britanniques plus enclins aux activités de Finance Islamique |

| Critères | Paris | Londres |
|---|--|---|
| 6. Financement des PME Ce type d'investissement est particulièrement adapté aux produits islamiques. | Relative faiblesse du développement du capital risque par rapport aux pays anglo-saxons | |
| 7. Expérience dans le domaine des produits financiers alternatifs | <i>Core</i> SRI 8,2 milliards d'euros (2006) <i>Broad</i> SRI 13,8 milliards d'euros (2006) | <i>Core</i> SRI 30,5 Milliards d'euros (2006) <i>Broad</i> SRI 781 milliards d'euros (2006) |
| 8. Volonté politique et communication | La France ne fait que commencer à s'ouvrir. Volonté économique et politique + Soutien et pragmatisme des Pouvoirs Publics Mais insuffisance de communication autour de l'ouverture de la France. | Londres s'est ouvert aux institutions financières islamiques depuis les années 1990. L'offre est étoffée en termes d'acteurs et de produits. Londres affiche de grandes ambitions et communique autour des réformes entreprises et de celles à venir. |

2.2 AUTRES PLACES OCCIDENTALES : UN POSITIONNEMENT EN COURS

Hormis le Royaume-Uni, le mouvement d'implantation des institutions financières islamiques en Europe est assez paradoxal, dans la mesure où les principaux établissements s'installent dans des pays où la population musulmane (et donc le besoin de produits à destination de celle-ci) est quasi-inexistante.

Le positionnement des places financières européennes en matière de Finance Islamique repose sur les mêmes avantages comparatifs que pour la Finance Conventionnelle : *private banking* en Suisse, sociétés de gestion à Luxembourg, banques d'investissement à Londres...

2.2.1 Suisse : élargissement des activités de « *private banking* »

Alors que la Suisse gère 20 à 30% des quelques 1 000 milliards d'avoirs de la clientèle musulmane à l'échelle mondiale, les principales banques de gestion ne sont que rarement en mesure de répondre aux attentes spécifiques d'une grande partie de cette clientèle. Cependant, elle conserve ses avantages spécifiques : le savoir-faire, le secret bancaire, ainsi que des liens historiquement forts avec une partie de cette clientèle.

2.2.2 Luxembourg: élargissement des activités d'émission/cotation

Les activités d'émission/cotation de *sukuk* au Luxembourg profitent des mêmes atouts que pour la Finance Conventionnelle :

- la renommée mondiale des fonds luxembourgeois;
- la simplicité du *passporting* : commercialisable dans tous les pays avec le visa luxembourgeois;
- la distribution efficace via des accords de partenariat pour le détail et le placement direct auprès des institutionnels.

En conséquence, le Luxembourg est devenu le principal centre de cotation de *sukuk* en Europe aux côtés de Londres (cf. Graphiques 21 et 22) :

- 14 *sukuk* vifs cotés à Luxembourg, soit un encours de près de 6 000 milliards d'euros : ces titres correspondent à des émissions du Moyen-Orient et de la Malaisie, mais

aussi du *sukuk* émis par le land de Saxe-Anhalt. (Contre 16 *sukuk* cotés à Londres pour un encours d'environ 11 milliards en 2008);

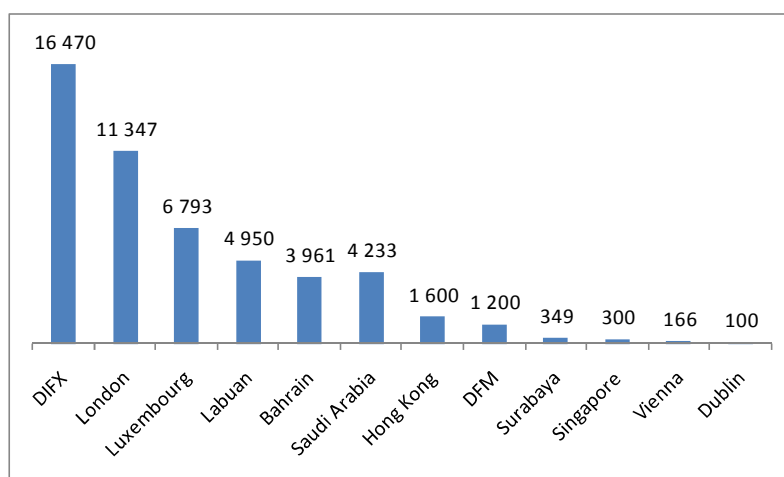
- Les investissements sous-jacents des *sukuk* cotés à la Bourse du Luxembourg sont essentiellement orientés vers le financement de projets d'infrastructure (bâtiments, usines, autoroutes, installations d'aéroport).

Tableau 7 : Comparaison des places de cotation de *sukuk* (2007)

| | Luxembourg stock exchange | London stock exchange | Bahreïn stock exchange | Labuan International financial exchange |
|--|--------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|--|
| Numbers of active <i>sukuk</i> listed | 14 | 14 | 15 | 8 |
| Amounts of active <i>sukuk</i> listed (billions of Euros) | 5,9 | 5 | 1,9 | 2,7 |
| Minimum period of business operation | Not applicable | More than 2 years | More than 2 years | More than 2 years |
| Minimum paid up capital (millions of Euros) | Not applicable | Not applicable | 6,4 | Not applicable |
| Initial fee (euros) | 2 100 | 5 000 | 3 300-8 400 | 8 600 |
| Annual Fee (Euros) | 440-800 | 4 200 | 3 300 | 640 |

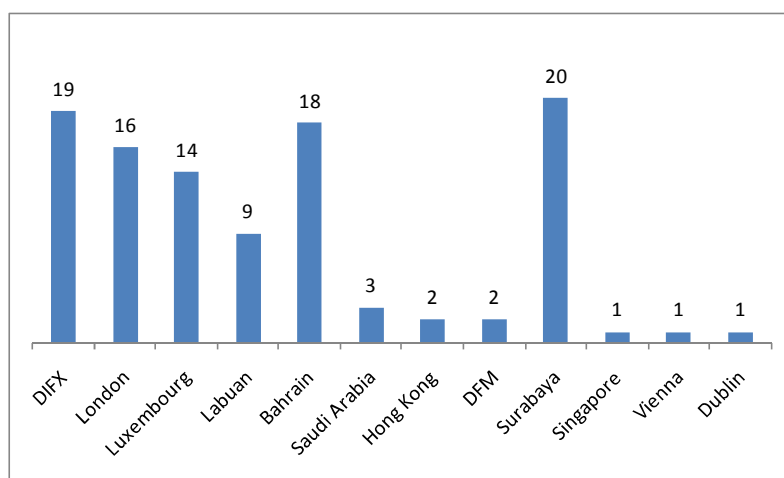
Sources: www.bourse.lu; www.fsa.gov.uk, <http://ifxsys.ifx.com.my>, www.bahrainstock.com

Graphique 21 : Valeur des *sukuk* cotés par place boursière (millions de dollars)



Source: DIFX, Données Février 2008, inclus émissions domestiques et internationales (avec doublons)

Graphique 22 : Nombre de *sukuk* cotés par place boursière



Source: DIFX, Données février 2008, inclus émissions domestiques et internationales (avec doublons)

2.2.3 Autres places occidentales

2.2.3.1 Allemagne: de timides tentatives souvent opérées depuis l'étranger

Le Land allemand de Saxe-Anhalt a été le premier emprunteur souverain non-musulman à solliciter le marché international de la dette islamique en 2004, levant quelques 100 millions d'euros par une émission de *sukuk*. Cette initiative était motivée par la volonté des autorités

d'innover mais, aussi et surtout, de toucher une gamme plus large d'investisseurs. Point significatif, cependant : la cotation de ces titres est organisée via Luxembourg.

Du même, la plupart des grandes banques commerciales allemandes, comme la Deutsche Bank, sont d'ores et déjà présentes sur le marché de la Finance Islamique. Cependant, comme beaucoup d'autres opérateurs continentaux, elles préfèrent opérer depuis Londres et non Francfort.

Enfin, les grands réassureurs allemands, Zurich Re et Hannover Re, proposent des produits *retakaful*, mais la compagnie la plus importante sur ce marché est la FWU, basée à Munich, avec une filiale à Luxembourg.

Le secteur financier allemand est ainsi, en dépit de quelques initiatives timides, encore très peu ouvert aux produits islamiques et les opérateurs ayant acquis quelques compétences dans ce domaine choisissent d'opérer depuis l'étranger, essentiellement les grandes places financières musulmanes et Londres. Un des principaux obstacles évoqués pour expliquer cette situation est la difficulté de rendre conformes les produits financiers islamiques aux standards de *reporting* et de supervision allemands.

2.2.3.2 Pays asiatiques : Japon, Singapour, Hong-Kong

Les économies asiatiques portent un intérêt croissant pour les produits de la Finance Islamique. Leurs motivations sont diverses, même si l'objectif d'attirer les excédents de liquidités du Golfe reste un dénominateur commun.

Le gouvernement du Japon envisage d'envoyer un signal fort envers les investisseurs islamiques en préparant une émission de *sukuk*, pour un montant compris entre 300 millions et 500 millions de dollars, en 2008. La Thaïlande et Singapour lui emboîteront le pas sous peu.

L'autorité monétaire singapourienne a annoncé envisager des initiatives législatives, réglementaires et fiscales afin de permettre un traitement équitable des institutions financières islamiques. Elle a déjà pris des mesures afin d'harmoniser le traitement fiscal des obligations conventionnelles et des *sukuk* et d'éliminer la double taxation sur les financements immobiliers islamiques. Un certain nombre de banques à Singapour ont, d'ores et déjà,

clairement manifesté leur intérêt pour ce marché et, en Mai 2007, a été créée la première banque islamique à Singapour (Islamic bank of Asia, filiale de DBS Bank).

De son côté, Hong-Kong entend se positionner comme intermédiaire entre le monde musulman et la Chine, en particulier dans le domaine du financement de projets. En Novembre 2007, la Securities and Futures Commission de Hong-Kong a autorisé le lancement du premier fonds d'investissement islamique (Hang Seng Islamic China Index Fund) ouvert aux clients particuliers. En Janvier 2008, l'Autorité Monétaire de Hong-Kong a annoncé son intention de postuler pour devenir membre de l'IFSB (Islamic Financial Services Board).

2.3 FORCES ET FAIBLESSES DE LA FRANCE

Face à une concurrence européenne, et surtout britannique, qui se dynamise, comment est positionnée la Place Financière de Paris pour accueillir des produits islamiques ? Le marché financier français dispose en réalité de nombreux atouts, valables autant pour la Finance Islamique que pour la finance conventionnelle. Par ailleurs, il n'existe aucun véritable obstacle juridique ou institutionnel à l'ouverture du marché français à ce type de produits. Au contraire, il existe de nombreux points de convergence entre les principes de la Charia et l'esprit du droit français.

Cet optimisme doit, toutefois, être nuancé. Il existe un certain nombre de handicaps qui pourraient empêcher Paris de tirer pleinement profit de ce nouveau marché. Aux autorités compétentes d'en faire l'inventaire et d'engager les initiatives qui permettraient à la France de s'imposer face à ses concurrents.

2.3.1 Les atouts classiques du marché financier français par rapport à Londres et aux autres places occidentales

La Place Financière de Paris possède un certain nombre d'avantages incontestables, mais probablement insuffisamment mis en valeur :

- Liquidité;
- Abondance d'OPCVM : positionnement fort de Paris sur le marché de la gestion d'actifs;

- Nombre important d'entreprises étrangères implantées sur Paris;
- Professionnalisme / Formation;
- Les relations privilégiées avec les pays arabes : ainsi, dans les années 1980, trois des cinq banques consortiales arabo-occidentales de la zone OCDE étaient situées à Paris (cf. Tableau 8)

Tableau 8 : Répartition géographique des banques consortiales arabo-occidentales situées dans la zone OCDE dans les années 1980

| Paris | Londres | Bruxelles | New York |
|------------------|---------|-----------|---------------|
| UBAF, BAIL, FRAB | SIB | EAB | American Bank |

Au-delà de ces atouts d'ordre général, quelques spécificités de la France (pas toujours identifiées comme avantages), pourraient avoir un impact significatif sur son attractivité pour les investisseurs islamiques :

- L'importance du réseau mutualiste dans la banque, mais surtout, dans l'assurance : une expertise qui rendra le modèle de l'assurance islamique plus facilement transposable;
- Un marché immobilier structuré : Les principaux fonds islamiques du Golfe (Gulf Finance House, Qatar Islamic Bank, Barwa Real Estate ou Quinvest) sont déjà propriétaires de bureaux, situés pour la plupart en banlieue parisienne, dont ils ont financé l'acquisition par un montage islamique. Ce patrimoine est évalué à 3 milliards d'euros, d'après le cabinet d'avocats Backer & McKenzie;
- Un tissu dense de PME/PMI : en effet, les fonds islamiques sont très friands d'investissements en *private equity*, car facilement convertibles en investissement *shariah compliant* (réduction de l'endettement, sortie des pans d'activités contraires aux principes de l'Islam). De plus, la transparence des PME/PMI européennes, et françaises, est plus forte que celle des petites entreprises dans les pays du Moyen-Orient.

2.3.2 Un cadre réglementaire déjà propice au développement de la Finance Islamique

2.3.2.1 Points de convergence entre les principes de la Charia et l'esprit du droit français :

Le droit français est déjà assez largement adapté à la Finance Islamique et on peut aisément retrouver des correspondances claires entre les instruments islamiques et des mécanismes juridiques français :

- vente à tempérament;
- régime du marchand de biens (contrat financier d'achat-vente incluant un surpris);
- le crédit-bail correspond au mécanisme de *l'ijara* (location-vente, leasing);
- la fiducie comme élément de support aux émissions de *sukuk*;
- le prêt participatif qui se rapproche des opérations de *moucharakah* (dans le cadre de financements de projets);
- les OPCVM, OPCI, options de titrisation pour les opérations de *mouradabah*.

Gilles Saint Marc, avocat associé chez Gide Loyrette Nouel, a exposé de manière claire et concise les similarités de la Charia et du droit français lors des *Tables rondes organisées par la Commission des Finances du Sénat* le 14 Mai 2008 :

Tableau 9 : Similarités des principes de la Charia et du droit français

| Principes de la Charia | Principes de droit français |
|---|--|
| Prohibition du <i>riba</i> La Finance Islamique n'autorise pas une rémunération fixée en fonction du seul écoulement du temps. | Prohibition de l'usure (C. Conso., art. L. 313-3 ; CMF, art. L; 313-5 ; applicable aux professionnels et personnes morales jusqu'en 2003/2005) ; Prohibition de la rémunération des comptes de dépôt jusqu'à l'arrêté du 8 Mars 2005. |

| Principes de la Charia | Principes de droit français |
|---|---|
| <p>Prohibition du <i>gharar</i>, du <i>maysir</i></p> <p>La Finance Islamique n'autorise pas la spéculation et les situations d'incertitude.</p> | <p>Encadrement du jeu (nota. C. civ., art. 1965);</p> <p>Ouverture récente des marchés à termes (cf. lois sur les marchés à terme du 28 mars 1885 et du 31 Décembre 1987).</p> <p>Exigence d'avoir un objet déterminé ou déterminable (C. Civ., art.1129)</p> |
| <p>Activités <i>haram</i></p> <p>La Finance Islamique n'autorise pas l'investissement dans certains secteurs (armement, alcool, pornographie...).</p> | <p>Protection de l'ordre public et des bonnes mœurs (C. civ., art. 6).</p> |
| <p>Partage des profits et des pertes</p> | <p>Obligation de partage des profits et des pertes en droit des sociétés (C.civ., art. 1844-1).</p> <p>Régime des prêts participatifs (CMF, art. L. 313-13 s.).</p> <p>Régime des titres participatifs (C. com., art. L. 228-37) et des obligations participatives (C. com., art. L. 228-97).</p> |
| <p><i>Asset-backing</i></p> <p>La Finance Islamique contraint à adosser tout financement à un actif tangible.</p> | <p>Parts de FCC représentatives d'une copropriété sur les créances sous-jacentes.</p> |
| <p>Non pénalisation de l'emprunteur : pas de pénalités en cas de retard ou défaut (sauf mauvaise foi)</p> | <p>Délai de grâce et « clause pénale »</p> |

Certaines dispositions du cadre réglementaire français sont propices au développement des produits financiers islamiques :

- en matière de financement d'actifs ou de projets : le régime du marchand de biens en matière immobilière (pour les opérations *mourabaha*) ; le régime de crédit bail (pour celles d'*ijara*) ; la fiducie ; le droit des partenariats public-privé;
- en matière de financement de l'activité générale : les prêts participatifs;
- en matière d'émission de *sukuk* : l'existence de titres participatifs permet d'associer l'investisseur plus étroitement au projet financé ; il est également possible, dans le cadre de la loi française, d'indexer la rémunération des porteurs d'obligations sur les performances économiques de l'émetteur;
- en matière d'assurance : possibilité de sélectionner des actifs *halal*²⁰, existence de mutuelles à cotisations variables.

2.3.2.2 Premières avancées

Compte tenu de ces constats, il nous semble évident que, dans certains domaines, seules quelques initiatives mineures sont nécessaires pour promouvoir la Finance Islamique en France. Il en est ainsi de la création d'organismes de placements collectifs islamiques qui n'exige, *a priori*, aucun aménagement spécifique du droit français. Dans une note du 17 Juin 2007, l'Autorité des Marchés Financiers précise les critères nécessaires à la création de ce type de produits de placement. Cette note ne contient aucune disposition innovante, mais précise simplement un certain nombre de conditions que tout fonds de gestion collective (qu'il soit islamique ou non) doit respecter :

- préservation de l'autonomie de la gestion de la société;
- réalité de l'intervention de la société (eu égard au *Shariah Board*);
- respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur;
- respect des règles propres aux stratégies de gestion indicelle.

Dans d'autres situations, l'introduction de produits islamiques nécessite un certain nombre de clarifications. En vue d'une éventuelle émission de *sukuk*, l'AMF a ainsi précisé les

²⁰ Si aujourd'hui, il existe des obstacles à la création de compagnies *takaful* en France, ce n'est pas le droit français qui est en cause. La principale difficulté, sur laquelle on reviendra, est l'insuffisance d'actifs sous-jacents *halal* qui pourraient être admis en représentation des engagements réglementés.

conditions d'émissions d'obligations islamiques et leur traitement juridique (titre de dette et non de capital), conformément aux dispositions prévues par le Règlement Européen²¹.

2.3.3 Faiblesses relatives de la place de Paris

2.3.3.1 Facteurs linguistiques et culturels

La langue anglaise est universellement acceptée dans les économies du Proche et Moyen Orient et d'Asie de Sud-Est comme langue des affaires et le droit anglo-saxon est, pour l'instant du moins, généralement utilisé pour structurer des opérations financières islamiques internationales. Certes, ce n'est plus un vrai problème pour la Place de Paris, la langue anglaise étant couramment pratiquée dans le milieu des affaires en France. Il n'en reste pas moins que la prédominance de la culture anglo-saxonne (langue et tradition juridique) dans le monde des affaires en général, et dans le domaine de la Finance Islamique en particulier, reste perçue comme un avantage pour les opérateurs anglo-saxons et handicapante pour les pays comme la France.

2.3.3.2 Absence d'indice islamique

Le marché français ne possède pas encore son propre indice islamique, contrairement aux places de New-York, Londres, Koweït, Bahreïn ou Genève.

Pourtant les premiers indices de cotation respectueux des principes de la Charia ont été créés il y a plus de 10 ans. Il en est ainsi du Dar Al-Maal Al-Islami (DMI) 150 Index, créé par Faisal Finance (Switzerland), le 14 Avril 1998 et du premier indice islamique de cotation globale, le SAMI (Socially Aware Muslim Index), lancé en Novembre 1998 par Klain Maus & Shrine (Etats-Unis).

En 1999, deux autres indices ont été mis en place :

- le DJIM (Dow Jones Islamic Market Index) à Bahreïn qui comprend 2 700 entreprises, majoritairement du Dow Jones, donc l'activité est compatible avec les règles de la Charia.

²¹ Note de l'AMF du 2 Juillet 2008.

- Le GIIS (Global Islamic Index Series) du Financial Times Stock Exchange International, reflète l'évolution de plus de 1 000 entreprises, principalement dans les pays industrialisés, qui sont compatibles avec la Charia.

Depuis les années 2000, les initiatives dans ce domaine se multiplient. En 2006, le Dow Jones Index et le groupe SAM (Sustainable Asset Management) ont lancé ensemble le Dow Jones Islamic Sustainability Index qui mêle des critères de sélection extra-financiers tirés à la fois de la philosophie de l'Islam et de celle du Développement Durable (preuve s'il en faut de la convergence entre ces deux approches de gestion financière). Standard and Poor's a lancé également toute une série d'indices, les S&P Sharia Indices, dans différents pays du Golfe.

Compte tenu de l'importance des investissements en actions pour les acteurs financiers islamiques, l'absence, à ce jour, d'indice islamique propre à la Place de Paris pourrait s'avérer un inconvénient important aux yeux de ces mêmes investisseurs.

2.3.3.3 Manque de lisibilité de l'offre française

Si la Place Financière de Paris commence à peine à s'ouvrir aux investisseurs et aux produits islamiques, certaines des grandes banques françaises sont, d'ores et déjà, bien positionnées sur ce marché et renforcent leur présence dans les pays du Golfe. Elles y offrent des prestations ciblées aux entreprises et aux investisseurs dans le domaine de la banque commerciale, du financement de projets et, de plus en plus, de la banque de marché et de la gestion d'actifs. Certaines d'entre elles (Calyon, BNP Paribas, SG) ont créé des équipes dédiées à la Finance Islamique qui structurent et distribuent des produits financiers conformes aux principes de la Charia.

La BNP Paribas y est particulièrement active. Dans le classement 2007 des institutions financières islamiques établi par The Banker, c'est même la première banque au monde en Finance Islamique en termes de profits ! Parmi ces projets dans ce domaine, on peut citer l'émission en 2007 de *sukuk* d'un montant de 650 millions de dollars pour le groupe familial Saad Trading Contracting and Financial Services Company (STCFSC), en Arabie Saoudite.

Progressivement, les deux majors français, BNP Paribas et la Société Générale, se sont lancés dans la commercialisation de produits *shariah compliant* (OPCVM, *trackers*, etc.) en France.

Ainsi, SGAM AI a lancé à la Réunion deux titres *shariah compliant* :

- SGAM AI Baraka Titre : une OPCVM actions composée d'un actif risqué basé sur une sélection de valeurs du Dow Jones Islamic Market World Index, et d'actifs non risqués (*mourabahas*);
- SGAM Al Shariah Liquidité, titre de créance dont la gestion est basée sur le principe de la *mourabaha*.

Cependant, ces initiatives nationales, aussi symboliques soient elles, restent encore marginales et, surtout, mal connues, par rapport aux activités *shariah compliant*, que les banques françaises mènent à l'étranger, au Proche et Moyen Orient mais aussi à Londres.

2.3.3.4 Assurance : la limitation de la couverture de certains risques

L'étude des possibilités de développement de produits d'assurance *takaful* identifie deux types de problèmes sur le marché français. Un problème d'absence de demande tout d'abord. En effet, les produits *takaful* sont essentiellement destinés aux particuliers et, à l'heure actuelle, il est impossible d'identifier et de quantifier le potentiel de demande de la part des musulmans français pour ce type de produits. Par ailleurs, on n'observe pas une fuite de clientèle vers des pays limitrophes (où l'assurance *takaful* existe déjà).

Mais le développement de l'assurance islamique doit faire face aussi à un certain nombre de problèmes de côté de l'offre:

- L'insuffisance de produits de placement éligibles pour les compagnies *takaful*. Le produit *halal* par excellence est l'immobilier. Or, en France, sa part dans les actifs des assureurs est limitée à 40%. Cela va contraindre tout assureur *takaful* français à se tourner vers les investissements en valeurs mobilières. Ainsi, la principale difficulté à surmonter pour favoriser la création de compagnies *takaful* est de créer une offre de valeurs mobilières suffisamment diversifiées (pour se conformer au Code des Assurances).
- En matière d'assurance dommage : comme on a déjà eu l'opportunité de le constater, l'organisation juridique des compagnies *takaful* répond à des impératifs spécifiques et diffère donc de celle des assureurs « conventionnels ». Certes, il existe en France certaines formes juridiques qui permettent de répondre à l'impératif de partage des profits et des pertes, comme les mutuelles à cotisations variables. Néanmoins, pour les autres opérateurs, le problème reste entier.

- Les risques couverts par les polices d'assurance ne doivent pas contredire les préceptes éthiques de l'Islam. Or, le droit français des assurances impose nécessairement la couverture de certains risques *haram* dans la mesure où seule la faute intentionnelle ne peut pas être couverte par une entreprise d'assurance.

2.3.3.5 Frottement fiscaux et réglementaires

Si le cadre réglementaire français correspond à l'esprit général de principes de la Charia, certains dispositifs ne sont pas, en l'état, utilisables pour encadrer efficacement l'offre de produits islamiques. Ils impliquent notamment des surcoûts lors de la structuration de certains produits islamiques, comme par exemple multiplication des frais d'enregistrement dans les opérations basées sur la *mourabaha* ou *l'ijarah*. Ils peuvent entraîner également des coûts indirects qui peuvent décourager des clients potentiels. Ainsi, la nature de la rémunération du porteur dans les montages financiers islamiques n'est pas, par nature, un intérêt et donc, en théorie, n'est pas déductible pour l'émetteur, contrairement aux emprunts classiques.

La spécificité de certaines opérations islamiques (qui génèrent notamment une double, voire triple, transmission de propriété) demanderait donc un certain nombre d'aménagements législatifs afin de permettre une concurrence loyale entre les institutions islamiques et conventionnelles. Toutefois, ces frottements fiscaux ne sont pas spécifiques à la France, et, comme on le verra, peuvent être évités au prix d'un petit nombre d'aménagements dans le cadre réglementaire.

3 PROPOSITIONS ET OPPORTUNITES POUR LA PLACE DE PARIS

Ce chapitre présente quelques propositions indispensables pour saisir les opportunités liées à l'explosion de la Finance Islamique.²² Les principaux objectifs autour desquels s'articulent nos recommandations sont :

- favoriser le positionnement des banques et sociétés financières françaises en France et à l'étranger sur le marché de la Finance Islamique;
- bénéficier d'un apport de liquidités et dynamiser le marché financier français en accueillant les acteurs étrangers de la Finance Islamique sur la place de Paris;
- bénéficier des externalités positives d'une ouverture à la Finance Islamique pour améliorer le cadre réglementaire et juridique français, le système d'enseignement supérieur, l'image de la place de Paris etc.

Avant d'aborder les différentes propositions, mettons en exergue quelques erreurs à ne pas commettre :

- Rester à « l'écart du mouvement ». D'abord et avant tout, il ne faut pas oublier que l'équilibre mondial entre l'investissement et l'épargne a basculé au cours des trente dernières années au profit des pays émergents, dont les grands pays musulmans. Par ailleurs, les marchés domestiques de ces pays étant incapables d'absorber le surplus de liquidités, cette épargne (qui s'investit, en partie, selon les principes islamiques) « s'exporte » et pourrait constituer un soutien considérable au vu de la détresse actuelle des systèmes financiers des pays industrialisés.
- Être protectionniste. L'ouverture du marché français à des nouveaux acteurs et de nouveaux produits serait bénéfique pour les opérateurs français : en matière de transfert de savoir-faire et de technologies, mais également en réduisant les coûts du développement de ce nouveau marché. De plus, de nombreux projets nécessiteront des structures à capitaux croisés français et étrangers. Enfin, la communication et les symboles sont des éléments clé dans l'ouverture du marché français à la Finance Islamique et des mesures protectionnistes seraient très dommageables à l'essor de cette industrie.

²² Cf. note 1

- Créer un « ghetto ». Comme cela a déjà été souligné dans ce rapport, les produits islamiques ne sont pas destinés exclusivement à une clientèle musulmane. Ils participent au même mouvement d'ouverture de la finance à des critères extra-financiers que les produits ISR, « chrétiens », « écologiques », etc. C'est donc aux Pouvoirs Publics d'harmoniser leurs efforts pour ouvrir le marché français aux produits *shariah compliant* mais également pour éviter toute dérive communautariste et tout détournement inapproprié des principes de la Finance Islamique. Un bon exemple, dans ce domaine, est la note AMF du 17 Juin 2008 qui affirme la possibilité d'inclure des critères extra-financiers dans les décisions d'investissement, mais exclut toute forme de discrimination religieuse. On peut renoncer à investir dans une société qui transgresse l'interdiction du *riba*, mais on ne peut refuser un client en raison de sa confession.
- Laisser les banques françaises gérer cette activité exclusivement à partir de Londres ou du Golfe. Cela peut être plus coûteux, à la fois pour les établissements de crédit et pour leur clients, et cela nuit au développement de la place financière de Paris.
- Négliger le volet communication. La communication doit être au cœur de la stratégie de la place de Paris dans son ouverture à la Finance Islamique. On a souligné à plusieurs reprises les atouts incontestables de la France dans ce domaine. Reste, pourtant, à faire connaître ces atouts et à affirmer la volonté de la France d'aller plus loin. Le « faire savoir » est parfois aussi important que le « savoir faire ». Les acteurs de ce marché ont besoin de signaux forts indiquant le changement de position de la France. Dans ce domaine, la France a au moins autant d'avantages que les autres places occidentales, mais il lui manque de la visibilité.

Le passage en revue de principales forces et faiblesses de la France nous a permis de cerner un petit nombre de réformes, dix tout au plus, indispensables pour favoriser le développement de la Finance Islamique.

3.1 UN IMPORTANT EFFORT DE COMMUNICATION DE LA PART DE LA PLACE FINANCIERE DE PARIS EN DIRECTION DES PAYS OU LA FINANCE ISLAMIQUE SE DEVELOPPE LE PLUS RAPIDEMENT

« Nous adapterons notre environnement juridique pour que la stabilité et l'innovation de notre place financière puisse bénéficier à la Finance Islamique et rendre ses activités aussi bienvenues à Paris qu'elles le sont à Londres et sur d'autres places », Christine Lagarde, 02/07/08.

La communication est un élément clé de l'ouverture de la France à la Finance Islamique. La bataille de la Finance Islamique se jouera sur plusieurs plans : de l'information à l'« éducation » en passant par les aménagements législatifs. Mais les recommandations dans tous ces domaines ne suffisent pas en elles-mêmes. Aucune réforme, aussi poussée soit-elle, n'aura de véritable impact si elle n'est pas accompagnée d'une politique de communication ambitieuse.

Un positionnement fort de la Place de Paris sur ce sujet profitera également aux établissements français qui opèrent dans le Golfe et dont l'image souffre, aujourd'hui, des réticences exprimées par certains vis-à-vis d'une ouverture de la France à la Finance Islamique

Concrètement, il faut développer la promotion internationale de la Place financière de Paris, notamment en matière de Finance Islamique, à travers les actions de Paris EUROPLACE qui constitue l'instance privilégiée pour ce type d'actions, en y apportant les financements nécessaires et avec l'appui de l'AFII (Invest in France Agency) et des organismes de promotion de la Ville de Paris et de la région Ile-de-France.

Le contexte du lancement de l'Union Pour la Méditerranée (UPM) est également une opportunité unique pour la France. La Finance Islamique pourrait-elle devenir un axe de l'UPM, plaçant ainsi la France au cœur du développement de cette industrie en France, dans l'Union Européenne, et au Maghreb ?

Un élément majeur de la politique de communication réside en la multiplication de forums et séminaires sur le sujet. La FBF et la FFSA pourraient également être initiatrices et animatrices de conférences.

Par ailleurs, au-delà de la communication envers les pays arabes visant à casser certains clichés d'une France islamophobe, l'éducation du marché français est également à faire :

- pour les acteurs du marché financier français;
- pour les clients potentiels en France;
- pour les clients de finance classique afin de faire accepter la coexistence d'activités classiques et islamiques au sein des banques ayant une *islamic windows*.

3.2 UN ENCOURAGEMENT DONNE A L'IMPLANTATION D'UNE OU PLUSIEURS INSTITUTIONS FINANCIERES ISLAMIQUES EN FRANCE

Le développement du marché de la Finance Islamique en France passe également par l'ouverture du marché français aux institutions financières islamiques, banques mais également assureurs et autres investisseurs institutionnels. L'agrément d'une banque islamique en France nous paraît essentiel si la place financière de Paris souhaite envoyer des signaux forts et clairs vers les investisseurs du Proche et Moyen Orient. Cette initiative exigera, certes, de trouver des partenariats indispensables avec des opérateurs français ainsi que d'organiser une réflexion autour des modalités concrètes de l'opération, comme par exemple la position d'un tel type d'établissement vis-à-vis du système de garantie des dépôts. Mais les retombées positives d'une telle démarche compenseront de loin les efforts mobilisés par les opérateurs concernés. Ainsi, parmi les avantages d'une telle ouverture du marché français, il faut citer le transfert de compétences pour les banques françaises ainsi que la création / mise en évidence de la demande. Les partenariats avec des établissements étrangers pourraient également être bénéfiques dans le domaine du financement de projets.

Parmi les domaines qui sont susceptibles d'intéresser les banques islamiques :

- Les Partenariats Public-Privé pour les programmes d'investissements publics : privatisations, infrastructures, projets « Campus universitaire » et autres. C'est en identifiant des projets à financer et en mettant en place des procédures de contrôle bancaire adaptées aux mécanismes islamiques que l'on attirera des investissements. Une mission de réflexion pourrait être confiée dans ce domaine à la Caisse des Dépôts et Consignations;
- L'immobilier : projets immobiliers avec *cash-flows* sur loyers (à l'image du *sukuk* émis par le Land de Basse-Saxe sur son parc immobilier) ;

- Le *private equity* : il est possible d'envisager un ou plusieurs Road Shows « Capital-risque » dans le Golfe. Certains fonds investissent déjà sur les entreprises françaises, et pas uniquement sur les grosses capitalisations : les fonds Allianz *sharia compliant* intègrent les *small & midcap* françaises. Mais ces fonds sont cotés à Luxembourg et vendus en Malaisie tant qu'il n'y a pas de communication sur une offre possible en France.
- Une opportunité d'activité pour la Finance Islamique en France : le lancement d'un fonds islamique alimenté par la *zakat* et destiné au financement de mosquées ? Il existe une demande des musulmans français de transparence dans la gestion de la *zakat*. Par ailleurs; il existe un besoin de financement des lieux de culte et il existe un problème en France dans les sources de financement des mosquées, liées aux intérêts des pays d'origine des fonds. Peu de banques centrales ont mis en place aujourd'hui de tels mécanismes de contrôle (Kuala-Lumpur, Bahreïn, Dubaï). Il y a, peut-être, une piste à creuser avec Bahreïn ou Beyrouth.

3.3 LA CREATION D'UN INDICE BOURSIER ISLAMIQUE PAR NYSE EURONEXT

La création d'un indice islamique sur Euronext présente des avantages dans divers domaines :

- Avantage industriel : développement du marché d'actifs éligibles pour les institutions financières islamiques. En France, pour l'instant, le seul marché potentiellement éligible est le marché de l'immobilier. Or, les assureurs sont limités dans leur capacité de détenir des actifs immobiliers (40% de leurs actifs).
- Avantage économique : facilité pour les suiveurs et baisse du coût d'entrée des OPCVM sur indice;
- Avantage commercial : réponse au besoin de communication et de marketing des sociétés de gestion.

Par ailleurs, peu d'entreprises françaises font partie des indices islamiques existants. Le *screening* de ces indices ne retient que les plus grandes capitalisations françaises. Euronext pourrait développer un indice mettant en valeur les *small et midcap* françaises.

3.4 LE DEVELOPPEMENT ACCELERE DE FORMATIONS EN MATIERE DE FINANCE ISLAMIQUE, EN PARTENARIAT AVEC DES STRUCTURES EXISTANT DANS LES PAYS MUSULMANS

Les innovations financières dans le domaine de la Finance Islamique, pour les acteurs français de la banque de financement et d'investissement, de la gestion d'actifs, de l'assurance, nécessitent le développement de compétences dans ces domaines. On a d'ores et déjà mis en lumière les problèmes d'insuffisance de capital humain qui touchent l'ensemble de l'industrie financière islamique. C'est donc une opportunité que Paris peut saisir dans ce domaine. Car, autant les investisseurs du Golfe regardent vers l'Est et l'Asie pour les opportunités d'investissement, autant elles recherchent les compétences à l'Ouest, où sont situées les meilleures formations en finance.

Plusieurs actions sont à entreprendre dans ce sens en France :

- Créer une chaire de Finance Islamique à Paris (éventuellement en coopération avec d'autres universités déjà en pointe sur le sujet).
- Développer les formations supérieures existantes en France (Caen, Strasbourg, Bordeaux, etc.) et leur donner une véritable visibilité internationale, par exemple en communiquant sur la constitution d'un « pôle campus » Finance Islamique à l'image de ceux de Londres, Beyrouth, Hong-Kong et bientôt Singapour. Ou en multipliant les projets de Masters dédiés à la Finance Islamique, à l'image du Master Finance Islamique de l'École de management de Strasbourg, créé en 2008.
- Développer des passerelles avec les formations initiales dans les pays du Golfe et de l'Extrême Orient. (Filiale de l'IEP ou un autre établissement d'enseignement supérieur à forte visibilité dans le Golfe? Classes préparatoires dans les pays du Golfe?).
- Créer des formations ciblées pour les professionnels, notamment pour la gestion des risques spécifiques aux activités de Finance Islamique : ce sont ces formations ciblées pour les banquiers qui sont les plus demandées et les plus « rentables ». Paris Europlace dont le savoir faire en matière de développement du lien entre universités et secteur financier est illustré par la création de l'Institut Europlace de Finance, peut jouer un rôle important dans ce domaine.

- Multiplier les séminaires universitaires du type de ceux organisés par le Master 222 « Gestion d'actifs » de l'Université Paris-Dauphine ou par l'École de management de Strasbourg.
- Financer la recherche et les publications sur le sujet.

3.5 LA CREATION, AU SEIN DE NYSE EURONEXT D'UN COMPARTIMENT DEDIE AUX SUKUK SUIVIE D'UNE OU PLUSIEURS EMISSIONS PRIVEES DE SUKUK

Un rapport de Standard & Poor's met en évidence la perte de vitesse du dollar sur le marché des *sukuk* : sur les huit premiers mois de 2008, seuls 13,3% des émissions ont été libellées en dollars. Ce pourcentage est loin des 41,8% de 2007 et des 85% en 2002. La volonté des émetteurs de Golfe et d'Extrême Orient de limiter leur exposition au dollar est une opportunité à saisir pour les émetteurs en euros.

L'émission de *sukuk* en France est, désormais, possible (note AMF du Juillet 2008), au prix de quelques améliorations du régime de la fiducie. Reste à créer un segment dédié à l'émission et à la cotation de *sukuk* au sein de NYSE Euronext.

Afin de favoriser le positionnement des acteurs français sur ce marché, plus que des réformes réglementaires, il paraît nécessaire que les autorités publiques envoient des signaux clairs vers les émetteurs et investisseurs potentiels. Une émission de *sukuk* de la part de l'État pourrait avoir, dans ce domaine, une forte valeur symbolique. Mais une telle initiative présente de nombreux inconvénients. En effet, l'émission de dette publique est peu adaptée aux exigences des fonds islamiques. L'utilisation de la dette publique n'est pas transparente pour les investisseurs, et inclut des activités non *shariah compliant* (armement, etc.). Ce type de financement est, par ailleurs, plus coûteux pour l'Etat.

En revanche, il est possible d'encourager des initiatives de certaines collectivités locales dans ce domaine.

3.6 LE DEVELOPPEMENT DE LA COLLECTE DE L'EPARGNE DES RESIDENTS MUSULMANS EN FRANCE

Le positionnement sur le marché de la Finance Islamique étant récent en Europe, il est difficile d'évaluer ce que chaque place financière y a déjà gagné. Par contre, il est possible d'envisager ce que les acteurs français vont perdre en restant à l'écart :

- Avec le passeport européen sur la liberté d'installation, les banques islamiques ou conventionnelles du Royaume-Uni pourraient s'établir en France, pour faire du *retail* ou de la banque d'investissement.
- De même, les banques islamiques pourraient ouvrir des filiales en France à destination des résidents musulmans en France.

Certes, le développement de la banque islamique de détail en France n'est pas l'objet de ce rapport. Néanmoins, la banque de détail à destination de la population des RME (Résidents Musulmans à l'Etranger) constitue une opportunité importante pour les banques françaises. Il existe un potentiel de demande bien réel pour ce type de produits en France : à destination des musulmans d'origine française et des résidents étrangers musulmans en France. Par ailleurs, les banques françaises ont les moyens de s'imposer sur ce marché, en partie grâce au savoir-faire acquis dans ce domaine via leurs filiales au Maghreb et au Moyen-Orient.

Deux principaux produits seraient à développer dans la banque de détail :

- financement immobilier/hypothécaire islamique : qui peut prendre la forme d'une *mourabaha* ou d'une *ijara* ;
- dépôts bancaires rémunérés : basés sur le principe participatif de la *moudarabah*.

L'introduction de produits islamiques sur le marché de la banque de détail en France permettrait de :

- Proposer des crédits immobiliers à destination des six millions de musulmans français.
- Créer des effets d'entraînement sur l'ensemble des activités de banque de détail avec une politique de communication efficace auprès de la clientèle musulmane.
- Renforcer les arguments commerciaux des banques françaises pour attirer les fonds arabes sur les autres activités : immobilier, *private equity*, etc.

Le cadre réglementaire existant est propice et globalement adapté pour la création et la distribution de ces produits. Par ailleurs, certaines réformes déjà proposées (comme l'aménagement de la fiducie) ou déjà mises en place (autorisation de la rémunération des dépôts) vont dans le bon sens. Deux grandes questions restent ouvertes :

- Y a-t-il un conflit entre la possibilité donnée au prêteur de réaliser l'hypothèque et le principe d'équité qui sous-tend toutes les opérations *shariah compliant* ?
- Quel est le statut des dépôts islamiques vis-à-vis de l'assurance des dépôts (conflit entre l'assurance des dépôts et l'esprit de *profit and risk sharing*) ?

Par delà ces problèmes juridiques, le manque de statistiques sur le nombre de musulmans, et sur leur sensibilité à l'argument *shariah compliant* dans le domaine de la finance rend difficile toute évaluation du potentiel de développement de ces produits en France. Une telle étude du marché devrait, en plus, tenir compte des particularités de la population musulmane en France, notamment du poids des résidents étrangers en France. Ainsi, afin de mieux adapter l'offre de produits financiers (y compris produits islamiques) aux besoins de ces populations, il faut :

- Tenir compte des différentes générations : leurs besoins en matière de services bancaires diffèrent, les services de transfert d'argent vers le pays d'origine étant très importants pour les premières générations d'immigrés.
- Former des petites équipes spécialisées.
- Offrir des produits et des *packages* adaptés.

Le développement du marché de la banque de détail pourrait servir d'appui pour les banques françaises qui souhaitent développer ce type d'activité à l'étranger. A l'heure actuelle, en dehors de quelques pays du Golfe persique, le marché de la banque de détail islamique n'intéresse pratiquement pas les établissements français. Ainsi, les banques islamiques venant du Moyen-Orient s'installent au Maghreb (3 nouveaux agréments en Algérie en 2008), alors que les banques françaises qui y sont installées depuis longtemps n'ont pas d'*islamic windows*. Leur offre dans cette région est principalement adressée aux grandes entreprises, alors que leurs concurrents islamiques ont déjà commencé à explorer le marché des particuliers.

3.7 LA SUPPRESSION DE LA DOUBLE TAXATION EN MATIERE DE PUBLICITE FONCIERE ET DE DROITS D'ENREGISTREMENT DANS LE CADRE D'OPERATIONS D'ACHAT-REVENTE SANS INTENTION SPECULATIVE

Avant d'introduire les indispensables réformes du cadre juridique, réglementaire et fiscal, il est essentiel de rappeler deux idées fortes qui se sont imposées à la lecture des nombreuses publications sur le sujet et que nous avons, d'ores et déjà, évoquées :

- Le droit français est déjà assez largement adapté à la Finance Islamique.
- Les progrès à réaliser dans ce domaine feront progresser le droit français.

Les aménagements à prévoir dans le cadre juridique et fiscal français font l'objet d'étude de la part de la Commission « Finance Islamique » du Comité de Droit Financier de Paris Europlace et de divers cabinets d'avocats, études dont notre rapport reprend à son compte les principales conclusions. Les paragraphes 3.7, 3.8 et 3.9 ci-dessous reprennent très largement les propositions faites par la Commission « Finance Islamique » de Paris Europlace. Par ailleurs, dans le prolongement des travaux de Paris Europlace, la DGTPE du Ministère des Finances a mis en place un groupe de travail sur ce sujet.

Suppression de la double taxation

Il faut créer un régime *ad hoc* de l'achat/revente lorsque la revente n'est pas effectuée avec une intention spéculative (financements islamiques, mais aussi portages dans le cadre d'opérations de restructuration du logement social ou de renouvellement immobilier urbain). Ce régime prévoirait le paiement une seule fois de la taxe de publicité foncière et des droits d'enregistrement dans le cadre d'opérations d'achat-revente sans intention spéculative.

Il conviendrait de :

- circonscrire le bénéfice de ce régime aux seules personnes morales;
- appliquer l'exonération sur les droits de mutation au sens large (les droits d'enregistrement, les diverses taxes applicables dans le régime de TVA, etc.);
- étendre les dispositions du 2 de l'article 257.7 CGI afin de permettre à un marchand de biens de revendre en TVA un immeuble acquis en TVA.

Par ailleurs, il serait souhaitable que soit confirmée, tant en matière de TVA ou droits de mutation que d'impôt sur les sociétés, la neutralité de la mise en place du contrat du crédit-vendeur. En effet, dans ce type de montages, pour des raisons de *shariah compliance*, la rémunération perçue par le SPV au titre du différé de paiement consenti à l'investisseur islamique doit en principe être affichée comme un profit prédéterminé, et non comme un intérêt courant sur le montant du crédit-vendeur. En matière d'impôt sur les sociétés, une éventuelle imposition immédiate du SPV au titre de la revente sur le profit correspondant à cette rémunération prédéterminée, mais qui économiquement correspond bel et bien à un taux d'intérêt à taux fixe, romprait l'équilibre financier du schéma de *mourabaha* en générant un décaissement d'impôt immédiat.

3.8 LA REFORME DE LA REGLEMENTATION CONCERNANT LA FIDUCIE

Une réforme de la réglementation concernant la fiducie est un préalable incontournable à toute opération d'émission de *sukuk* en France. En effet, les normes posées par l'AAOIFI en matière de *sukuk* requièrent que les *sukuk* représentent un droit de copropriété dans un actif tangible ou dans l'usufruit d'un actif tangible. Il convient donc que le SPV qui émet des obligations (par hypothèse des titres de dette non représentatifs d'un droit de copropriété) puisse « attacher » un droit de copropriété aux obligations émises. Ce droit de copropriété résulterait de la mise en place d'une fiducie sur le patrimoine du SPV émetteur. Il convient ainsi :

- D'affirmer le droit de copropriété des bénéficiaires de la fiducie sur le patrimoine remis en fiducie.
- De permettre le transfert à la fiducie du patrimoine du SPV avec l'ensemble de ses droits et de ses obligations. Dans l'état actuel des textes, le transfert du passif en fiducie n'a pas été expressément prévu (ni, d'ailleurs, formellement écarté). Permettre le transfert à la fiducie des droits et des obligations permettrait, par ailleurs, d'utiliser la fiducie pour des opérations de *defeasance* (d'actualité dans le contexte de crise des établissements de crédit) ou de création de fonds de pension (utile comme outil de retraite complémentaire).
- De permettre un transfert simplifié des actifs et des passifs. Ce transfert doit s'effectuer sans frottement fiscal, c'est-à-dire doit s'effectuer en franchise des droits et des taxes de toute nature, aussi longtemps que la fiducie ne se dénoue pas par

attribution des biens remis en fiducie à un bénéficiaire autre que le constituant. A cet égard, l'alinéa 2 de l'article 2019 du Code Civil, qui prévoit l'accomplissement des formalités de publicité foncière en cas de mise en fiducie d'immeubles ou de droits immobiliers (soit un coût d'environ 0,7%), devrait être supprimé.

- Il est nécessaire que les créanciers du constituant aient une vision précise du patrimoine de leur débiteur. Ainsi, le transfert à la fiducie du patrimoine doit être opposable aux tiers en accomplissant une formalité simple. Il paraît donc souhaitable d'élargir l'utilisation du registre national des fiducies pour un autre objectif indispensable à l'information des créanciers du constituant comme à l'affirmation des droits de la fiducie : le transfert des biens, droits, sûretés et dettes serait, dans ce cadre, opposable à l'égard des tiers à compter de la publicité du contrat de fiducie au registre national des fiducies.
- Ce transfert d'actifs et de passif en fiducie ne doit pas être susceptible d'être remis en cause en cas de faillite du constituant, sauf si le transfert fiduciaire a été fait sciemment en vue de frauder les droits des créanciers du constituant ou pour sécuriser, a posteriori, une dette antérieurement contractée. Ceci suppose également, comme corollaire, que la faillite du constituant n'ait pas pour objet de paralyser le fonctionnement de la fiducie.
- La qualité de fiduciaire doit être élargie aux filiales à 100% d'établissements de crédit. La protection recherchée par le législateur (contrôle anti-blanchiment, lutte contre les fiducies-libéralités) ne serait pas altérée en raison du maintien d'un actionnariat bancaire à 100%. En revanche, cela faciliterait la réalisation de fiducie, dans la mesure où les banques sont limitées quant aux actifs non-bancaires qu'elles peuvent détenir (règlement CRBF 86-21) et chercheront à limiter leur responsabilité du chef de leur activité de fiduciaire.

3.9 L'EXONERATION DE LA GARANTIE DES VICES CACHES DANS LE CADRE D'ACHAT/VENTE SIMULTANES ET LA POSSIBILITE DE CESSION CIVILE A TITRE DE GARANTIES

3.9.1 Exonération de la garantie de vices cachés

En l'état actuel des textes, lorsqu'il revend le bien financé à l'acheteur, sauf à considérer l'article 1653 du Code Civil, le Financier n'est pas exonéré de garantir ce dernier contre les vices cachés (d'ordre public). Cela n'a pas de sens dans des opérations temporaires d'achat/revente. Pour cette raison, il faudrait prévoir que, lorsque la revente du bien financé intervient concomitamment au premier achat, le Financier revendeur puisse être exonéré de la garantie des vices cachés (qui reposerait alors toute entière sur le vendeur initial).

3.9.2 Cession civile à titre de garantie

Le « Financier » étant souvent un simple SPV non bancaire, il ne peut bénéficier d'une cession Dailly à titre de garantie. Suite à la décision de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 19 Décembre 2006, qui a invalidé la cession civile à titre de garantie, nous suggérons que soit prévue expressément, dans le Code Civil, la possibilité de céder des créances à titre de garantie.

3.9.3 Déductibilité de la rémunération et confirmation de l'absence de retenue à la source

Nous proposons que soit autorisée la déductibilité de la rémunération versée à tout prêteur participatif, que le prêt soit ou non un prêt participatif au sens des articles L. 313-13 et suivants du Code monétaire et financier et que soit confirmée l'absence de retenue à la source sur la rémunération versée à un bailleur de fonds étranger en application de l'article 131 quater du CGI.

Pour des raisons de sécurité juridique, il conviendrait que soient confirmées la déductibilité, dans les conditions de droit commun (application d'un taux de marché et éventuellement application de l'article 212 du CGI) et l'absence de retenue à la source sur les intérêts et/ou primes de remboursement versés à des détenteurs de *sukuk* situés hors de France.

3.10 LA REFORME DES CONDITIONS DE REFINANCEMENT EN MATIERE DE CREDIT-BAIL

Découpage contractuel possible du crédit-bail

La Finance Islamique s'accommodant mal des contrats hybrides, il est nécessaire de pouvoir découper toute opération de crédit-bail en deux conventions distinctes, location d'une part, et promesse unilatérale de vente et/ou d'achat d'autre part. Ce découpage n'est actuellement possible qu'en dehors du régime légal du crédit-bail. Nous proposons que ce découpage soit possible, même en matière de crédit-bail.

Assouplissement du refinancement du crédit-bail

Le crédit-bail est une institution rigide, qu'il semble utile d'assouplir pour qu'il puisse être largement utilisé en matière de financements *Shariah compliant*. A cet égard, nous suggérons que soit précisé le fait que la levée de l'option dans un bref délai (la pratique de marché retient, aujourd'hui, une période de blocage de cinq ans pendant laquelle l'option ne doit pas être levée) ne permette pas une requalification de l'opération en une opération de vente à crédit avec toutes les conséquences fiscales négatives en termes de déductibilité des redevances de crédit-bail.

Par ailleurs, il n'est pas possible aujourd'hui de dénouer une opération avec un crédit-bailleur pour en conclure une seconde avec un autre crédit-bailleur, portant sur le même actif, mais à des conditions plus avantageuses, sans subir les conséquences fiscales liées aux transferts successifs de propriété. Aussi serait-il utile de prévoir que, lorsque la propriété d'un actif est transférée entre crédit-bailleurs (à la demande du crédit-preneur comme dans le cadre d'un refinancement bancaire à l'initiative du débiteur), cela n'aura pas de conséquences fiscales négatives pour le crédit-preneur. Cela devrait être de nature à renforcer la concurrence entre crédit-bailleurs et à faciliter le recours à cette technique de financement, largement utilisée en Finance Islamique.

Instauration d'un régime légal de la location-vente

Parce que contrairement au crédit-bail, la location-vente stipule systématiquement un transfert de propriété du bien financé au terme de la période de location, cette technique semble être l'outil juridique le plus adapté aux opérations de financement de projet. Or, la location-vente

est un contrat innommé, dont les règles et le régime sont mal définis. Nous proposons que l'on fasse de la location-vente un contrat nommé, en calquant son régime sur celui du crédit-bail, notamment au regard des procédures collectives ou de la déductibilité des loyers.

Absence d'agrément bancaire pour les SPV d'établissements de crédit

Les financements islamiques interposent fréquemment un SPV, appelé communément le « Financier ». Ces entités ne bénéficient pas, en principe, d'un agrément bancaire, ce qui ne leur permet pas de consentir un crédit-bail par exemple. C'est pourquoi il faudrait prévoir que toute filiale à 90 % d'un établissement de crédit peut bénéficier du statut bancaire de sa société mère (concept de « prêt de licence bancaire »). Il suffit, pour cela, de modifier l'article L. 511-6 du Code monétaire et financier en prévoyant une exception supplémentaire au monopole bancaire. Cette modification ne devrait pas soulever de difficultés particulières puisqu'il ne s'agirait là que de transposer une Directive 2006/48 CE.

3.11 AUTRES PISTES DE REFORMES

3.11.1 Création d'un Centre de Recherche en Finance Islamique en France

La création d'un Centre de Recherche en Finance Islamique est à envisager, associant professionnels et *shariah scholars*. Ce Centre de recherche pourrait jouer un rôle important dans l'harmonisation et la standardisation des produits et pratiques financiers islamiques au niveau national et européen. L'Irlande a lancé un centre européen de recherche en Finance Islamique, afin d'harmoniser les standards *shariah compliant* et les *fatwas*. La France peut s'inspirer de cet exemple pour définir ses propres standards et, éventuellement, les diffuser dans l'ensemble de l'Europe.

L'idée serait d'établir une instance de recherche et de conseil pour le développement de ce marché, en aucun cas un organe centralisé pour l'encadrement et la certification de conformité à la Charia.

Plusieurs axes de développement sont à envisager au sein de ce Centre :

- Section « Audit et Comptabilité » pour la réflexion autour des adaptations des normes comptables nécessaires et la conciliation des spécificités des activités financières

islamiques et des normes (comptables, prudentielles, etc.) internationales (IFRS, Bâle II, Solvency II, etc.).

- Section « *Shariah board* » pour encadrer la formation des imams de *Shariah boards*.
- Section « Recherche » pour encadrer les thèmes de recherche des diverses universités françaises dans ce domaine.
- Section « Communication » pour l'organisation de séminaires, de publications, etc....

3.11.2 De nouvelles formes d'assurance : *takaful* et *re-takaful*

L'assurance IARD est déjà *shariah compliant* grâce à une *fatwa* émise pour régler les cas d'obligation légale de s'assurer. Les opportunités principales concernent l'assurance vie et le *re-takaful*. Cependant, les efforts en vue du développement de ce marché spécifique ne sont pas prioritaires, car ce marché reste limité par l'insuffisance d'actifs pouvant être admis en représentation des engagements. Le développement du marché *takaful* en dehors des pays musulmans reste pour l'instant tributaire du développement du marché des *sukuk*.

Le défi à relever dans ce domaine est donc double. Il faut, en effet, trouver les formes juridiques appropriées pour structurer des produits d'assurance islamique. Il faut également trouver les moyens d'élargir l'offre d'actifs éligibles pour les placements des assureurs *takaful*. La tâche paraît donc considérable mais œuvrer sur ces deux fronts simultanément permettrait de profiter d'effets d'entraînement. Ceci permettrait le développement de produits de placement éligibles favorisant l'émergence et la croissance d'opérateurs *takaful*. A l'inverse, l'émergence d'institutions d'assurance islamiques pourrait dynamiser le marché de certains produits financiers islamiques, notamment les *sukuk*.

3.11.3 L'ouverture vers l'Afrique et le monde francophone

Paris a encore la possibilité de jouer le rôle de « porte d'entrée » de la Finance Islamique à destination de l'Afrique.

En effet, le continent africain compte au total 412 millions de musulmans (plus de 50% de la population mondiale musulmane) pour seulement 39 banques islamiques, qui contrôlent 18 milliards de dollars d'actifs, soit une part de marché de seulement 8%. Selon Moody's, le marché potentiel africain s'élève à 235 milliards de dollars.

Les pays africains (maghrébins en particulier) sont pour l'instant réticents à l'entrée d'établissements ou de produits islamiques. Cependant, la situation est en train de changer.

L'Algérie a déjà autorisé les opérations d'une banque islamique (Al Baraka), qui se développe tous azimuts, et trois autres établissements envisagent de s'implanter dans ce pays. Au Maroc, Qatar International Islamic Bank et Noor Islamic Bank ont annoncé leur intention d'ouvrir une filiale. Par ailleurs, Gulf Finance House, l'un des plus importants fonds d'investissement du Bahreïn, développe des projets touristiques et immobiliers au Maroc (2 milliards de dollars) et d'urbanisme en Algérie (3 milliards de dollars). Enfin, la Tunisie a annoncé, au cours de l'été, que la législation bancaire va être aménagée pour permettre la création de banques islamiques.

Il conviendrait d'encourager les projets de Finance Islamique qui permettent d'intensifier les relations entre la France et l'Afrique.

3.12 CONCLUSION

Le passage en revue de principales forces et faiblesses de la France nous a permis de cerner un petit nombre de réformes, dix tout au plus, indispensables pour favoriser le développement de la Finance Islamique :

- 1) Un important effort de communication de la part de la Place Financière de Paris en direction des pays où la Finance Islamique se développe le plus rapidement.
- 2) Un encouragement donné à l'implantation d'une ou plusieurs institutions financières islamiques en France.
- 3) La création d'un indice boursier islamique par NYSE Euronext.
- 4) Le développement accéléré de formations en matière de Finance Islamique, en partenariat avec des structures existant dans les pays musulmans.
- 5) La création, au sein de NYSE Euronext, d'un compartiment dédié aux *sukuk* suivie d'une ou plusieurs émissions privées de *sukuk*.
- 6) Le développement de la collecte de l'épargne des Résidents Musulmans en France, dans le prolongement du rapport Milhaud sur ce thème.

- 7) La suppression de la double taxation en matière de publicité foncière et de droits d'enregistrement dans le cadre d'opérations d'achat-revente sans intention spéculative.
Deductibilité de la rémunération et confirmation de l'absence de retenue à la source
- 8) La réforme de la réglementation concernant la fiducie, réforme jugée, par ailleurs, indispensable.
- 9) L'exonération de la garantie des vices cachés dans le cadre d'achat/vente simultanés et la possibilité de cession civile à titre de garanties.
- 10) La réforme des conditions de refinancement en matière de crédit-bail.

Il est clair que les réformes que nous soumettons ci-dessus n'ont pas toutes le même poids.

Au terme de cette mission, s'il en était une qui revêt à nos yeux un caractère prioritaire, ce serait celle concernant la communication (Proposition N°1). La France méconnaît la Finance Islamique et la Finance Islamique méconnaît la France. Il faut rapidement mettre un terme à cette double ignorance.

Parmi les réformes proposées, il en est certaines qui demandent un certain laps de temps pour être mises en œuvre de manière complète (Réformes N°1, 2, 5 et 6). Ceci doit contribuer à accélérer le démarrage de cette mise en œuvre. Mais il est aussi des réformes (Réformes N°3, 4, 7, 8, 9 et 10) qui pourraient être opérationnelles dans le mois, voire dans les semaines à venir. Si le Gouvernement et les professionnels jugent utiles de développer la Finance Islamique en France, il est possible d'agir au plus vite dans ces domaines.

La plupart de ces réformes peuvent se faire à coût budgétaire nul pour le Gouvernement et pour les professionnels (Réformes N° 2, 5, 6, 8, 9 et 10). Pour les autres, le coût de la réforme se chiffre en centaines de milliers d'euros (Réformes N°1, 3, 4) et, au pire, en millions d'euros (Réforme N°7). Compte tenu des enjeux de ce dossier, ce coût peut être considéré comme dérisoire.

4 ANNEXES

ANNEXE 1 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES OU AUDITIONNEES

Patrice AGUESSE, Chef de mission, Direction de la régulation et des affaires internationales,
AMF

Dr Mohamed ALCHAAR, Secretary General, AAOIFI

Benoît COEURE, Chef du Service International, DGTPE

Ferid BENBOUZID, Member of the Board, Salama group

Zoubeir BEN TERDEYET, Directeur, Isla Invest Consulting

Martine CHARBONNIER, Executive Director, European Listing, NYSE Euronext

Moncef CHEIKHROUHOU, HEC, Paris

Ibrahim FENIK, General Manager, Al-Salam Bank Algeria

Elie FLATTER, Ernst&Young Luxembourg

Philippe de FONTAINE VIVE, Vice-Président, Banque Européenne d'Investissement

Bruno GIZARD, Secrétaire Général Adjoint, Direction des Prestataires de la Gestion et de
l'Épargne, AMF

Fadi HALOUT, Directeur Général, National Bank of Abu Dhabi

Gilbert HIBON, Chargé de mission, Direction des émetteurs, AMF

Mukhtar HUSSAIN, Global CEO, HSBC Amanah

Dr Ahmad JACHI, First Vice-Governor, Banque du Liban

Hervé JUVIN, Président, Eurogroupe Institute

Vincent LAUWICK, Head of Islamic Structured Products, SGAM

Pierre de LAUZUN, Deputy General Manager, Fédération Bancaire Française

Ariane OBOLENSKY, Chief Executive Officer, Fédération Bancaire Française

Dr Nasser SAIDI, Chief Economist, Dubai International Financial Center Authority

Dr Abdel-Rahman TAHA, General Manager, Islamic Corporation for the Insurance of
Investment and Export Credit

Mark WEIMERSKIRCH, Associé, Ernst & Young, Luxembourg

Adnan YOUSIF, Chairman, Union of Arab Banks

Sami ZGHAL, Directeur du développement, Allianz GI Bahrein

ANNEXE 2 : GLOSSAIRE

Fatwâ : consultation juridique donnée par une autorité religieuse à propos d'un cas douteux ou d'une question nouvelle ; décision ou décret qui en résulte.

Fiqh : jurisprudence ; le corps des juristes dans la loi islamique.

Gharar : incertitude, hasard, risque.

Halal : licite, légal.

Haram : prohibé, illicite, interdit.

Ijara: contrat financier islamique similaire à la location-vente.

Inan : contrat de Mousharakah dans lequel les parties prenantes contribuent de manière inégale au capital et au travail.

Istisna'a : contrat financier islamique qui fournit la main-d'œuvre et l'achat d'un objet spécifique.

Maysir : jeu de hasard interdit en Islam.

Moudarabah : forme d'association dans laquelle une des deux parties prenantes fournit le capital et l'autre le travail.

Moudarib : associé-entrepreneur dans un contrat de Moudarabah qui fournit le travail et s'occupe de la gestion des fonds que l'autre associé lui a confié.

Moufawada : contrat de mousharakah dans lequel les associés apportent une part égale de capital et de travail.

Mourabaha : contrat financier islamique selon les termes duquel le créancier achète un actif pour le compte du débiteur et le lui revend avec une marge.

Mousharakah : contrat entre plusieurs associés qui contribuent ensemble tant au capital qu'à la gestion.

Qard Hasan : prêt sans intérêt.

Qyas : analogie, une des quatre sources du fiqh.

Rab el Mal : associé-investisseur dans le contrat de Moudarabah qui apporte le capital.

Riba : intérêt, usure.

Salam : vente dans laquelle la livraison du bien est retardée jusqu'à une date déterminée.

Charia : loi canonique musulmane régissant la vie religieuse, politique, sociale et individuelle.

Shariah compliant : conformes à la loi coranique.

Shariah boards : comités consultatifs composés de spécialistes en loi islamique (shariah scholars) qui se prononcent sur la conformité à la Charia des produits financiers proposés.

Sukuk : obligation « islamique », similaire à une obligation adossée à un actif.

Sunna : exemple normatif du Prophète, une des quatre sources du fiqh.

Takaful : assurance islamique; celle-ci prend la forme d'une assurance coopérative avec mise en commun des fonds, selon le principe de l'assurance mutuelle.

Wakala : modèle de fonctionnement de l'assurance *takaful*.

Zakat : un des cinq piliers de l'Islam, qui correspond à un impôt sur la richesse, principalement au bénéfice du pauvre et du nécessiteux.

ANNEXE 3 : SIGLES ET ABRÉVIATIONS

AAOIFI : Accounting and Auditing Organization for Islamic Finance Institution.

AMF : Autorité des Marchés Financiers.

CGI : Code Général des Impôts.

EAU : Emirats Arabes Unis.

ETF : Exchange Traded Fund, fonds indexé sur un indice donné et dont l'objectif est de répliquer cet indice.

FI : Finance Islamique.

FSA : Financial Services Authority (Royaume-Uni).

GCC : Gulf Cooperation Council.

HNWI, UHNWI : High Net Worth Individual (individus qui se trouvent à la tête d'actifs équivalant à au moins 1 million de dollars US, sans compter leur résidence principale);
Ultra High Net Worth Individual (30 million de dollars US, sans compter leur résidence principale).

IAS : International Accounting Standards – normes comptables internationales élaborées par l'IASB (International Accounting Standards Board).

IDE : Investissement Direct à l'Étranger.

IFI : Institutions Financières Islamiques.

IFC : Institutions de Finance Conventiionnelle.

IFSB : Islamic Financial Services Board.

ISR : Investissement Socialement Responsable.

LBO : Leverage Buy Out.

MENA : Région « Middle East and North Africa ».

OPCVM : Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

PME/PMI : Petites et Moyennes Entreprises et Petites et Moyennes Industries.

PPP : Partenariat Public Privé.

ROE : Return on equity – mesure de rentabilité financière.

SPV : Special Purpose Vehicle, fonds commun de créances.

SWF: Sovereign Wealth Funds, fonds souverain.

UPM : Union Pour la Méditerranée.

ANNEXE 4 : TABLE DES GRAPHIQUES, TABLEAUX, SCHEMAS ET ENCADRES

Tableaux :

| | |
|--|-----|
| <i>Tableau 1 : Marché bancaire islamique potentiel (2005)</i> | 23 |
| <i>Tableau 2 : Comparaison des modèles takaful, mutuelle et assurance conventionnelle</i> | 38 |
| <i>Tableau 3 : Typologie des investisseurs islamiques</i> | 58 |
| <i>Tableau 4 : Cartographie des ressources et emplois du marché de la Finance Islamique en France</i> | 79 |
| <i>Tableau 5 : Croissance moyenne 2003-2007 des actifs par type d'investisseur au Moyen et Extrême Orient</i> | 81 |
| <i>Tableau 6 : Estimation des volumes d'investissements islamiques en 2020 selon les trois scenarii considérés</i> | 86 |
| <i>Tableau 7 : Comparaison des places de cotation de sukuk (2007)</i> | 96 |
| <i>Tableau 8 : Répartition géographique des banques consortiales arabo-occidentales situées dans la zone OCDE dans les années 1980</i> | 100 |
| <i>Tableau 9 : Similarités des principes de la Chariah et du droit français</i> | 101 |

Graphiques :

| | |
|--|----|
| <i>Graphique 1 : Répartitions des actifs islamiques selon le type de produit</i> | 30 |
| <i>Graphique 2 : PIB/tête (USD) 2007 et évolution 2002-2007 au Moyen-Orient et Malaisie</i> | 45 |
| <i>Graphique 3 : Taille du marché de la Finance Islamique (Total des actifs, milliards de dollars)</i> | 47 |
| <i>Graphique 4 : Taux de croissance des actifs islamiques en 2006-2007 par région géographique</i> | 48 |
| <i>Graphique 5 : Composition des actifs islamiques selon le type d'opérateur</i> | 51 |
| <i>Graphique 6 : Evolution des émissions de sukuk (millions de dollars)</i> | 56 |
| <i>Graphique 7 : Répartition des émissions de sukuk dans MENA et Asie du Sud-Est en fonction de l'émetteur</i> | 56 |
| <i>Graphique 8 : Nombre de fonds islamiques créés 2002-2007</i> | 57 |
| <i>Graphique 9 : Encours des fonds islamiques (milliards de dollars)</i> | 58 |
| <i>Graphique 10 : Nombre et valeur des fonds de private equity islamiques</i> | 59 |
| <i>Graphique 11 : Composition moyenne des fonds islamiques et conventionnels</i> | 60 |
| <i>Graphique 12 : Evolution de la composition des fonds islamiques</i> | 60 |
| <i>Graphique 13 : Evolution de la couverture géographique des fonds islamiques</i> | 61 |
| <i>Graphique 14 : Valeur des projets immobiliers avec un financement Shariah compliant (millions de dollars)</i> | 62 |
| <i>Graphique 15 : Pénétration de l'assurance dans diverses régions du monde (primes/PIB en 2006)</i> | 64 |
| <i>Graphique 16 : Répartition du marché de l'assurance takaful (2006)</i> | 65 |
| <i>Graphique 17 : Répartition des compagnies takaful par pays (nombre de compagnies en 2006)</i> | 66 |
| <i>Graphique 18 : Répartition des investissements étrangers musulmans entre actifs conventionnels et actifs islamiques selon le type d'investisseur au Moyen et Extrême Orient (USD Milliards, 2007)</i> | 80 |
| <i>Graphique 19 : Projection des Actifs islamiques en 2020 par type d'investisseur au Moyen et Extrême Orient (USD Milliards)</i> | 82 |
| <i>Graphique 20 : Projection du marché français de la Finance Islamique selon les 3 scenarii d'ouverture</i> | 85 |
| <i>Graphique 21 : Valeur des sukuk cotés par place boursière (millions de dollars)</i> | 97 |
| <i>Graphique 22 : Nombre de sukuk cotés par place boursière</i> | 97 |

Schémas :

| | |
|--|----|
| <i>Schéma 1 : Principe de fonctionnement de la Moudarabah</i> | 31 |
| <i>Schéma 2 : Principe de fonctionnement de la Moucharakah</i> | 33 |
| <i>Schéma 3 : Principe de fonctionnement de la Mourabaha</i> | 35 |
| <i>Schéma 4 : Principe de fonctionnement de l'Ijara</i> | 36 |
| <i>Schéma 5 : Modèle Wakala de l'assurance takaful</i> | 40 |
| <i>Schéma 6 : Modèle Moudarabah de l'assurance takaful</i> | 40 |

Encadrés :

| | |
|--|----|
| <i>Encadré 1 : Les fonds souverains musulmans : qui sont-ils ?</i> | 75 |
|--|----|