

LA FINANCE ISLAMIQUE :

Analyse des produits financiers islamiques

Travail de Bachelor réalisé en vue de l'obtention du Bachelor HES

par :

Karim CHERIF

Conseiller au travail de Bachelor :

Dr. Akimou OSSÉ, Prof. de Finance à la HEG

Haute Ecole de Gestion de Genève (HEG-GE)

Économiste d'entreprise

Déclaration

Ce travail de Bachelor est réalisé dans le cadre de l'examen final de la Haute Ecole de Gestion de Genève, en vue de l'obtention du titre d'économiste d'entreprise. L'étudiant accepte, le cas échéant, la clause de confidentialité. L'utilisation des conclusions et recommandations formulées dans le travail de Bachelor, sans préjuger de leur valeur, n'engage ni la responsabilité de l'auteur, ni celle de son conseiller au travail de Bachelor, du juré et de la HEG.

« J'atteste avoir réalisé seul le présent travail, sans avoir utilisé des sources autres que celles citées dans la bibliographie. »

Fait à Genève, le jeudi 2 octobre 2008

Karim Cherif

Remerciements

Je tiens à exprimer mes remerciements à l'ensemble des personnes qui m'ont soutenu et permis de réaliser ce travail de Bachelor.

Pour commencer, je souhaiterais remercier mon conseiller, M. OSSE, qui m'a aiguillé tout au long de ce travail à l'aide de son expérience pratique et ses connaissances théoriques.

De plus, je remercie les personnes qui m'ont consacré du temps pour les entretiens que j'ai effectué dans le cadre de ce projet. M. Chavanon, de la National Bank of Abu Dhabi, qui m'a accordé une interview dans ses locaux ainsi que M. Treguer, de BNP PARIBAS, qui a répondu à certaines de mes questions techniques.

Par ailleurs, je souhaite remercier l'entreprise mandataire, Lombard Odier Darier et Hentsch, ainsi que ma correspondante Mme de La Rochefoucauld.

Pour finir, je n'aurais jamais pu réaliser ce travail sans le soutien de ma famille et de mes proches.

Sommaire

Pour élaborer ce travail, nous nous sommes basés en premier lieu sur les théories liées à la finance islamique [Institut Islamique de Recherche et de Formation (IIRF), Banque Islamique de Développement] ainsi que sur différents ouvrages liés au sujet (monographies, revues spécialisées, articles académiques). Cette première étape concède l'établissement d'un cadre académique défini, nous permettant ainsi d'asseoir la problématique de ce travail.

Il est en second lieu étayé par une approche empirique, celle de spécialistes du domaine de la finance islamique. [M.Chavanon, Chief Financial Officer, NBAD ; M.Treguer, Equity / Derivatives and Islamic Products Structurer, BNP PARIBAS].

Durant l'intégralité de ce travail, nous avons tâché d'utiliser une approche comparative mettant en relief les différentes facettes de la finance islamique par rapport à la finance conventionnelle.

Dans la première partie de ce mémoire, nous avons tenté de comprendre ce qui définit le système financier islamique et sur quelles bases il se fonde. Par ailleurs, nous avons essayé d'analyser les facteurs de différenciation entre une banque islamique et une banque conventionnelle. Nous avons constaté que le système financier conforme à la *Chari'a* (loi islamique) n'est rien d'autre qu'un système financier classique auquel on a adjoint certaines contraintes. Ces dernières conditionnent évidemment la structure, l'organisation, les risques ainsi que les produits financiers qui le composent.

Dans la seconde partie, nous avons exposé les principaux produits financiers islamiques et leurs équivalents conventionnels. De plus, nous les avons schématisés donnant une vision simplificatrice de ces produits. Ce chapitre nous a permis de déceler le manque de cohérence qu'il existe entre la théorie et la pratique. Effectivement, en théorie les produits prônés par les théologiens musulmans sont basés sur le principe du partage des pertes et profits. Or, en pratique, ces produits ne représentent qu'une part minoritaire de l'offre des banques islamiques.

Dans la troisième partie, nous avons abordé les risques liés à la finance compatible avec la *Chari'a*. Nous avons analysé les risques intrinsèques à la finance islamique ainsi que les risques de crédit, les risques de marché ainsi que les risques opérationnels. Cette partie nous a permis de démontrer les caractéristiques propres des risques liés aux institutions financières islamiques (IFI). Par ailleurs, nous avons pu

confirmer le fait que ces risques sont plus difficilement gérables en raison des contraintes religieuses régissant ce système financier.

Dans la quatrième partie, nous comparons et analysons un indice islamique, le Dow Jones Islamic Market Index (DJIM), par rapport à un indice conventionnel, le Dow Jones World Index (DJWI). En sus, nous avons étudié un Certificat sur indice islamique. Lors de ce chapitre, nous avons remarqué que l'indice islamique affiche une meilleure performance à court et moyen terme comparativement au DJWI. Cependant, le DJIM possède une volatilité supérieure sur le long terme.

Enfin, dans la dernière partie, nous avons disséqué un produit structuré islamique émis par la Deutsche Bank (DB). L'élément principal qui ressort de notre analyse est le fait que les ingénieurs financiers ainsi que le Comité de la *Chari'a* de DB ont conçu un produit controversé, parfois à la limite des contraintes de la loi islamique et parfois incompatible avec la *Chari'a*, selon de quel côté on se positionne.

Table des matières

Déclaration.....	2
Remerciements.....	3
Sommaire.....	4
Table des matières.....	6
Liste des tableaux.....	8
Liste des figures.....	8
Liste des graphiques.....	9
Introduction.....	10
1. La théorie liée a la finance islamique.....	12
1.1. L'histoire de la finance islamique.....	12
1.2. Le cadre légal.....	13
1.3. Les principes fondamentaux de la finance islamique.....	14
1.3.1. <i>La Riba (l'intérêt)</i>	14
1.3.1.1. La prohibition de l'intérêt dans l'Islam.....	15
1.3.1.2. La valeur temps.....	17
1.3.2. <i>Le partage des pertes et profits (3p)</i>	18
1.3.3. <i>La thésaurisation</i>	19
1.3.4. <i>L'interdiction de l'incertitude des ventes et de la spéculation (Gharar)</i> ..	20
1.3.5. <i>Les activités illicites</i>	21
1.3.6. <i>La Zakat</i>	22
1.4. Le fonctionnement des banques islamiques.....	22
1.4.1. <i>Banques islamiques vs banques traditionnelles</i>	22
1.4.2. <i>Bilan des banques islamiques vs conventionnelles</i>	28
2. Les produits financiers islamiques.....	29
2.1. Les produits financiers islamiques comprenant un système de Partage des Pertes et Profits (3P).....	29
2.2. Les produits financiers islamiques basés sur le principe du coût plus marge.....	31
2.3. Les autres produits financiers islamiques.....	37
3. L'inventaire des risques financiers islamiques.....	44
3.1. Les risques spécifiques à la finance islamique.....	44
3.2. Le risque de crédit.....	48
3.2.1. <i>La gestion des risques de crédit</i>	50
3.2.1.1. Les techniques d'atténuation du risque de crédit.....	53
3.3. Le risque de liquidité.....	55

3.3.1.	<i>L'illiquidité des banques islamiques</i>	56
3.4.	Les risques de marché	57
3.4.1.	<i>Le risque de taux d'intérêt ou de taux de référence et le risque de marge</i>	57
3.4.2.	<i>Le risque de fluctuation des prix de marché</i>	58
3.5.	Les risques opérationnels	58
3.5.1.	<i>Les principes comptables islamiques</i>	59
3.5.2.	<i>La standardisation des normes comptables islamiques</i>	60
3.5.3.	<i>La comparaison entre l'AAOIFI et les IFRS</i>	62
3.5.4.	<i>La gouvernance d'entreprise dans un contexte islamique</i>	62
3.5.4.1.	<i>Le comité de la Char'i'a</i>	64
3.5.4.2.	<i>Les problèmes liés au comité de la Char'i'a</i>	65
3.6.	<i>L'étude de la BID sur les risques des banques islamiques</i>	66
4.	Les indices islamiques	67
4.1.	L'analyse des indices islamiques : le cas du Dow Jones Islamic Market Index (DJIM)	67
4.1.1.	<i>Le screening du DJIM Index</i>	67
4.1.2.	<i>L'allocation géographique et sectorielle du DJIM Index</i>	68
4.1.3.	<i>L'analyse de la performance du DJIM Index</i>	70
4.2.	L'analyse d'un Certificat sur indice islamique	74
5.	Les produits structurés islamiques : le cas d'un produit émis par la Deutsche Bank (DB)	78
5.1.	Les produits à capital garanti	78
5.2.	Le concept du Wa'd (promesse)	80
5.3.	La structure du Wa'd	81
5.4.	L'équivalent conventionnel du Wa'd	85
5.5.	L'argumentation de la Deutsche Bank	86
5.6.	La critique du produit	87
5.7.	Les risques du produit	88
5.7.1.	<i>Les risques relatifs aux produits à capital protégé islamiques</i>	89
5.7.2.	<i>Les risques relatifs aux Wa'd</i>	90
	Synthèse et conclusion	92
	Glossaire des termes utilisés	94
	Bibliographie	96
	Annexe 1 Interview de M. Chavanon, Chief Investment Officer, NBAD	102
	Annexe 2 Statistiques du marché des Sukuk	105
	Annexe 3 Interview de M. Treguer, Islamic Products Structurer, BNPPARIBAS	106

Liste des tableaux

Tableau 1 : Analyse comparative entre banques islamiques et banques traditionnelles	22
Tableau 2 : Les produits basés sur le principe des 3P.....	29
Tableau 3 : Les produits basés sur le principe du coût plus marge.....	31
Tableau 4 : Les produits basés sur le principe du coût plus marge (suite).....	35
Tableau 5 : L'Arbun.....	37
Tableau 6 : Les Sukuks.....	38
Tableau 7 : L'enchevêtrement des risques dans un contrat tripartite.....	45
Tableau 8 : Les fonds propres nécessaire aux produits financiers islamique.....	49
Tableau 9 : Perception du risque dans les banques islamiques.....	66
Tableau 10: Données rendement moyen, minimum, maximum, volatilité, YTD ¹	70
Tableau 11: Données rendement moyen, minimum, maximum, volatilité et MDD....	72
Tableau 12: Données Bêta, taux sans risque, espérance de rendement.....	72
Tableau 13: Ratio de Sharpe, alpha de Jensen, indice de Treynor.....	74
Tableau 14: Les acteurs et les rôles dans une promesse d'achat ou de vente (Wa'd)	82

Liste des figures

Figure 1 : Bilan banques islamiques vs conventionnelles.....	28
Figure 2 : Schéma d'un contrat <i>Mudaraba</i>	31
Figure 3 : Schéma d'un contrat <i>Salam</i>	35
Figure 4 : Schéma d'un contrat <i>Ijara Wa Iktina</i>	36
Figure 5 : Répartition des produits financiers islamiques selon leurs importances	36

¹ Year to date

Figure 6	: Schéma d'un contrat <i>Sukuk Al Ijara</i>	40
Figure 7	: Croissance du nombre de fonds de placements islamiques.....	41
Figure 8	: Répartition géographique des fonds de placements islamiques.....	42
Figure 9	: Performances relatives des indices de fonds en actions islamiques.....	42
Figure 10	: Schéma d'un contrat parallèle <i>Ijara-Wa-Iktina</i> et <i>Salam</i>	45
Figure 11	: Les différentes approches concernant le risque de crédit des accords de Bâle II.....	49
Figure 12	: Modèle tripartite d'un contrat <i>Istisna</i> et Parallèle <i>Istisna</i>	53
Figure 13	: Schéma de la gouvernance d'entreprise d'un contexte islamique.....	64
Figure 14	: Schéma du <i>Wa'd</i> ABN AMRO.....	76
Figure 15	: Schéma du <i>Wa'd</i> DB.....	83
Figure 16	: Formule du prix d'échange d'un <i>Wa'd</i>	83
Figure 17	: Schéma d'un Total Return Swap.....	85
Figure 18	: Performance de l'indice DB-GSAM alps index	90
Figure 19	: Emission mondiale de Sukuk (2004-2007).....	107
Figure 20	: Emission mondiale de Sukuk par pays (2001-2007).....	107
Figure 21	: Emission mondiale de Sukuk par type (2001-2007).....	107

Liste des graphiques

Graphique 1	: Répartition géographique DJIM.....	68
Graphique 2	: Répartition géographique DJ World.....	69
Graphique 3	: Allocations sectorielles.....	69
Graphique 4	: Performance DJIM et DJ World de 2007 à 2008.....	70
Graphique 5	: Performance DJIM et DJ World de 2005 à 2008.....	71

Introduction

Depuis ses débuts datant de 1975, la finance islamique connaît une croissance remarquable. En effet, à l'époque, on ne dénombrait qu'une seule institution financière islamique (IFI) alors qu'on en dénombre environ 300 aujourd'hui. Par ailleurs, selon les dernières estimations, les actifs islamiques représenteraient une masse d'environ 500 milliards USD (Standards & Poors, 2007) dont une grande partie proviendrait du Moyen Orient (El Qorchi, 2005).

Deux raisons majeures expliquent ce succès. Premièrement, l'augmentation du prix des hydrocarbures a généré des excédents de liquidités dans la région du Golfe persique. Deuxièmement, le choc du 11 septembre 2001 a créé une sorte de scission entre l'Occident et les communautés musulmanes à travers le monde. Cette situation aurait engendré un regain religieux permettant aux IFI de s'accaparer cette clientèle (Fulconis-Tielsen, Revue Banque&Finance, 2007). De plus, selon Myret Zaki², cette date a été le déclencheur du renforcement de la réglementation bancaire Outre-atlantique incitant les fortunes Moyen-orientales à s'exporter.

En outre, l'intérêt pour la finance islamique est tel que de nombreuses banques conventionnelles (UBS, HSBC, Crédit Agricole, BNP, Citibank) ouvrent des fenêtres islamiques. De plus, la finance islamique n'a plus de frontières et des banques islamiques se créent partout en Europe. Pour ne donner que cet exemple, la Grande Bretagne, a autorisé dès 2004 l'implantation d'une banque suivant les préceptes de la *Chari'a* (loi islamique) sur son territoire, l'Islamic Bank of Britain.

Etant donné l'intérêt que suscite ce genre d'investissement, il est nécessaire de mieux l'étudier. De plus, de nombreux paramètres relatifs aux investissements islamiques sont à explorer ce qui rend ce sujet d'autant plus intéressant.

Problématique

Selon Standards & Poors (2006, p.8), les actifs de la finance islamique jouissent d'une croissance de 10 % dans les pays du Golfe et de 15 % à l'échelle mondiale. Ces taux de croissance à deux chiffres ont suscité l'intérêt de nombreux acteurs des marchés financiers, mais cet attrait ne peut se poursuivre qu'à certaines conditions.

² MYRET, Zaky. L'essor des pétrodollars islamiques. *Le Temps* [en ligne]. 2008, <http://www.letemps.ch/template/supplement.asp?page=19&article=239262> (consulté le 18.09.2008)

Le marché des investissements islamiques doit premièrement se structurer, renforcer la gouvernance d'entreprise ainsi que la transparence, puis il doit améliorer la compatibilité comptable avec les normes internationales, perfectionner la gestion des risques puis finalement innover afin d'augmenter la gamme actuellement restreinte de produits financiers islamiques. Bien que ce dernier sujet soit essentiel, les contraintes islamiques restreignent cependant la marge de création de produits « Chari'a compliant ».

Nous proposons ici de répondre aux questions suivantes: quelles sont les différences entre une banque traditionnelle et une banque islamique ? Quels sont les risques liés aux modèles islamiques ? Comment juger les performances de ces investissements et avec quels benchmarks ? Quels sont les produits islamiques les plus utilisés ? Et enfin, comment adapter le cadre de la *Chari'a* à la finance moderne ?

Chapitre 1. La théorie liée à la finance islamique

La compréhension de la finance islamique n'est pas aisée pour des personnes évoluant dans des économies basées sur un modèle conventionnel³. En effet, le système financier islamique se nourrit de fondements éthiques et religieux puisés dans les livres saints musulmans souvent étrangers aux néophytes.

Afin d'améliorer notre compréhension, il est nécessaire d'expliquer les caractéristiques de ce système financier, raison pour laquelle nous allons brièvement passer en revue les étapes marquantes du lancement de la finance islamique. Nous traiterons également du cadre légal de la finance islamique. Nous retracerons par la suite l'origine de l'interdiction de l'intérêt dans les autres religions monothéistes, puis dans l'Islam. Nous poursuivrons par l'explication de la notion de valeurs temps. Finalement, nous décrirons les autres principes de bases régissant tout financement islamique, à savoir le partage des pertes et profits, la thésaurisation, l'interdiction du *Gharar* (l'incertitude) et du *Maysir* (jeu de hasard), les activités illicites et l'obligation de la *Zakat* (impôt religieux).

1.1. L'histoire de la finance islamique

Les techniques de financements islamiques utilisées de nos jours, appelés *Musharaka*, *Salam*, *Murabaha* (voir ch.2.2) ne datent pas d'aujourd'hui. Effectivement, toutes les techniques de financement sont inspirées de la vie du prophète Mohammed, de ses dires et de ses actes, et datent donc du 7^{ème} siècle après J.-C (Kahf et Khan, 1989, p. 4-6).

Bien que la finance islamique existe depuis plusieurs siècles, l'essor du système financier islamique est apparu depuis une cinquantaine d'année avec l'indépendance d'une grande partie des pays musulmans face à la tutelle coloniale. La première tentative d'intégration des préceptes islamiques de financement aurait commencé en Malaisie, en 1962, avec le Pilgrim's Management Fund. En créant ce fond, le gouvernement malais voulait permettre à ses citoyens le pèlerinage à la Mecque. Malgré son caractère restreint, il s'agit, selon certains spécialistes (Chapra, 1992, p. 9 ;

³ Pour des raisons de simplification nous appellerons « conventionnel » tout élément se rapportant à la finance non-islamique. La finance conventionnelle est définie selon Vernimmen comme « l'ensemble des activités qui rendent possible et organisent le financement des agents économiques ayant des besoins de capitaux (comme par exemple les entreprises ou les états) par les agents ayant des surplus (typiquement les ménages épargnants). » Selon cette définition il n'est pas évident de faire la distinction avec un système financier islamique. Nous tenterons cependant de démontrer leurs différences les plus significatives dans les paragraphes suivants.

Karich, 2002, p.79), de la première ébauche de création d'un système financier islamique.

Par ailleurs, la première banque islamique n'a été créée qu'en 1963 à Mit Ghamr en Egypte par Ahmed Al Naggar (Karich, 2002 ; IFSB et al., 2007 ; Martens, 2001). Cette banque prospère jusqu'en 1967, date à laquelle on ne compte pas moins de neuf succursales dans le pays.

Il faut attendre le début des années 70 pour assister au véritable tournant de la finance islamique. En effet, la création de la Banque Islamique de Développement (BID) en 1975 marque le véritable lancement du financement conforme à la *Chari'a* (loi islamique). La BID fournit à ses pays membres, soit plus de 55 pays⁴, ainsi qu'aux communautés musulmanes à travers le monde, des fonds nécessaires à leur évolution afin de favoriser leur développement économique et leur progrès social respectif.

D'autres établissements financiers islamiques vont éclore durant la même décennie. Nous pouvons nommer la Dubaï Islamic Bank en 1975, la Faysal Islamic Bank en 1977 ainsi que la Banque Islamique de Bahreïn en 1979.

1.2. Le cadre légal

Afin de comprendre les particularités de la finance islamique par rapport à la finance conventionnelle, il est nécessaire de connaître ses fondements. La loi islamique ou *Chari'a* est la justification et la base permettant la distinction entre les deux systèmes précédemment cités. Elle est scindée en deux parties, d'une part, la *Chari'a 'Ibadat* qui concerne le culte et tout ce qui s'y réfère (la prière, le jeûne, le pèlerinage à la Mecque etc) et d'autre part, la *Chari'a Mu'amala* qui régit les interactions humaines (le mariage, les infractions pénales, les transactions financières).

Dans son aspect pratique, la *Chari'a* est relayée par les jurisprudences appelées *al Fiqh*. Elle est extraite de quatre sources essentielles à savoir : *Le Coran*, *la Sunna*, *l'al ijma'* et *l'al-qiyâs*. La première, le *Coran*, transcrit la parole d'Allah et représente la base juridique du droit musulman. Il régit la vie et les pratiques des croyants. La deuxième, *la Sunna*, représente avec *le Coran* les deux sources majeures du droit islamique. Elle est l'ensemble des paroles et actes du prophète ainsi que son approbation des actions ou pratiques d'autrui. Ces dires ont été recueillis par voie de transmission et sont appelés des *ahadith*. La troisième, *l'al ijma'*, traduit le consensus des théologiens musulmans sur un sujet donné. Tant qu'elle ne contredit pas les

⁴ ISLAMIC DEVELOPMENT BANK. <http://www.isdb.org/irj/go/km/docs/documents>
(consulté le 05.07.2008)

précédentes sources de lois islamiques, elle est considérée comme légitime. La dernière est *l'al-qiyâs* et signifie le raisonnement par analogie. Elle extrait des deux sources principales, le *Coran* et la *Sunna*, des actes déroulés dans le passé et étant applicables par analogie aux faits présents.

1.3. Les principes fondamentaux de la finance islamique

1.3.1. La Riba (l'intérêt)

De toutes les religions monothéistes, l'Islam est la seule à avoir gardé la prohibition de l'intérêt. Celle-ci n'est pas née avec l'Islam mais remonte au culte juif dont des passages du Deutéronome et de l'Exode⁵ mentionnent qu'un juif ne peut prêter avec intérêt qu'à un non-juif :

« De l'étranger tu peux exiger un intérêt, mais de ton frère tu n'en exigeras point, afin que l'Éternel ton Dieu te bénisse dans tout ce que tu entreprendras dans le pays où tu vas entrer pour en prendre possession. »

« Si tu prêtes de l'argent à mon peuple, au pauvre qui est avec toi, tu ne te comporteras point avec lui en usurier ; vous ne mettrez point sur lui d'usure. Moïse »

L'application de cette prohibition uniquement au sein de la communauté juive permit aux Israélites de prospérer en développant des activités de crédit jusqu'au 16^{ème} siècle (période qui coïncide avec l'arrivée de penseurs pro-intérêt comme Calvin comme nous le verrons plus loin). En effet, jusqu'à cette date, les Juifs ainsi que les Lombards⁶ étaient les seules communautés à pouvoir pratiquer le prêt avec intérêt.

Dans la Grèce Antique, il existe aussi des traces d'un mépris pour toute forme de rémunération de l'argent prêté. En effet, Aristote⁷ évoque déjà dans ses *Politiques* :

« Il est tout à fait normal d'haïr le métier d'usurier du fait que son patrimoine lui vient de son argent lui-même et que celui-ci n'a pas été inventé pour cela. Il a été fait pour l'échange, alors que l'intérêt ne fait que le multiplier. Et c'est de là qu'il a pris son nom : les petits, en effet, sont semblables à leurs parents, et l'intérêt est

⁵ Deutéronome, 23 :19,20 ; Exode, 22 : 25

⁶ Peuple germanique qui envahit l'Italie du Nord en 568 et connu pour ses activités de prêt d'argent.

⁷ Philosophe grec qui vécut au V^e siècle av. J.-C.

*de l'argent né d'argent. Si bien que cette façon d'acquérir est la plus contraire à la nature.*⁸ »

La religion chrétienne, au travers du Nouveau Testament interdit aussi l'intérêt, mais cette fois de manière implicite :

« Si vous prêtez à ceux dont vous espérez recevoir, quel crédit est-ce cela pour vous ? Même les pécheurs prêtent aux pécheurs pour qu'ils puissent recevoir en retour un montant égal. Mais aime tes ennemis, et fais le bien, et prête, sans ne désespérer personne...⁹ »

Ce n'est qu'en 1515 que la religion catholique autorise l'intérêt par le biais du Concil de Latran V¹⁰. Par ailleurs, durant cette période, des réformateurs comme Calvin autorisent l'intérêt, sans toutefois permettre l'usure. Calvin s'oppose au prêt aboutissant à un appauvrissement du débiteur, mais il demeure favorable à l'enrichissement de ce dernier. Il défend le prêt à intérêt non usuraire lorsqu'il est appliqué aux riches. Si dans la religion Chrétienne des réformateurs ont favorisé l'intégration de l'intérêt, ce n'est pas le cas de la religion musulmane comme nous le verrons dans le prochain chapitre.

1.3.1.1. Prohibition de l'intérêt en Islam

La finance islamique se caractérise par son aspect contraignant par rapport à la finance conventionnelle. En effet, un certain nombre de mesures prises par les institutions religieuses islamiques visent à appliquer les principes de l'Islam à la finance contemporaine. L'une des principales exigences est la prohibition de l'intérêt.

Le passage suivant est tiré du *Coran* et est à la base de l'interprétation de l'interdiction de l'intérêt dans la religion musulmane.

« Ceux qui se nourrissent de l'usure ne se dresseront au jour du jugement que comme se dresse celui que le Démon a violemment frappé. Il en sera ainsi parce qu'ils disent : la vente est semblable à l'usure. Mais Dieu a permis la vente et il a interdit l'usure. Celui qui renonce au profit de l'usure, dès qu'une exhortation de son Seigneur lui parvient gardera ce qu'il a gagné. Son cas relève de Dieu. Mais ceux qui retournent à l'usure seront les hôtes du Feu où ils demeureront immortels. (...) Ô vous qui croyez! Craignez Dieu! Renoncez si vous êtes

⁸ Aristote, *La Politique*, livre 1, Chapitre 3.

⁹ Luc, 6 :34,65

¹⁰ Cours de M. Turbé à la HEG le 21.12.2007

croyants à ce qui vous reste des profits de l'usure. Si vous ne le faites pas attendez-vous à la guerre de la part de Dieu et de son prophète »¹¹.

Cependant, il est important de préciser que dans la religion musulmane, l'intérêt et l'usure sont conjointement associés sous le nom *Riba*, alors que conventionnellement, le premier terme signifie la somme que l'on paie pour l'usage de l'argent et le second traduit un délit commis par celui qui prête de l'argent à un taux excessif¹².

L'origine de l'interdiction de l'intérêt en Islam tient du fait qu'à l'époque les bailleurs de fonds appliquaient des taux usuraires et profitaient donc de la misère des pauvres. Par ailleurs, l'idée principale qui détermine la prohibition de l'intérêt par les musulmans est le fait que, selon cette religion, l'argent n'est pas du capital. Il ne le deviendra qu'après transformation par le travail et l'effort. D'après Iqbal et Mirakhor (2006), « l'argent n'est que du capital potentiel et il ne deviendra réellement capital qu'après son association avec une autre ressource afin d'entreprendre une activité productive ». L'argent n'a donc aucune utilité intrinsèque et n'est qu'un moyen d'échange de biens non fongibles. Un dollar ici vaut un dollar ailleurs, de telle sorte qu'il est impossible de réaliser un bénéfice sur son échange¹³.

La religion musulmane interdit donc toute forme d'intérêt payé sur un prêt quelle que soit la nature ou la grandeur. D'après les juristes et économistes musulmans, « *la Chari'a interdit le retrait par le prêteur d'un quelconque avantage de son prêt, sauf si cet avantage est librement accordé par l'emprunteur après remboursement du prêt et sans en constituer une condition tacite ou explicite* (Saadallah, 1996, p.17) ». Les jurisconsultes musulmans en donnent plusieurs explications. La première est le fait que l'intérêt est une rémunération fixe et connu ex-ante. La deuxième dénote l'injustice entre les risques que subissent le prêteur et le débiteur. Selon leurs interprétations, l'emprunteur assume une part majoritaire du risque dû au fait que la rémunération qu'il devra céder au bailleur de fond n'est pas fonction du résultat de l'actif financé¹⁴. Le créancier est donc assuré d'un gain sur le prêt alors que le débiteur est assuré du remboursement du prêt. En d'autres termes, si A prête 1000 CHF à B pour développer son activité et que A prélève un intérêt de 10%. Si B obtient un rendement inférieur à 10% du prêt (en l'occurrence 100 CHF), celui-ci payera plus d'intérêt qu'il n'a de profit

¹¹ Sourate II, verset 275 au verset 281.

¹² LE PETIT LAROUSSE ILLUSTRÉ, Librairie Larousse, (1987)

¹³ La réalisation d'un bénéfice sur deux monnaies différentes n'est pas proscrite.

¹⁴ Le risque de défaut est assumé entièrement par le bailleur de fond mais celui-ci peut se protéger à l'aide de garanties.

d'où l'injustice mentionnée plus haut. A contrario si le rendement est supérieur à 10 % c'est A qui subit une injustice car B se sera enrichi sur son dos.

De plus, il est à noter que dans la pratique, certaines IFI réalisent exceptionnellement des transactions portant intérêts. Cependant, afin de poursuivre l'essence même de leur système financier, les IFI purifient les profits provenant d'activités illicites comme l'alcool, l'armement, la pornographie (voir ch.1.3.5) en les transférant aux comptes de *Zakat*. La méthode utilisée est un « ratio de purification » appliqué aux dividendes dont la formule est la suivante (Standards & Poors, 2007. p.6):

$\text{Ratio de Purification} = \frac{\text{Revenus provenant d'activités illicites}}{\text{Total des revenus}}$
--

Enfin, les *fouqahas* arguent qu'il existe un manque de concordance entre la rémunération de l'écoulement du temps et un actif tangible. La valeur temps dans ce contexte est une notion importante que nous nous proposons de détailler dans la partie suivante.

1.3.1.2. La valeur temps

La valeur temps est une notion fondamentale en finance. Elle reflète le principe du « un franc aujourd'hui vaut plus que demain ». L'Islam approuve ce concept et souscrit au fait que les gens préfèrent de l'argent comptant plutôt qu'une promesse d'argent futur. Effectivement, cet état de fait est approuvé par la grande majorité des jurisconsultes (Saadallah, 1996, p.18) qui autorise la vente à crédit avec majoration du prix dans des produits financiers tels que le *Mudarabah* par exemple. Nous pouvons nous poser la question : pourquoi la finance islamique n'admet-elle pas pour autant le prêt avec intérêt ?

Selon la religion musulmane, le prêt a une connotation sociale. Le riche prête aux plus démunis car ceux-ci n'auraient pas demandé un crédit s'ils avaient eu les moyens de s'autofinancer. On prête donc par altruisme et selon la religion musulmane on ne saurait prélever un quelconque intérêt d'une activité charitable. De plus, comme mentionné plus haut, certains auteurs expliquent le rejet de l'intérêt par l'Islam dans l'injustice existante entre le coût d'opportunité que le prêteur subit lors de son prêt et la rémunération qu'il reçoit pour ce même prêt. Selon leur dire, l'intérêt est certain et d'un montant connu alors que le coût d'opportunité est seulement probable et rien ne peut, selon l'Islam, déterminer le montant qu'il aurait pu tirer de l'allocation de ses ressources. Finalement, le prêteur est certain de toucher son intérêt sans même fournir du travail ni participer aux risques.

A contrario, concernant la vente à crédit, les juristes musulmans arguent que la majoration du prix est la résultante du travail effectué et d'une prise de risque (fabrication du produit, l'importation du produit, le transport, le stockage et la commercialisation) (Cellule du fiqh du centre islamique de la Réunion, 2008)¹⁵. Le coût de revient doit être connu et la majoration du prix doit être approuvée par les deux parties à l'initiation de la transaction comme nous le verrons au chapitre 2 (Mohameden, 1997. p. 129). Afin de comprendre le fonctionnement de nombreux produits financiers islamiques, nous allons au préalable expliquer le système du partage des pertes et profits.

1.3.2. Le principe de Partage des Pertes et Profits (PPP/3P) ou Profit & Loss Sharing (PLS)¹⁶

La notion de partage des pertes et profits est un des éléments clés dans le concept de finance islamique car elle est le reflet des valeurs que l'Islam transmet à ses fidèles, à savoir justice, égalité sociale et fraternité. Ce système est défini par KHAN (1984) comme étant « *un mécanisme financier qui lie le capital financier à l'industrie et au commerce sans utiliser un intérêt* ». Il s'agit donc d'un procédé qui permet aux techniques de financements islamiques d'établir des échanges commerciaux en empêchant l'intérêt et ceci dans les règles de la *Chari'a*. Cette technique permet en outre le partage des risques entre entrepreneur et investisseur. Effectivement, ce dernier est directement lié au bon déroulement des affaires lors de la transaction basée sur le principe des 3P alors que lors d'un prêt à intérêt le risque est en partie transféré au demandeur de fond.

Le principe de partage des pertes et profits est utilisé dans plusieurs techniques de financements islamiques tels que le *Mudharaba* où la banque va financer entièrement le projet et l'entrepreneur va fournir son travail afin de faire fructifier le montant investi. Les profits sont partagés tandis que les pertes sont entièrement assumées par la banque. Ou encore le *Musharaka*, transaction qui permet à la banque et l'entrepreneur de s'associer pour un projet et partager les pertes et profits. Ces méthodes de financement se rapprochent du capital risque¹⁷ où l'investisseur va financer la phase

¹⁵ La Cellule du Fiqh du Centre Islamique de la Réunion est une organisation qui a pour mission d'étudier de façon approfondie les questions en rapport avec le droit musulman. Cette organisation a été mandatée par la Société Générale pour examiner ses deux produits financiers islamiques, le **SGAM Al Shariah liquidité** et le **SGAM Al Baraka Titre**. Elle a jugé licite ces deux produits financiers.

¹⁶ Traduction anglaise de : partage des pertes et profits.

¹⁷ Le capital de risque est une forme de financement avec prise de participation et incluent également le financement de redressement, le rachat d'entreprise par les cadres

post-amorçage de l'entreprise. Elles favorisent le développement des entreprises et donc de la croissance économique.

Nous comprenons rapidement que ce système suppose des risques supérieurs car, contrairement aux banques conventionnelles, la rémunération d'un type de financement dépend directement du rendement de l'opération et donc de la gestion du projet par l'entrepreneur. Le financement islamique ne peut donc être viable qu'avec des clauses contractuelles strictes permettant à la banque de s'assurer du bon fonctionnement des affaires. Sans quoi la direction de l'entreprise partenaire pourrait maquiller ses résultats financiers afin de diminuer la rétribution à la banque.

De plus, dans un tel système, les critères de sélection d'un projet par la banque ne sont plus basés sur des questions de solvabilité mais plus sur la rentabilité anticipée, laquelle est très difficilement estimable.

Dans le prochain sous-chapitre, nous traiterons d'une autre contrainte imposée par la *Chari'a*, la thésaurisation.

1.3.3. La thésaurisation

« La thésaurisation est un terme technique économique décrivant une accumulation de monnaie soit pour en tirer un profit ou soit par absence de meilleur emploi, et non par principe d'économie ou d'investissement productif¹⁸ ».

Il est important de faire la distinction entre épargne et thésaurisation. Cette dernière notion induit l'idée de non-productivité du capital. Par exemple, un compte d'épargne ne générant pas d'intérêt n'est pas une forme de thésaurisation car ce capital est utilisé par la banque à des fins productives (Gaillard et Tullier, 1965).

Le Coran prohibe la thésaurisation car dans l'Islam l'argent ne doit pas constituer une source de puissance. De plus, si un croyant musulman thésaurise ses avoirs cela signifie, dans cette religion, qu'il ne participe qu'à son enrichissement personnel et ne fait pas profiter l'économie en général. Le passage du Coran ci-dessous condamne rigoureusement cet acte.

« À ceux qui thésaurisent or et argent sans les dépenser dans la voie de Dieu, fais l'annonce d'un supplice douloureux. Un jour, ces métaux rendus

et la fusion-acquisition. RESEAU CAPITAL.
<http://www.reseaucapital.com/Association/Definition.html> (consulté le 13.08.2008)

¹⁸ WIKIPEDIA. <http://fr.wikipedia.org/wiki/Th%C3%A9saurisation>. (consulté le 20.08.2008)

incandescents au feu de l'enfer, leur seront appliqués sur le front, leurs flancs et leurs dos –et on leur dira-voici ce que vous amassiez, pour vous-même, savourez donc ce que vous avez thésaurisé.¹⁹ »

Il est évident que cette contrainte encourage l'investissement, cependant, elle oblige les IFI à ne pas conserver trop de liquidités durant une longue période. Après interprétation des *fouqahas* et afin de satisfaire cette obligation, les banques islamiques tolèrent un ratio de cash allant jusqu'à 49%²⁰.

La thésaurisation est souvent assimilée à de la spéculation, acte qui est également prohibé par l'Islam. Dans le prochain sous-chapitre, nous traiterons plus en détail cette interdiction.

1.3.4.L'interdiction de l'incertitude des ventes et de la spéculation (*Gharar et Maysir*)

Le terme *Gharar* signifie littéralement « incertitude, hasard » et sa prohibition sous-tend le principe suivant : un musulman doit tout faire pour qu'il ne résulte de ses actes aucun conflit ni aucune tension. C'est la raison pour laquelle il ne doit pas effectuer de *bay'oul Gharar* (achat avec incertitude) dont la transaction englobe une part non négligeable d'ambiguïté, d'incertitude et de hasard sur les caractéristiques du bien échangé telles que son prix, sa taille, sa couleur, la date de livraison, les échéances ainsi que les montants de remboursements. Selon Karich (2002, p.44), la source de cette prohibition découle du *hadith* suivant :

« Le Prophète a interdit l'achat d'un animal non né dans la matrice de sa mère, la vente du lait dans la mamelle sans mesure, l'achat du butin de guerre avant sa distribution, l'achat des dons de charité avant leur réception, et l'achat de ce qu'a récolté un pêcheur avant sa pêche ».

Le terme *Maysir* signifie jeu de hasard et sa prohibition découle du verset du Coran suivant :

« O vous qui croyez, l'alcool, le jeu de hasard, les pierres dressées et les flèches divinatoires ne sont qu'impureté, relevant du fait du diable. Préservez-vous en, afin de réussir. Le diable ne veut, par le biais de l'alcool et du jeu de hasard, que

¹⁹ Sourate le repentir, verset 34.

²⁰ Ces ratios sont détaillés au chapitre 4.

jeter l'inimitié et la haine entre vous, et vous détourner du souvenir de Dieu et de la prière [...] »²¹

Dans la finance conventionnelle, certaines transactions sont manifestement empreintes d'incertitudes et leurs espérances de rendements sont souvent spéculatives, notamment les swaps, les options, les futurs ou forwards ainsi que toutes formes d'assurances. Les options par exemple, donnent le droit mais non l'obligation à un investisseur d'acheter ou de vendre (s'il s'agit respectivement d'une option call ou put), à un prix fixé à l'avance, le titre sous-jacent à l'échéance. Les gains / pertes que l'investisseur encaissera/payera dépendront donc en partie du prix du sous-jacent (une action par exemple) à la maturité. Imaginons une option call dont le prix du sous-jacent à l'échéance serait supérieur au prix prévu dans le contrat. L'investisseur pourra acheter son action au prix fixé au préalable et sera bénéficiaire. Par contre, la contrepartie qui a bien voulu lui vendre cette option se retrouvera déficitaire. Nous nous retrouvons donc dans une situation où ni l'investisseur ni la contrepartie ne pouvait déterminer son gain ou sa perte et démontre l'incertitude qui existe dans ce genre de transaction.

Par ailleurs, dans un autre contexte, celui des contrats d'assurance, si un assuré est affilié à une assurance mais dont aucun sinistre n'est survenu, celui-ci devra s'acquitter de primes pour lesquelles il ne percevra aucune contrepartie. Par contre, certains clients profiteraient d'un remboursement d'assurance alors même qu'ils viennent de souscrire à l'assurance.

1.3.5. Les activités illicites (*haram*)

A l'instar de la finance éthique, le système financier islamique proscrit tout investissement dans certaines activités illicites. Nous pouvons mentionner les distilleries, l'industrie pornographique, les jeux de hasard, les charcuteries, l'armement et les banques commerciales classiques. En effet, celles-ci utilisent l'intérêt, que ce soit pour prêter ou pour emprunter.

Afin de pallier ce problème, les principales banques conventionnelles ont créé des fenêtres islamiques leur permettant de proposer des produits conformes à la *Chari'a* tout en gardant leurs activités conventionnelles. Nous pouvons mentionner HSBC, UBS, Citibank, Goldman Sachs, BNP et la Deutsche Bank par exemple.

²¹ Coran, verset 5/90-91

Le dernier principe fondamental qui met un cadre stricte au système financier islamique est celui de la *Zakat* (impôt religieux) que nous proposons d'expliquer dans la prochaine partie.

1.3.6. La *Zakat*

La *Zakat* est un impôt religieux annuel que chaque musulman a l'obligation de régler pour autant qu'il en ait les moyens. Ce devoir fait partie des cinq piliers de l'Islam²² et est prélevé afin d'aider les plus démunis, permettant d'équilibrer les richesses. Une banque islamique a donc la nécessité de créer une caisse de la *Zakat*. Le montant à payer est connu et représente 2.5% des actifs liquides (argent, titres etc). Cet impôt est aussi prélevé sur le bétail, les marchandises, les minéraux extraits du sol et enfin les fruits et les céréales.

Afin de satisfaire cette exigence, les banques islamiques ont conçu des Comités de la *Zakat* chargés de prélever l'impôt ecclésiastique ainsi que de gérer des fonds conformément aux principes de la *Chari'a*. De plus, ce Comité est rattaché à la haute direction de l'entreprise.

1.4. Le fonctionnement des banques islamiques

Depuis le lancement de la première banque islamique en 1963 en Egypte, les banques islamiques ont essayé d'appliquer les concepts de la *Chari'a* à la finance. Il en résulte des organisations, des opérations financières et des fonctionnements spécifiques. Dans le tableau ci-dessous, nous proposons une synthèse des principales distinctions entre banques islamiques et banques traditionnelles.

1.4.1. Banques islamiques vs Banques traditionnelles

Tableau 1

Analyse comparative entre banques islamiques et banques traditionnelles

	Banques islamiques	Banques traditionnelles
Comptes courants	<ul style="list-style-type: none"> Les avis divergent concernant l'importance de ces dépôts dans les 	<ul style="list-style-type: none"> Les dépôts des clients apportent une manne importante pour la

²² Les cinq piliers de l'Islam sont la profession de foi, la prière, la Zakat, le jeûne du mois de ramadan et le pèlerinage à la Mecque.

	<p>ressources de la banque islamique. Pour certains, cette manne ne constituerait qu'une infime partie des ressources des banques islamiques (Siagh, 2001 p.30). Pour d'autres, il s'agirait d'une importante ressource allant même jusqu'à 75% des ressources mobilisées pour certaines IFI (BID, 2002. p.118).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ne génère aucun intérêt en contrepartie de la gratuité de certains services (chèques, transferts de fonds etc) • Lorsque la banque islamique prête de l'argent à ses clients en vue de l'acquisition d'un bien, elle ne passe pas par le compte courant du client mais directement par le vendeur. La banque se rémunère avec une marge sur la vente du bien. • Dans le cas où le client 	<p>banque traditionnelle.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Génère un intérêt produit mais les services bancaires sont pour la plupart payants. • Si la banque traditionnelle octroie un prêt, elle le transfère sur le compte de son client et se rémunère avec un intérêt.
--	---	---

	<p>de la banque souhaite un prêt pour une cause urgente (mariage, décès), la banque passe par un compte spécial ne prélevant pas d'intérêt. En arabe, ces prêts se nomment <i>Qard Hassan</i>.</p>	
<p>Compte d'investissement ou Profit Sharing Investment Account (PSIA) : selon l'Accounting and Auditing Organisation for Islamic Finance Institute (AAOIFI), il existe deux sortes de PSIA. Le premier est nommé compte « restreint » car il permet à son détenteur de définir l'allocation de ses actifs. Le second est appelé non-restreint car il délègue l'entière gestion de ses actifs à la banque.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Le déposant accepte que la banque gère son argent en contrepartie de frais de gestion appelé frais de <i>Mudarib</i> qui vient de <i>Mudaraba</i>, ce qui veut dire partage des pertes et profits en arabe. Ces frais sont fonction du profit de la banque. Avec l'ensemble des dépôts, la banque crée un ou plusieurs fonds d'investissements dans lesquels le dépositaire n'a aucun droit de regard et de gestion pour le compte non-restreint alors qu'il peut décider de l'allocation de ses fonds avec un compte restreint. • Ni le capital ni le taux de rendement ne sont 	<ul style="list-style-type: none"> • Dans le bilan des banques conventionnelles, il n'existe pas d'équivalent aux comptes PSIA. Cependant, il est à noter que dans tout compte traditionnel le capital est supposé être garanti. La banque doit donc pouvoir rembourser une partie du capital de tous ses déposants à tout moment. Ce qui n'est pas le cas du PSIA.

	<p>garantis.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Selon la BID, (2002. p. 169), les normes de Bâle II²³ sont applicables dans le cas des banques islamiques. En revanche, la pondération des risques des actifs des banques islamiques diffère sensiblement des banques conventionnelles. Cela est notamment le cas pour le calcul des fonds propres réglementaires des comptes PSIA. Il est donc préférable pour les IFI d'utiliser des techniques de rating interne préconisées par les directives de Bâle II. • La durée des dépôts varie entre 1 mois et 5 ans. Si le détenteur du compte se retire avant la fin de l'échéance il partage les pertes, mais pas les profits que le fond aura pu générer (Standards & Poors, 	
--	--	--

²³

Ces accords portent sur l'adéquation en fonds propres des banques. Ils ont été érigés par le Comité de Bâle sur le Contrôle Bancaire et sont en vigueur en Suisse depuis le 01.01.2007.

	2006, p.13).	
Compte d'épargne	<ul style="list-style-type: none"> Le client, à l'instar d'un PSIA non-restreint, partage les pertes et profits et n'a aucun droit de regard et de gestion sur ses fonds. L'unique différence avec un PSIA non-restreint réside dans le fait que le capital est garanti in-fine. 	<ul style="list-style-type: none"> Dans un compte d'épargne classique les montants déposés peuvent être retirés à tout moment. Généralement, il génère un taux d'intérêt fixe et connu d'avance.
Relation client-banquier	<ul style="list-style-type: none"> Dans une banque islamique, le déposant est partenaire et non créancier. Il pourra s'agir d'un partage des risques pour le déposant sur un compte PPP ou d'un partenariat de la banque pour un prêt non rémunéré <i>Qard Hassan</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> Les banques traditionnelles ont, avec leurs clients, des relations de créanciers / débiteurs.
Rôle et opérations des banques	<ul style="list-style-type: none"> La banque islamique a une fonction d'intermédiaire commercial car l'ensemble des transactions financières sous-tend un actif tangible et lie acheteur et vendeur. 	<ul style="list-style-type: none"> La banque traditionnelle a un rôle d'intermédiaire financier. Elle collecte des fonds et les utilise dans des opérations de prêts.

<p>Banque centrale islamique ou prêteur de dernier recours (pdr) et marché interbancaire</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Si le système financier islamique veut être complet il doit se munir de banques centrales islamiques. L'instrument majeur de la politique monétaire est le taux d'intérêt, outil qui n'est pas conforme à la <i>Chari'a</i>. Il resterait cependant aux banques centrales islamiques les instruments du taux de réserve, la persuasion morale et les techniques d'Open Market. • De plus, le rôle de prêteur de dernier recours attribué aux banques centrales est difficilement applicable dans un contexte islamique, toujours pour des questions de rémunération illicite de l'argent prêté. • Il n'existe par ailleurs pas de marché interbancaire islamique. En cas d'excédent de liquidité à court terme les banques islamiques ne peuvent ni recevoir 	<ul style="list-style-type: none"> • Sur le marché traditionnel les banques centrales ont plusieurs fonctions : émission de billets, régulation du marché monétaire, banque des banques. Le marché interbancaire permet aux banques de placer ou de refinancer respectivement leurs excédents ou leurs déficits de liquidités.
---	--	---

	ni payer d'intérêts. Pour l'instant, il n'existe que peu d'instruments monétaires liquides islamiques.	
--	--	--

1.4.2. Le bilan des banques islamiques vs conventionnelles

Figure 1

Bilan banques islamiques vs conventionnelles

Banque Conventiennelle	Actif	Banque Islamique
<u>ACTIF CIRCULANT</u>		<u>ACTIF CIRCULANT</u>
Titres négociables		Cash
Prêt standard		Investissement
Découverts		FINANCEMENT MUSHARAKA
Autres avances		FINANCEMENT MUDARABA
		Murabaha interbancaires de CT
		Vente à crédit
		SALAM
		ISTISNA'A
		MURABAHA
		Investissement actions, immobiliers
<u>ACTIF IMMOBILISÉ</u>		<u>ACTIF IMMOBILISÉ</u>
Participation		Participation (musharaka)
Immeubles		Immeubles
		Diminishing Musharka
Banque Conventiennelle	Passif	Banque Islamique
<u>DETTE CT</u>		<u>DETTE CT</u>
Dépôts		Compte courant (Qard Hassan)
Emprunts et dettes financières diverses		Compte d'investissement (PSIA)
		RESTREINT
		NON-RESTREINT
		Compte d'épargne
		Zakat et impôt anticipé
		Murabaha interbancaire de CT
		Provision (IRR)
<u>DETTE LT</u>		<u>DETTE LT / FONDS PROPRES</u>
		Fonds islamiques
Capital action		Capital action
Bénéfice		Bénéfice
Réserves		Bénéfice à purifier
		Réserves (PER)

Source : SUNIL KUMAR K. et IOANNIS A, 2008

Chapitre 2. Les produits financiers islamiques

La majorité des experts de la finance islamique s'accorde à dire qu'il existe deux types de produits financiers islamiques : Les produits basés sur le principe des 3P et ceux basés sur le principe du coût plus marge. C'est pour cette raison que nous présenterons de manière scindée les mécanismes, les schémas et les équivalents conventionnels des deux types de produits financiers conformes à la *Chari'a*.

2.1. Les produits financiers islamiques comprenant un système de Partage des Pertes et Profits (3P)

Tableau 2

Les produits basés sur le principe des 3P

Produit	Mécanisme	Équivalent conventionnel
<i>Mudaraba</i>	<p>La banque fournit la totalité du capital à un entrepreneur pour le financement d'un projet. En contrepartie ce dernier fournit son savoir-faire et son capital humain. Les profits sont partagés in-fine selon un ratio préétabli. Les pertes sont entièrement supportées par la banque sauf en cas de négligence, fraude ou mauvaise exécution du contrat. Ce type de contrat est souvent utilisé pour des transactions à court terme pour tout ce qui touche au fond de roulement.</p> <p>Du côté du Passif des</p>	<p>Ce type de contrat est assimilable à une société en commandite où le commandité serait la banque et le commanditaire l'entrepreneur.</p>

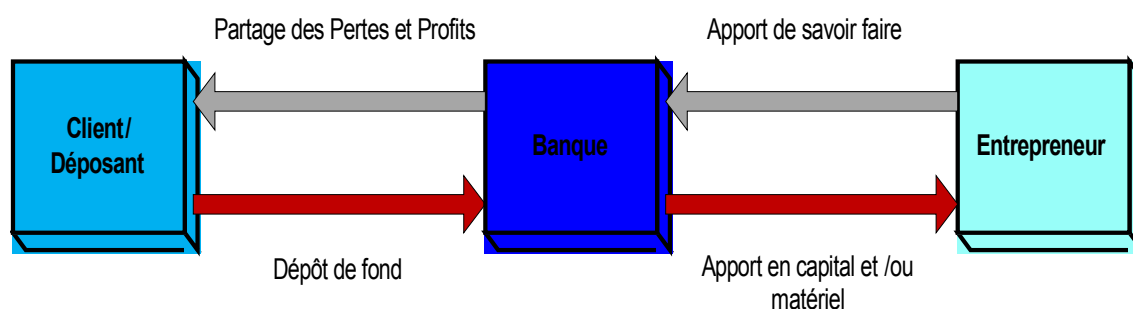
	<p>banques, il existe aussi de tels contrats, mais ceux-ci sont illimités. La banque a le droit d'utiliser les fonds des déposants pour un large panel de projets.</p> <p>Cette combinaison actif-passif de ce type de contrat est appelée <i>Mudaraba two-tiers</i> (Karich, 2002. p.65).</p>	
<p><i>Musharaka et diminishing Musharaka</i></p>	<p>Le capital du projet est fourni par la banque et un ou plusieurs partenaires. Les profits et pertes sont partagés au prorata de l'apport financier de chacun. Tous les co-contractants ont un droit de regard sur la gestion du projet.</p> <p>Dans le cas d'un <i>diminishing Musharaka</i>, l'entrepreneur peut racheter progressivement les parts de la banque.</p>	<p>Ce type de transaction est comparable à une joint-venture²⁴.</p>

Figure 2

²⁴

Association de type économique dans laquelle les partenaires partagent les risques et les frais. Source : <http://dictionnaire.mediadico.com/traduction/dictionnaire.asp/definition/joint-venture/2007>. (consulté le 02.09.2008)

Schéma d'un contrat *Mudaraba*



Les contrats *Musharaka* et *Mudaraba* sont les plus recommandés par les juristes musulmans, car ils répondent au principe d'équité dans la prise de risque et sa rémunération. Malgré cela et mise à part les *diminishing Musharaka*, ces types de financement sont rarement utilisés dans la pratique en raison de leur fort degré de risque et d'incertitude des profits. De plus, comme nous l'avons vu précédemment, il existe un fort risque d'agence, d'asymétrie d'information et d'aléa moral dans ce genre de contrat. En effet, l'entrepreneur peut être tenté de falsifier les résultats afin d'améliorer son profit et / ou négliger la gestion du projet vu qu'il n'a pas à subir les pertes (uniquement pour un contrat *Mudaraba*).

2.2. Les produits financiers islamiques basés sur le principe du coût plus marge

Tableau 3

Les produits basés sur le principe du coût plus marge

Produit	Mécanisme	Équivalent conventionnel
<i>Murabaha</i>	Il s'agit d'une vente avec marge. Celle-ci doit être définie par les deux parties et le montant du coût de revient doit être connu de l'acheteur à l'initiation du contrat. Le paiement peut s'effectuer par versements	Semblable à une vente traditionnelle.

	<p>échelonnés.</p> <p>D'après Standards & Poors (2006, p.37) « <i>the margin is related to the cost of funds, including credit risk, and may be based on various conventional benchmarks such as LIBOR²⁵, although the development of Islamic benchmarks is under consideration</i> ».</p> <p>Dans la pratique, ce mode de financement est utilisé à court terme pour l'acquisition de matières premières et de produits semi-finis.</p>	
<p><i>Salam</i></p>	<p>C'est une vente avec livraison différée. L'acheteur paie comptant le prix négocié à l'initiation du contrat. Le vendeur livre le bien à terme. Afin d'éviter toutes confusions, le vendeur signe une promesse de livraison au vendeur en stipulant les modalités de la vente (nature des marchandises, quantités, prix, délais et modalités de livraison et/ou de vente pour le compte de</p>	<p>Comparable à un contrat forward qui donne le droit d'acheter un bien à un prix et une date convenus dans le futur.</p> <p>Il existe deux différences fondamentales entre un <i>Salam</i> et un Forward : premièrement, à l'échéance le sous-jacent n'est pas livré dans le cadre d'un <i>Salam</i>. Deuxièmement, lors d'un forward le sous-jacent est payé à la maturité, ce qui</p>

²⁵

Le London Inter-Bank Offered Rate est un taux interbancaire moyen des principales banques londoniennes.

	<p>la Banque).</p> <p>Ce contrat est une exception, car dans la théorie la <i>Chari'a</i> prohibe la vente d'un objet que l'on ne détient pas (<i>bay al ma'adoum</i>) (IIRF, 2002. p. 15). A l'époque du Prophète, les Arabes dépendant régulièrement du commerce saisonnier et de l'agriculture, il était courant d'effectuer des contrats <i>Salam</i>. Le hadith suivant confirme la validité de cette transaction: "[when] The Prophet came (to al Madinah) we used to do Salam sell forward against cash payment until the season" (Al Bukhari, cité par Kahf et Khan, V4, p.269).</p>	<p>n'est pas le cas du <i>Salam</i> où le paiement est comptant.</p>
<p><i>Istisna</i></p>	<p>Il s'agit d'un contrat par lequel une partie demande à une autre de lui fabriquer un objet moyennant un paiement comptant, échelonné ou à terme.</p> <p>Bien que fort ressemblant au <i>Salam</i>, l'<i>Istisna</i> présente la particularité d'avoir un objet du contrat non achevé à l'initiation du contrat.</p>	<p>Contrat proche des forward si le paiement de l'<i>Istisna</i> s'exécute à terme. Quant à la livraison du bien, elle se fera à terme, car le bien n'est fabriqué qu'à partir du moment où les deux parties se sont mises d'accord sur les modalités du contrat.</p> <p>Contrat proche d'un prêt pour le fond de roulement</p>

	<p>L'<i>Istisna</i> fait donc une entorse aux règles de la <i>Chari'a</i> qui, elle, prohibe la vente d'une chose qui ne nous appartient pas ou que l'on ne possède pas (op.cit, p.14).</p> <p>Dans la pratique, cette transaction procure aux entreprises un financement à moyen et long terme pour la fourniture, la construction ou la fabrication de produits finis.</p> <p>Cette technique est souvent additionnée à d'autres contrats, comme l'<i>Ijara</i>, lors de projets immobiliers par exemple.</p>	<p>si le paiement est effectué à l'initiation du contrat. Le paiement cash peut, en effet, servir à acheter le matériel nécessaire à la fabrication du bien.</p>
<i>Muajjal</i>	<p>Le <i>Muajjal</i> est une vente dont le paiement se fait de manière différée, alors que la livraison est immédiate. La date de paiement ainsi que le prix sont connus et acceptés à l'initiation du contrat par les deux parties.</p> <p>C'est l'opposé du contrat <i>Salam</i> vu précédemment.</p>	<p>Correspond à une Vente à crédit.</p>

Figure 3

Schéma d'un contrat *Salam*

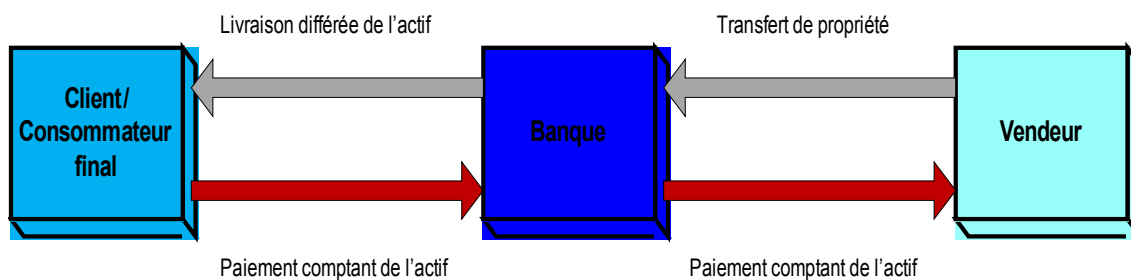


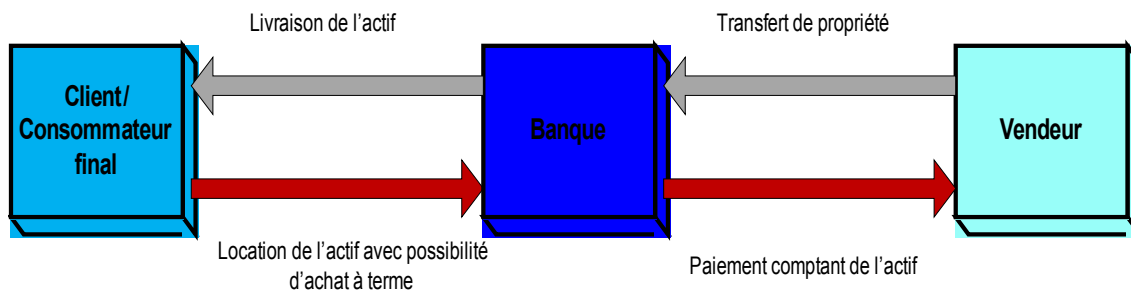
Tableau 4

Les produits basés sur le principe du coût plus marge (suite)

Produit	Mécanisme	Équivalent conventionnel
<i>Ijara / Ijara Wa Iktina</i>	<p>C'est un contrat de location. Un bien est acquis par la banque auprès d'un fournisseur. La banque le loue à l'entrepreneur et le coût de location plus la marge sont échelonnés sur toute la période du bail.</p> <p>La variante <i>Wa Iktina</i> permet à l'entrepreneur d'acquérir à terme l'objet loué.</p>	<p>Assimilable à un contrat de leasing. Selon les juristes musulmans, le leasing est licite car il ne s'apparente pas à un prêt d'argent. Ils arguent que le montant du loyer est dû à la jouissance du bien par le locataire (IIFR, 1996. p. 132).</p>

Figure 4

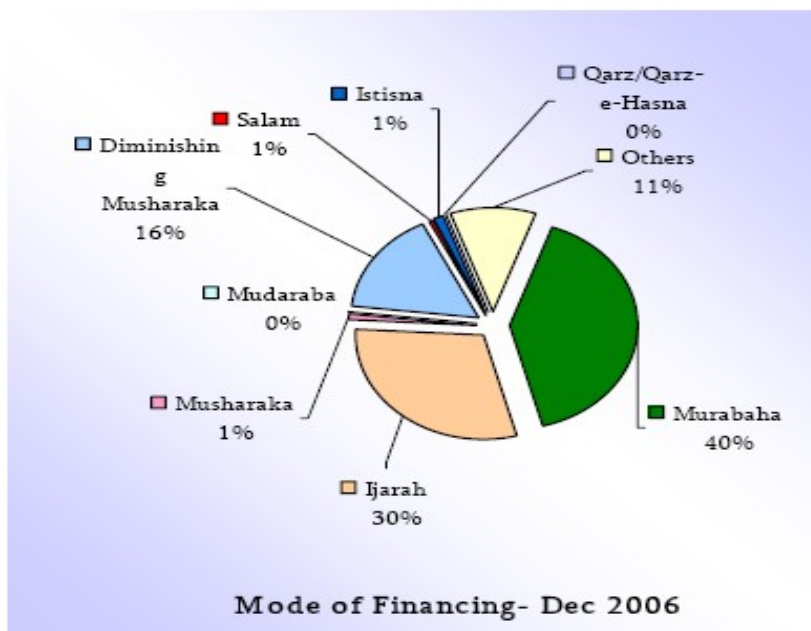
Schéma d'un contrat *Ijara Wa Iktina*



Il apparaît toutefois, que dans certains pays, comme le Pakistan, l'utilisation de contrats basés sur le principe du coût plus marge dans l'industrie financière islamique soit relativement élevé. Le diagramme ci-dessous montre en effet que ces techniques de financements islamiques représentent environ 83% de l'ensemble des méthodes utilisées au Pakistan. Le *Murabaha* représente même 40% des transactions au Pakistan.

Figure 5

Répartition des produits financiers islamiques selon leurs importances (%)



Source : Banque Centrale du Pakistan

Par ailleurs, on constate ici que l'ensemble des modes de financements impliquant un système 3P (diminishing *Musharaka* inclut) ne représente que 17% des transactions compatibles avec la *Chari'a*.

2.3. Les autres produits financiers islamiques

Tableau 5

L'Arbun

Produit	Mécanisme	Équivalent conventionnel
<p><i>Arbun</i></p>	<p>Montant prélevé en garantie pour l'exécution d'un contrat futur. L'acheteur paie au vendeur un dépôt pour avoir le droit de conclure ou d'annuler la vente. En cas de non exécution du contrat le vendeur garde le dépôt en compensation. Si la vente est conclue le montant du dépôt est intégré au prix d'achat.</p>	<p>Comparable à une option Call, car celle-ci donne le droit mais non l'obligation d'acheter un sous-jacent à un prix et une date déterminée. Par ailleurs, tout comme un <i>Arbun</i>, l'acheteur d'un Call doit la « prime » au vendeur si l'option n'est pas exercée.</p> <p>Il existe deux différences majeures entre un Call et un <i>Arbun</i>. Premièrement dans le cas d'un <i>Arbun</i>, si l'option est exercée, le vendeur intègre la « prime »²⁶ dans le prix du sous-jacent.</p> <p>Deuxièmement, le sous-jacent d'un <i>Arbun</i> est toujours un actif tangible.</p>

Selon Nuradli (2001), ce type de transaction n'est pas unanimement accepté par les différentes écoles de pensées musulmanes. D'un côté, l'école Hanafite²⁷ estime que l'*Arbun* est une forme de corruption et les écoles Shafrites et Malikite soutiennent que ce genre de contrat est nul, car, selon eux, il s'agit d'une forme de tromperie et accentue le risque (Wahbah al-Zuhaili, 1995. p. 462). D'un autre côté, Kamali ²⁸(1997)

²⁶ Prix d'achat d'une option.

²⁷ Les quatre écoles principales du sunnisme sont la Chafrite, la Hanafite, la Malékite et la Hanbalite. L'école majeure du chiisme est la Jafarite.

²⁸ Mohammad Hashim Kamali est un professeur de droit islamique à l'International Islamic University of Malaysia. Il a publié l'islamique commercial law 2000 qui est une étude sur l'application des principes de la Chari'a au produits dérivés tels que les options et les futures. GLOBAL EXPERT FINDER. <http://www.globalexperfinder.org/expert.php?>

a approuvé l'*Arbun* en se basant sur des *Hadiths* d'universitaires, tels que Yusuf Qardawi and Mustafa al-Zarqa.

Malgré ces divergences d'opinions, de nombreux produits structurés utilisant cette technique ont été conçus. Dans le chapitre 5, nous proposons l'analyse d'un produit structuré islamique de la Deutsche Bank.

Tableau 6

Les Sukuks

Produit	Mécanisme	Équivalent conventionnel
<p><i>Sukuk</i></p>	<p>Les <i>Sukuk</i> sont des instruments obligataires islamiques adossés à un actif tangible ou à un investissement dans une firme. Les rendements de l'actif ou de l'entreprise vont permettre de rémunérer l'investisseur. Par ailleurs, l'échéance du titre est fixée d'avance.</p> <p>Selon l'AAOIFI, il existerait 14 types de <i>Sukuk</i>. Cependant, seules 7 techniques sont utilisées couramment : <i>l'ljara</i>, le <i>Murabaha</i>, le <i>Musharaka</i>, l'<i>Istisna</i>, le <i>Mudaraba</i>, le <i>Salam</i> et le <i>Manfa'a</i> (voir l'annexe 2 sur les statistiques du marché des <i>Sukuks</i>).</p> <p>Ces obligations sont émises pour le compte</p>	<p>Comparable à un asset-backed securities lequel est un titre de créances adossé à un actif. Ces actifs sont sous les feux des projecteurs depuis juillet 2007, car ils sont à la base de la crise des « Subprimes ».</p>

expertid=197 (consulté le 02.09.2008)

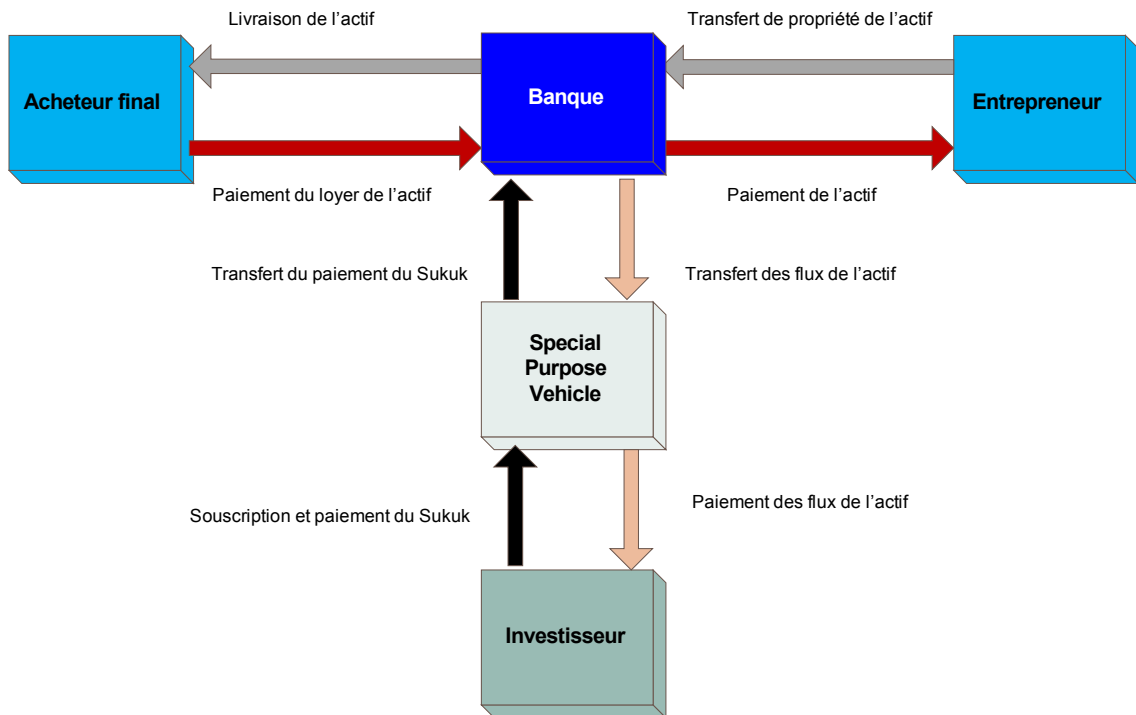
	<p>d'Etats, d'entreprises et des banques par le biais d'une Special Purpose Vehicle (SPV)²⁹. Ce dernier effectue une titrisation³⁰ du sous-jacent.</p> <p>Étant donné que ce type de transactions fait appel à de nombreuses parties prenantes, les risques de crédit sont multiples. Ces produits n'excluent pas un défaut de l'émetteur, de la banque qui officie la transaction, de l'entrepreneur lorsque le sous-jacent est basé sur le 3P, ou encore du locataire lors de transactions <i>Ijara</i> (leasing).</p>	
--	--	--

Figure 6

Schéma d'un Sukuk Al-Ijara

²⁹ Fonds Commun de Créance

³⁰ La titrisation est une technique de financement ou de refinancement d'un portefeuille de créances illiquides qui sont isolées dans une entité ad hoc spécialement mise en place qui finance l'acquisition du portefeuille de créances par l'émission de valeurs mobilières négociables et liquides dont le rendement est calqué pour le principal et les intérêts sur les flux des créances titrisées. (ALJB, 2004. p. 861)



Les fonds de placements islamiques

Un fond de placement habilite des clients privés ou institutionnels à participer à un pool d'investissement géré par des professionnels et proposant une stratégie de placement définie (COUSY, H et al, 2006. p.152).

Ce type de placement permet d'effectuer des investissements très diversifiés sans pour autant disposer de moyens et de connaissances élevés. Les gestionnaires des fonds de placements utilisent des indices correspondant à leurs stratégies comme benchmark. Ils se réfèrent à ceux-ci afin de déterminer leurs performances relatives.

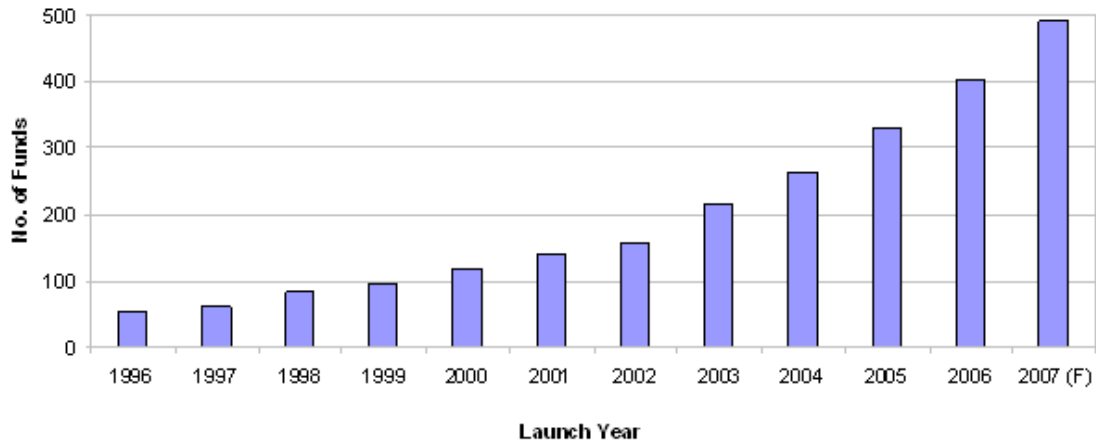
Dans le cadre des fonds de placements islamiques, la démarche est presque identique, à la seule différence que les positions prises par le gérant d'un fond islamique ont l'obligation d'être « *Chari'a* compliant ». La sélection de titres compatibles avec l'Islam comporte deux étapes : premièrement, il est interdit d'investir dans des activités *haram* et deuxièmement, l'entreprise doit être en adéquation avec certains ratios comptables (voir ch. 4.1 pour plus de détails). De plus, les stratégies de placements sont très variées. Nous pouvons mentionner notamment les fonds actions, fixe-income (rendement fixe), private equity (investissement dans des entreprises non-cotées) et real estate (immobilier).

Le marché des fonds de placements islamiques s'est fortement développé depuis 1996. Effectivement, on ne comptait environ qu'une cinquantaine de fonds il y a une

dizaine d'année, alors qu'en 2007 leurs nombres avoisinaient les 500, comme le montre la figure ci-dessous.

Figure 7

Croissance du nombre de fonds de placements (1996-2007)

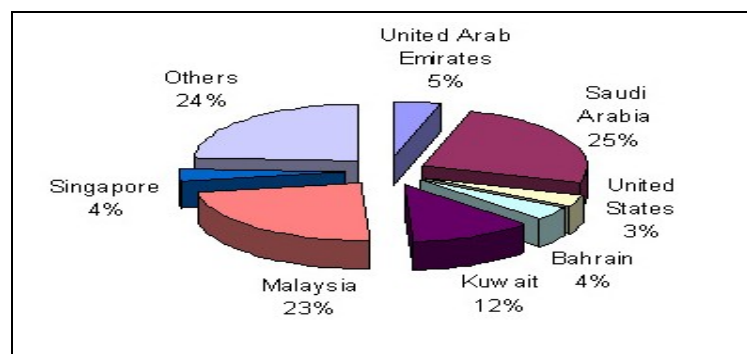


Source : www.eurekahedge.com

Nous pouvons constater la croissance exponentielle des fonds de placements islamiques depuis 1996. La taille du marché serait comprise entre 50 et 70 milliards de dollars, selon Eureka³¹, ce qui représenterait environ 10% du total du marché de la finance islamique. Ce marché est caractérisé par une concentration tripolaire entre la Malaisie, l'Arabie Saoudite et le Kuwait comme nous pouvons le voir ci-dessous :

Figure 8

Répartition géographique des fonds de placements islamiques



Source : www.eurekahedge.com

³¹

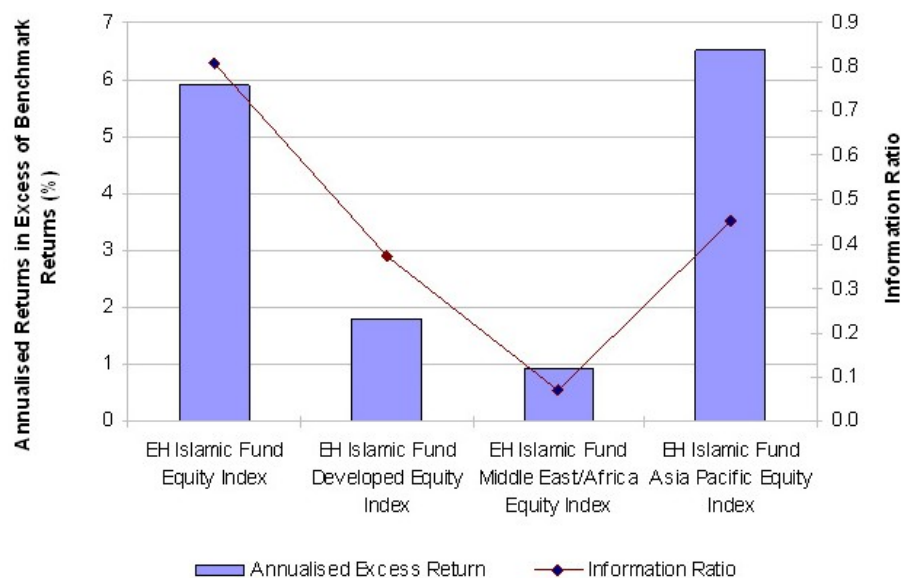
EUREKA.

http://www.eurekahedge.com/news/07_july_EH_IFS_Key_Trends.asp (consulté le 27.09.2008)

Pour finir, les fonds de placements en actions islamiques montrent d'excellents résultats. Effectivement, comme le montre la figure suivante, les fonds surperforment leurs benchmarks.

Figure 9

Performances relatives des indices de fonds en actions islamiques



Source : www.eurekahedge.com

Nous pouvons remarquer ci-dessus que l'ensemble des indices sur fonds islamiques affiche de meilleurs rendements que leurs benchmarks respectifs. Par ailleurs, les ratios d'informations des indices de fonds en actions islamiques dénotent une meilleure performance par rapport à leurs indices de références pour un risque constant³². De plus, l'indice globale des fonds actions islamiques possède un ratio d'information supérieur à 0.5 ce qui, souligne Akimou OSSE, démontre la qualité de ces placements collectifs³³.

³² OSSE. A et HAAG J, cité par NOVELLO, P. Les outils statistiques pour un premier tri des fonds. *Le Temps*. 2008. <http://www.letemps.ch/horseries/dossiersarticle.asp?ID=224131> (consulté le 27.09.2008).

³³ Ratio d'information = (Performance de l'indice - perf. du Benchmark) / tracking error. Le tracking error mesure l'écart de volatilité entre l'indice et son Benchmark.

Chapitre 3.L'inventaire des risques financiers islamiques

La gestion des risques est au cœur de l'actualité financière mondiale avec la crise que subit actuellement l'ensemble du secteur financier. Dans un tel contexte, toutes les institutions financières doivent augmenter leur surveillance, leur contrôle et leur gestion des risques, mesures qui n'échappent pas aux IFI. Dans ce troisième chapitre, ce sont précisément les risques spécifiques qu'encourt la finance basée sur les principes de la *Chari'a* que nous allons commencer par étudier. Dans ce contexte, nous aborderons également les risques de crédit, les risques de liquidités, les risques de marché et enfin les risques opérationnels.

3.1. Les risques spécifiques à la finance islamique

Les IFI font face à des risques qui leur sont propres. Des spécialistes, comme Anouare Hassoune³⁴, identifie deux risques caractéristiques des institutions financières conformes à la *Chari'a* : le risque commercial translaté, ainsi que l'enchevêtrement des risques. Le premier résulte de la concurrence entre banques islamiques et banques conventionnelles. Il intervient dans le cas où les banques islamiques n'enregistrent pas de rendements suffisants pour les comptes Profit Sharing Investment Account (PSIA). Les clients auront tendance à retirer leurs fonds au bénéfice des banques conventionnelles. Cette situation induit deux risques pour la banque: un risque de rentabilité, ainsi qu'un risque de crédit important. Afin de résoudre ce problème, les IFI vont ajuster les rendements des comptes PSIA aux taux LIBOR et cela va leur permettre de proposer des rendements concurrentiels. Le taux généralement utilisé est le LIBOR 6 mois³⁵.

Quant au risque d'enchevêtrement, il s'explique par le fait que de nombreuses transactions sont tripartites. Ces contrats lient le client, la banque et le fournisseur de biens. Chaque partie du contrat contient des risques différents, ce qui a pour effet d'alourdir la gestion des risques de la Banque. Ces risques sont décrits de manière plus concrète dans le schéma et le tableau ci-dessous.

Figure 10

³⁴ Présentation de la Finance Islamique à l'Ecole Supérieure des Affaires de Beyrouth le 29 février 2008.

³⁵ ISLAMIC FINANCE UPDATES.
<http://islamicfinanceupdates.wordpress.com/2008/07/07/sharia-compliant-finance-products> (consulté le 29.09.2008); IFSB, 2008. p.97

Contrat parallèle *Ijara-wa-Iqtina* et *Salam*.

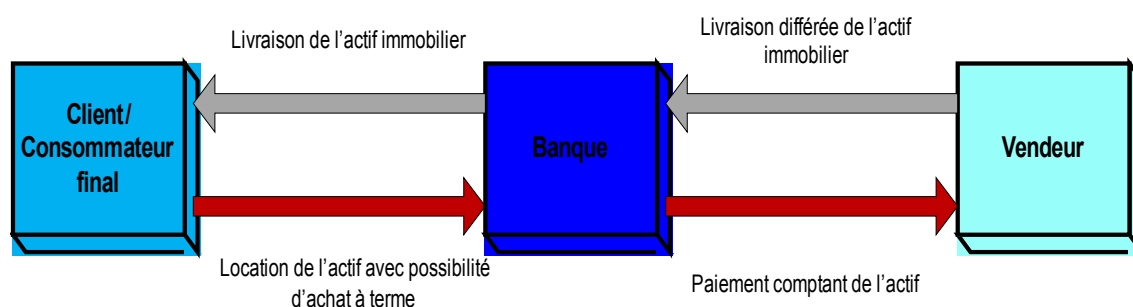


Tableau 7

L'enchevêtrement des risques dans un contrat tripartite

Risque	Situation
Risque de crédit	Le Client ne paie pas ses échéances et/ou le Vendeur ne livre pas la maison à temps.
Risque de taux de référence (voir ch. 2.5.1)	Comme expliqué précédemment, les taux LIBOR sont des benchmarks pour le calcul du taux de rendement des comptes PSIA. Une variation des taux d'intérêts entre le début et la fin d'un contrat à paiement différé (<i>Ijara</i> - leasing) peut donc comporter un risque pour les IFI.
Risque de marge (voir ch. 2.5.1)	Si le taux LIBOR augmente entre le début et la fin du contrat, la Banque aura permis au client d'acquérir la maison avec une marge inférieure à celle qu'elle aurait pu pratiquer à l'échéance, car la Banque va ajuster en fin d'année les profits des comptes PSIA aux taux LIBOR. En d'autres termes, la banque risque de distribuer plus de profits qu'elle ne gagne de marges (Sundararajan, V., et Errico L, 2002. p.12). D'après une étude de la BID (2002, p.153), les IFI utilisent des taux de marge flottant pour ce protéger contre ce risque. À l'initiation du contrat, la marge est fixe puis réévaluée périodiquement. Cependant, cet

	outil de gestion des risques est interdit par la <i>Chari'a</i> (<i>ibid.</i>).
Risque de fluctuations des prix	Si les prix de l'immobilier diminuent entre l'initiation du contrat et la livraison du bien, la banque reçoit le bien immobilier du Vendeur dont la valeur a diminué. A contrario, si le prix du bien devait augmenter durant ce même laps de temps, la banque serait dans la même situation mais avec le contrat qui le lie avec le Client.

Une autre source de risques spécifiques aux IFI est le manque de produits de couvertures (hedging) comme les produits dérivés. Malgré le fait que ces produits ne soient théoriquement pas en adéquation aux principes de la *Chari'a* vu leurs caractères spéculatifs et incertains, il existe pourtant en pratique quelques exceptions. En effet, d'après une étude menée par l'Islamic Financial Service Board³⁶ auprès des IFI de tout ses pays membres (IFSB, 2008. p.48), bon nombre d'IFI utilise des produits dérivés. Cette étude cite par exemple les swaps de profit, les Forex swap, les forwards de commodités utilisant les techniques du *Salam* (vente avec prépaiement et livraison différée). Ils utilisent aussi la technique du *Wa'd* (accord portant sur un contrat futur) pour les forwards sur Forex ainsi que *l'Arboun* (garantie sous forme liquide afin d'assurer la réalisation d'un contrat après son lancement) pour effectuer des transactions se rapprochant des options. Cette étude relate aussi les divergences d'interprétations concernant ces produits. Effectivement, aucun produit n'est unanimement accepté auprès des pays membres de l'IFSB. Le produit qui semble le plus en adéquation avec les principes de la *Chari'a* est le *Salam* avec un score de 46.2% d'acceptation.

La quasi-inexistence d'un marché monétaire permettant le refinancement obstrue considérablement la gestion des risques des IFI. Actuellement, les transactions interbancaires sont basées essentiellement sur le principe des 3P. Il existe aussi quelques exceptions d'accords entre IFI et des banques conventionnelles portant sur des contrats *Murabaha* sur matières premières (IFSB, 2008.p.1). Les quelques innovations apportées ces dernières années n'ont pas rendu le marché monétaire efficient. L'IFSB (op.cit. p.1) cite deux raisons à cet échec. Premièrement, les produits

³⁶ Organisation internationale créé en 2002 et basée à Kuala Lumpur. Elle émet des standards de réglementation et de surveillance permettant la stabilité et la solidité du système financier islamique dans son ensemble.

comme le *Mudaraba* (partenariat) et le *Murabaha* (vente avec marge), qui sont les principaux instruments du marché monétaire et de la politique monétaire des banques centrales, ne sont pas très liquides et cela ne favorise donc pas l'émergence d'un marché secondaire. Deuxièmement, l'utilisation de *Sukuk* (obligation islamique) pour galvaniser le marché monétaire est entravée par une offre insatisfaisante, un marché secondaire absent et un risque élevé lié à l'utilisation d'instruments à long terme pour la gestion de la liquidité à court terme.

Comme mentionné précédemment, le principe des 3P augmente l'incertitude et le risque des IFI et ceci pour de nombreuses raisons. En premier lieu, du fait que la rémunération n'est connue qu'ex-post, les prévisions des rendements des comptes PSIA sont difficilement estimables. Ces prévisions sont très importantes, car elles donnent une information sur le rendement espéré des dépositaires de compte PSIA (cf. risque commercial translaté).

En deuxième lieu, et malgré le fait que le partage des pertes et profits transfère les risques globaux de la banque vers les propriétaires d'un compte d'investissement (car comme mentionné plus haut, le capital de ces comptes ne sont pas garantis), le 3P augmente les risques du côté de l'actif avec la détention de positions impliquant les 3P. Dans la pratique, même si l'on pourrait croire que les produits basés sur le principe des 3P sont omniprésents dans le bilan des IFI, ceux-ci ne représentaient que le 25 % du total des actifs des banques islamiques en 2002 (Sundararajan, V., and Errico L., 2002. p.9) et seulement 17% en 2006 (Banque Centrale du Pakistan, 2007. p.4).

En troisième lieu, le système des 3P permet à un agent-entrepreneur, en échange de son travail et de son savoir-faire, de disposer d'un financement, soit sous forme d'argent, soit en matières premières ou encore en matériaux pour le fonctionnement de son entreprise. Le bailleur de fond - la banque en l'occurrence - se rémunère à l'aide des profits réalisés par l'agent-entrepreneur. Or, la banque n'a que la possibilité de contrôler la bonne marche des affaires à posteriori. Ce système a l'avantage de permettre à l'entrepreneur d'avoir une marge de manœuvre certaine, mais cela peut parfois mener l'agent-entrepreneur à des agissements frauduleux, inefficients ou exagérément risqués afin de maximiser son profit. Ce principe est appelé l'aléa moral³⁷ (Sundararajan, V. et Errico L., 2002. p.12).

³⁷ L'aléa moral intervient après que la transaction ait eu lieu. Il intervient parce qu'un emprunteur a une incitation à investir dans des projets à hauts risques dans lesquels il gagne beaucoup s'il réussit, mais dans lesquels le prêteur supporte la plus grosse part de la perte si le projet échoue. MELCHIOR. <http://www.melchior.fr/L-instabilite-financiere-def.3219.0.html> (consulté le 14.08.2008)

Pour finir, le manque de diversification quant à l'allocation d'actif peut être un obstacle sérieux à l'analyse des risques et sa gestion. Effectivement, les restrictions d'ordre religieux, notamment l'investissement dans des activités illicites tels que l'alcool, le tabac, les jeux de hasard, les animaux impurs, l'armement ou la pornographie, restreignent le choix d'investissement à l'intérieur d'une zone géographique ou même d'une industrie et augmente le risque systémique. Afin de gérer au mieux ce risque, il est nécessaire d'évaluer les corrélations entre actifs et sélectionner des positions qui soient décorréliées entre elles.

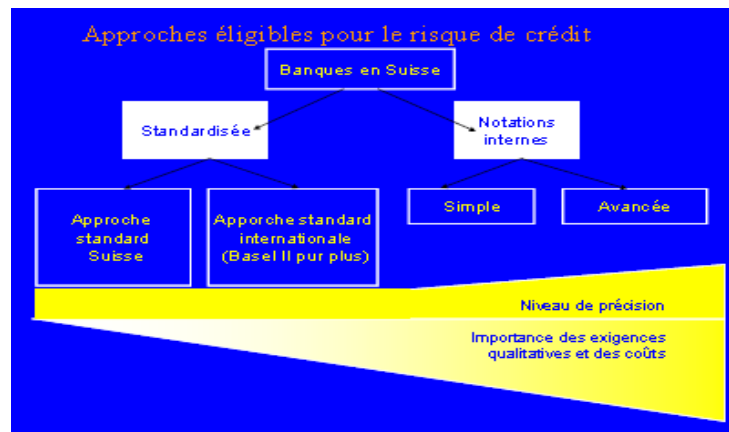
3.2. Le risque de crédit

Un risque de crédit ou risque de contrepartie est défini comme le non respect par l'emprunteur de ces obligations contractuelles envers le créancier. Ce risque est donc au cœur de l'activité bancaire qui résulte de sa fonction d'intermédiaire financier. Effectivement, le principe d'une banque est d'accepter de ses clients des dépôts avec lesquelles elle va octroyer des crédits aux particuliers ou aux entreprises. En tant que bailleur de fond, elle est donc exposée au risque de défaillance du débiteur et elle se doit de mener une gestion des risques de crédit de manière à réduire la probabilité de défaut.

Afin de se prémunir de ce risque, le Comité de Supervision Bancaire de Bâle (BCBS) a émis des recommandations pour guider les établissements financiers dans leur gestion de l'ensemble des risques financiers. Ces mesures concernent la surveillance et le contrôle des risques, la transparence des informations financières ainsi que la couverture en fond propre nécessaire pour les risques de crédits, de marchés et les risques opérationnels. Cette allocation en fond propre s'effectue en fonction du risque des positions prises par l'institution financière. Conformément aux principes de Bâle II, le taux de fond propre doit être supérieur ou égal à 8% (BCBS, 2006. p.12) et une pondération est effectuée en fonction du risque de l'actif. Chaque institution peut choisir entre différentes méthodes proposées par le BCBS ainsi que le décrit la figure suivante :

Figure 8

Les différentes approches concernant le risque de crédit des accords de Bâle II



Source : cours de Mme Ferrini Tinguely du 29.02.2008 à la HEG.

Nous remarquons sur cette figure qu'il existe quatre différentes approches pour pondérer les actifs en fonction du risque de crédit. Par ailleurs, il est à noter que plus le niveau de précision est élevé, plus les exigences quantitatives et les coûts seront grands.

Ces couvertures en fond propre visent la protection des créanciers et la stabilité du système financier.

Concernant les IFI et suivant les standards de la BCBS, l'Islamic Financial Service Board (IFSB) a émis des recommandations de bonnes pratiques quant à l'adéquation du capital propre des banques islamiques. Le tableau suivant en reprend les principales :

Tableau 8

Les fonds propres nécessaire aux produits financiers islamiques

<i>Type de produits</i>	<i>Risque de crédit</i>	<i>Risque de marché</i>
<i>Murabaha</i>	8% de fond propre sur l'actif vendu et remis au client.	15% de fond propre pour l'actif prêt à la vente
<i>Salam</i>	8% de fond propre sur le prix d'achat d'un client <i>Salam</i> .	15% de fond propre sur une position à long terme.
<i>Salam avec un parallèle Salam</i>	8% de fond propre sur le prix d'achat d'un client	15% de fond propre sur une position à long ou

	<p><i>Salam.</i></p> <p>Pas de netting possible entre un <i>Salam</i> et un parallèle <i>Salam</i>.</p>	court terme plus 3% de fond propre sur une position brute.
<i>Ijarah Muntahia Bittamleek</i> (IMB)	8% de fond propre sur la valeur total de la location (sur la durée total du bail).	15% de fond propre des actifs prêts à la vente.
<i>Musharaka</i>	<p>32% de fond propre pour toutes les positions au bilan.</p> <p>Un taux de 24% peut être prélevé si l'actif est liquide et échangé publiquement.</p>	
<i>Mudaraba</i>	32% de fond propre de l'investissement dans le partenariat, moins toutes provisions spécifiques.	

Source : IFSB (2005, p. 3-50)

Les actifs de la banque islamique, dont la transaction a été réalisée avec le principe des 3P, présentent des risques plus importants que les autres transactions pour toutes les raisons mentionnées au chapitre 2.1. Par conséquent, il n'est pas surprenant de voir que les suggestions d'adéquation en capital de l'IFSB pour les produits *Musharaka* et *Mudaraba* soient plus élevées que les autres produits financiers islamiques.

3.2.1. La gestion des risques de crédit

Ainsi qu'il a été mentionné précédemment, la banque doit faire l'arbitrage entre rendement et risque. En acceptant de prêter de l'argent, elle admet le risque que l'emprunteur ne puisse remplir ses obligations à l'échéance. Elle se doit pourtant de prendre ce risque qui est lié à la nature de son activité. Afin de gérer ce risque, la banque doit être en mesure de définir quels sont les débiteurs de basses, moyennes et

bonnes qualités. Ceci permet de connaître respectivement à qui elle ne peut pas consentir de prêts, à qui elle peut allouer du capital en prenant soin de créer des réserves et à ceux à qui elle peut prêter « les yeux fermés ». Plusieurs facteurs sont utilisés par les agences de notation et par les banques pour évaluer la qualité d'une contrepartie. Les plus importants sont le système légal du pays de la contrepartie, la taille de l'entreprise, le système de contrôle interne mis en place par l'établissement, l'utilisation par la banque de dérivés de crédit à des fins de couverture, le rating interne ou externe et enfin la solvabilité de la contrepartie.

Les nombreuses différences entre les institutions financières islamiques et conventionnelles, que ce soit au niveau du système même ou plus spécifiquement, dans les produits et services qu'elles offrent, induisent des risques différents et donc une gestion des risques distincts. Afin de répondre à ce problème et dans le but d'harmoniser la gestion des risques, l'Islamic Financial Service Board (IFSB) a rédigé des normes concernant les risques de crédits pour les institutions n'offrant que des services financiers islamiques (IIFS)³⁸. Nous citons ci-dessous les principales propositions :

Proposition 22 : « *En raison des particularités de chaque instrument financier, le risque de crédit doit être analysé pour chacun d'eux. Ceci facilitera la mise en place d'un système de contrôle interne et de gestion des risques* »³⁹.

Proposition 22 : « *La majorité des juridictions interdit l'application de pénalités en cas de défaut, sauf en cas de mauvaise gestion délibérée de la part du cocontractant, ce qui augmente la probabilité de défaut. De plus, l'amende prélevée ne peut être au bénéfice de la banque mais doit être versée à une œuvre caritative ou au fond Zakat ce qui a pour conséquence d'augmenter le coût de la perte en cas de défaut* »⁴⁰

Proposition 23 : « *Chaque IFI est censée mettre en place un système de gestion des risques permettant l'identification, la mesure, le suivi, le reporting et le contrôle du risque de crédit* »⁴¹.

Proposition 24: « *Les IIFS doivent considérer le risque de crédit de manière holistique et s'assurer que la gestion du risque de crédit prenne part à une*

³⁸ Institutions (other than Insurance Institutions) offering only Islamic Financial Services

³⁹ Guideline to IFI de l'IFSB principe 22.

⁴⁰ Guideline to IFI de l'IFSB principe 22.

⁴¹ Guideline to IFI de l'IFSB principe 23.

approche intégrée de la gestion de l'ensemble des risques financiers. Étant donné la nature des instruments financiers islamiques, les sources des risques de crédits peuvent être les mêmes que les risques de marché ou opérationnel. Par exemple, dans un contrat Salam (voir ch.2.2), un changement des variables affectant le risque de marché comme le prix des matières premières ou un climat désavantageux peut devenir des déterminants clés influençant le risque de crédit »⁴².

Principe 30 : « *Les IIFS mettent en place des procédures définissant les contreparties éligibles (retail/consommateur, entreprise ou État), la nature des financements approuvés ainsi que le type d'instruments appropriés. Elles doivent obtenir suffisamment d'informations pour permettre une évaluation complète du profil de risque de la contrepartie avant l'octroi du financement »⁴³.*

Principe 31 : « *Les IIFS doivent mettre en place une politique de due diligence⁴⁴ permettant l'évaluation des contreparties, en particulier pour les transactions impliquant : d'une part, des partenariats incluant de multiples modes de financements. L'IIFS doit mettre en place des processus de contrôle lors d'opérations avec des particuliers ou des États afin de répondre à des objectifs spécifiques financiers conçu pour résoudre les problèmes d'adéquation avec la Shari'a, les problèmes légaux et les problèmes fiscaux des clients. D'autre part, une solvabilité qui pourrait être influencé par des facteurs externes : lorsque de graves risques sont présents dans des produits de participations, particulièrement dans le cas des financements Mudaraba, d'autres contrôles et évaluations seront portées sur la finalité économique du projet, la capacité d'exploitation ainsi l'évaluation des cash flow prévisionnels. La stratégie de diminution du risque doit être aussi précise que possible⁴⁵».*

Par ailleurs, selon l'IFSB, les indicateurs de mesures du risque dans le processus de due diligence incluent notamment la VaR⁴⁶, des stress testing, le RAROC⁴⁷ ainsi que des analyses de sensibilités des variables. Ces mesures de risque ne diffèrent pas des institutions financières conventionnelles.

⁴² Guideline to IFI de l'IFSB principe 24.

⁴³ Guideline to IFI de l'IFSB principe 30.

⁴⁴ Due Diligence : terme anglais définissant une investigation ou un audit d'un investissement potentiel. INVESTOPEDIA. <http://www.investopedia.com/terms/d/duediligence.asp> (consulté le 24.07.2008)

⁴⁵ Guideline to IFI principe 31.

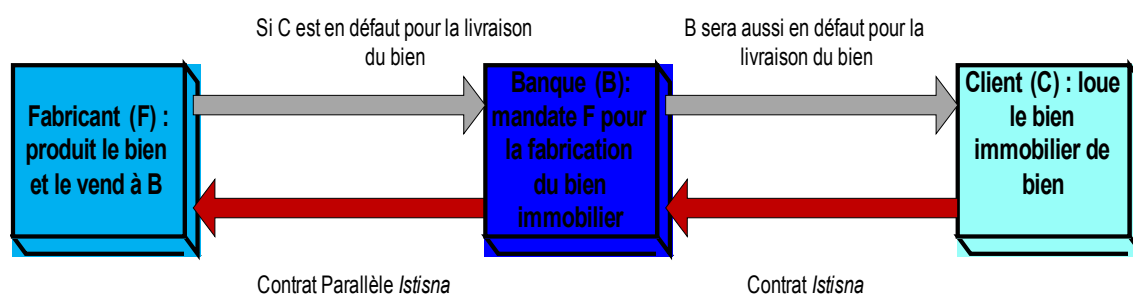
⁴⁶ Value at Risk

⁴⁷ Risk Adjusted Return On Capital

Notons aussi que la nature spécifique des produits financiers islamiques induit des risques de crédit supérieurs pour les IFI. En exemple, dans certaines transactions financières, la Banque (B) mandate un Constructeur (C) pour la fabrication d'un bien demandé par un Acheteur (A). Si C est en défaut cela implique forcément un manquement dans l'obligation que détient B envers A. Prenons l'exemple des contrats *Istisna* (voir ch.2.2):

Figure 12

Modèle tripartite d'un contrat *Istisna* et Parallèle *Istisna*



Nous comprenons, à l'aide de ce schéma, qu'une banque islamique dépend de tiers dans une majorité de transactions ce qui a pour conséquence d'augmenter l'incertitude et les risques pour ces institutions.

3.2.2. Les techniques d'atténuation du risque de crédit (BID, 2002. p 129-143)

Un certain nombre de méthodes d'atténuation du risque de crédit emprunté à la finance conventionnelle sont applicables à la finance islamique. La partie suivante synthétise les plus significatives. Nous commencerons par les réserves pour pertes de prêts, suivi par les techniques de nantissement. Nous poursuivrons par les techniques de netting du bilan, et les autres garanties. Ensuite, nous étudierons les techniques d'atténuation contractuelle des risques et finirons par les ratings internes.

Les réserves et provisions

Deux types de réserves sont recommandés par l'AAOIFI et l'IFSB : la première est une réserve de péréquation des rendements appelée PER⁴⁸ et permet de garder un certain niveau de profit pour les comptes d'investissement. La deuxième est une réserve pour risque d'investissement et se nomme IRR⁴⁹. Elle a pour but de couvrir la banque en

⁴⁸ Profit Equalization Reserve

⁴⁹ Investment Risk Reserve

cas de perte sur les comptes d'investissement. Ces réserves sont constituées par la contribution des actionnaires de la banque et des titulaires des dépôts d'investissement contre les risques de perte ou de défaut de paiement.

D'un point de vue islamique, il existe plusieurs obstacles à ces réserves : les montants mis en réserves par les anciens titulaires de dépôts d'investissement sont transférés de manière indirecte aux nouveaux déposants ainsi qu'aux actionnaires de la banque et ceci en raison du fait que les titulaires de dépôts d'investissement ne sont pas propriétaires permanent de la banque. D'après la BID (2002, p.128), ce problème peut être surmonté en permettant aux titulaires de dépôts d'investissement de retirer leurs contributions respectives au moment du retrait de leur argent. Par ailleurs, ces réserves accroissent le risque de manipulation des informations financières et diminuent la transparence des IFI. Il existe plusieurs moyens d'éviter cette asymétrie d'information : une information claire et une définition précise des prélèvements effectués pour les comptes de réserves ; une gouvernance d'entreprise de qualité ; la révélation des estimations de profit ex-ante et les résultats ex-post et enfin la communication régulière de l'état des comptes de réserves.

Afin de définir au mieux ces différentes réserves, il est primordial d'estimer avec le plus de précision possible la perte anticipée. Pour ce faire, une uniformisation de la reconnaissance des pertes par l'AAOIFI a été menée. En l'occurrence, la première norme de l'AAOIFI définit la base de reconnaissance du revenu et des pertes liés aux modes de financement islamiques.

Le nantissement

Cette méthode permet une protection contre les risques de crédit. Cette technique est permise par la *Chari'a* à l'exception des gages sur créances, sur produits périssables et sur les instruments financiers à base d'intérêt. Par rapport aux banques traditionnelles, les actifs pouvant faire l'objet de garantie dans les banques islamiques sont moins nombreux, moins liquides et de moindre qualité. En effet, un certain nombre de garanties conformes à la *Chari'a* n'est pas reconnu par les normes internationales et un gage de 100% est exigé. L'actif ainsi gagé n'a aucune valeur ce qui a pour effet d'aggraver le risque de défaut.

Clauses contractuelles atténuant le risque

Des clauses contractuelles permettent de diminuer l'incertitude (*Gharar*) prohibée par l'Islam. Dans certaines situations, elles permettent de diminuer le risque de défaut comme dans le cas d'une vente *Salam* (voir ch.2.2) où le bien est vendu comptant avec livraison différée. Si au cours du contrat le bien venait à s'apprécier, le vendeur pourrait être tenté de ne pas honorer son contrat. Afin de minimiser le déséquilibre de cette situation, une limite ou barrière pourrait être inscrite dans le contrat. Si le prix de l'actif atteignait ce seuil, la partie lésée serait compensée par l'autre partie. Cette méthode s'apparente aux options « à barrière » utilisées dans la finance conventionnelle. Au Soudan, cette technique est déjà utilisée et se nomme *band al-ih-san* (clause de bienfaisance).

Le rating interne

D'après une étude menée par la BID (ibid, p.128), la plupart des IFI ont intégré des systèmes de rating interne proche de la méthode de notation interne (IRB)⁵⁰ préconisée par le BCBS vu plus haut. Néanmoins, leurs systèmes ne sont pas encore assez affinés et manquent de consensus pour être validés par le BCBS.

À l'instar des grandes institutions financières conventionnelles et dans le but de minimiser le risque de crédit, les IFI évaluent la perte potentielle en cas de défaut. Les paramètres utilisés sont la probabilité de défaut (PD)⁵¹, la perte en cas de défaut (LGD), le montant à risque au moment du défaut (EAD)⁵² et la Maturité ou durée effective de la position (M). Dans les années à venir, les IFI devront être en mesure de se rapprocher des exigences de Bâle II afin d'améliorer davantage la gestion du risque de crédit.

3.3. Le risque de liquidité (refinancement)

La notion de liquidité ici analysée fait référence à la liquidité d'une entreprise et non à la liquidité d'un actif⁵³. Selon Vernimmen, la liquidité d'une entreprise correspond à

« La liquidité de l'entreprise est son aptitude à faire face à ses échéances financières dans le cadre de son activité courante, à trouver de nouvelles

⁵⁰ Internal Rating Based

⁵¹ Probability of default

⁵² Exposure At Default

⁵³ La liquidité d'un actif est sa capacité à pouvoir être vendu rapidement et à un juste prix.

sources de financement, et à assurer ainsi à tout moment l'équilibre entre ses recettes et ses dépenses⁵⁴».

Dans le cas des banques, les ressources sont les dépôts des clients et les emplois sont les prêts accordés.

Toute institution financière doit faire l'arbitrage entre liquidité et rentabilité. En effet, d'un côté il faut être prêt à pouvoir rembourser ses clients à n'importe quel moment et de l'autre côté, les fonds des déposants sont les sources de rendements pour les banques.

Il existe donc trois sources d'incertitudes face au risque de liquidité qui poussent les banques à développer une gestion spécifique. La première, mentionnée précédemment, est le retrait massif des clients lors d'un choc macroéconomique ou une crise systémique. La deuxième source d'incertitude est le fait que l'arrivée de nouveaux clients et de nouveaux emprunts est incertaine. Finalement, la banque peut avoir pris des positions dans des produits dérivés à effet de levier générateurs de grands besoins en liquidités dans des périodes de crises. Par ailleurs, le risque de liquidité des banques est dû à la transformation des dépôts à court terme en investissement à long terme, générant ainsi un décalage entre ressources et emplois.

Les banques conventionnelles utilisent plusieurs méthodes afin de se prémunir de ce genre de risque. Premièrement, elles peuvent faire appel au marché interbancaire où elles empruntent les fonds nécessaires au remboursement des dépôts. Deuxièmement, elles peuvent utiliser leurs liquidités au bilan et troisièmement, vendre des actifs dont elles disposent. L'ensemble de ces méthodes est défini sous l'acronyme GAP, Gestion Actif-Passif.

3.3.1. L'illiquidité des banques islamiques

Durant les prochaines décennies, l'un des enjeux majeurs des banques islamiques sera de résoudre leur manque de liquidités. En effet, les institutions financières conformes aux principes de la *Chari'a* doivent gérer un décalage important des flux intrants et sortants de liquidités. Effectivement, afin de concurrencer les banques conventionnelles, elles essaient de générer des rendements élevés à l'aide d'investissements à long terme alors que les comptes de dépôts, majoritaires dans le bilan des banques islamiques sont à court et moyen, terme mais ne sont pas prolongeables à l'infini.

⁵⁴ VERNIMMEN. http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_liquidite.html (consulté le 23.09.2008)

Cette situation crée ainsi un manque de liquidité et les problèmes structurels de la finance islamique ne peuvent pas le compenser. En effet, la finance islamique ne dispose pas d'un marché secondaire⁵⁵ lui permettant la revente rapide des titres sur un marché de gré-à-gré. Ensuite, la spécificité des actifs conformes à la *Chari'a* les rendent difficilement négociables. Enfin, le système financier islamique manque d'un marché interbancaire international qui lui permettrait de se refinancer rapidement. Pour finir, les banques islamiques ne disposent pas de prêteur de dernier recours car les techniques utilisés par celui-ci font appel aux taux d'intérêt prohibés par la *Chari'a*. L'intervention d'un prêteur de dernier recours éviterait au système financier de s'enliser dans une crise systémique majeure lors de pénurie de liquidités.

Amélioration récente

Le 8 juin dernier, la Banque Centrale de Bahrein (BCB) a annoncé la création d'un instrument financier islamique permettant l'amélioration de la liquidité à court terme des IFI. En collaboration avec le Liquidity Management Center, organisation basée à Bahrein, la BCB a conçu l'**Islamic Sukuk Liquidity Instrument** qui est un véhicule financier basé sur les principes de l'*Ijara* (crédit-bail) sous la forme d'une obligation islamique émise par la BCB.

3.4. Les risques de marché

Dans cette partie, nous aborderons le caractère singulier de certains risques de marché en finance islamique, suivi par les techniques d'atténuation du risque compatible avec la *Chari'a*. Cependant, avant toute entrée en matière, il est important de définir ce que nous entendons par risque de marché.

Selon Esch L. et al. (2003. p.29), « *le risque de marché se définit comme l'impact que peuvent avoir des changements de valeur des variables de marché sur la valeur des positions prises par l'institution. Il se subdivise en risque de taux, risque de change, risque de variation de prix (volatilité) et risque de liquidité* ».

3.4.1. Le risque de taux d'intérêt ou taux de référence et le risque de marge

⁵⁵ Le marché secondaire est celui sur lequel sont échangés des titres financiers déjà créés (sur le marché primaire). En assurant la liquidité des investissements financiers, le marché secondaire assure la qualité du marché primaire et l'évaluation des titres financiers. VERNIMMEN. www.vernimmen.net (consulté le 19.08.2008)

En finance conventionnelle, les risques de taux d'intérêt sont des plus logiques dans un système où le prêt à intérêt est à la base du mécanisme d'intermédiaire financier. Qu'en est-il du système financier islamique où règne la prohibition de l'intérêt ?

En raison des risques commerciaux translatés (voir chapitre 3) propre à la finance islamique, les IFI utilisent des taux de références comme le LIBOR pour ajuster les rendements des PSIA aux taux créanciers des banques conventionnelles. Ce faisant, toutes évolutions des taux de références peuvent avoir une conséquence pour les banques islamiques (BID, 2002. p. 146). Par ailleurs, les IFI sont sujettes aux risques de marge qui dépendent aussi des variations du taux LIBOR. En effet, les profits partagés avec les déposants de compte PSIA, comprennent les gains réalisés sur les ventes avec une marge comme le *Murabaha*, *l'Ijara*, *l'Istisna*, le *Salam* etc. Si d'une période à l'autre les taux de références ont augmenté, la banque islamique va augmenter son taux de profit distribué au PSIA pour concurrencer leurs homologues conventionnels. Cependant, les ventes avec marges réalisées antérieurement ne peuvent pas être modifiées et le résultat net aura diminué d'une période à l'autre, toute chose étant égales par ailleurs (Sundararajan, V., and Errico L., 2002. p.12). D'après la BID (2002, p.153), les IFI vont déterminer une marge fixe à l'initiation du contrat puis ils vont la réévaluer périodiquement ce qui leur permet de se protéger contre ce risque.

3.4.2. Le risque de fluctuations des prix de marché

En raison de leur forte implication dans les transactions commerciales, les banques islamiques sont amenées à stocker diverses marchandises pour le compte de leur client ou pour leurs besoins personnels. La banque peut accumuler de la marchandise, soit pour des contrats déjà fixés, soit pour des prévisions de ventes futures. Imaginons le cas suivant : une banque acquiert l'ensemble d'un parc immobilier qu'elle espère revendre par la suite. La dévalorisation de cet actif pourrait être dommageable pour l'IFI. Cette particularité implique une plus grande sensibilité au risque de volatilité des prix pour les IFI que leurs concurrents conventionnels.

3.5. Les risques opérationnels

Selon la BCBS, le risque opérationnel se définit comme « *le risque de pertes résultant de carences ou de défauts attribuables à des procédures, personnels et systèmes* »

internes ou à des événements extérieurs. La définition inclut le risque juridique, mais exclut les risques stratégiques et de réputation ».

Mentionné précédemment, le risque opérationnel est l'un des risques majeurs des IFI. Cela s'explique par le fait que les pays dans lesquels sont situées les banques conformes à la *Chari'a* ne bénéficient pas des mêmes infrastructures que des banques sises dans des pays occidentaux. De même, dans la plupart de ces pays, le système législatif n'est pas suffisamment développé et la démocratie fait quelques fois défaut. Comment mettre en place dans un tel contexte des standards bancaires et comptables nécessaires à l'évolution de tout système financier?

Afin de répondre à cette question, nous allons dans un premier temps spécifier les différentes notions islamiques de comptabilité, après quoi nous allons présenter brièvement l'Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). Nous verrons par la suite les différences entre l'AAOIFI et les International Financial Reporting Standards (IFRS). Finalement, nous examinerons les problèmes liés à la gouvernance d'entreprise dans les IFI.

3.5.1. Les principes comptables islamiques

Il est primordial pour les institutions financières islamiques (IFI) de standardiser leurs normes comptables afin de pouvoir informer leurs parties prenantes de la même manière que l'on soit à Kuala Lumpur, Riad ou Dubaï. En outre, il est pour le moment impossible de comparer les IFI entre elles et encore moins avec les institutions financières conventionnelles.

Cependant, cette normalisation des processus comptables ne peut être totalement identique par rapport aux institutions financières conventionnelles. Cela s'explique de deux manières. D'une part, les parties prenantes islamiques diffèrent largement de la finance conventionnelle. Le Comité de surveillance de la *Chari'a*⁵⁶, par exemple, souhaite connaître la conformité de la banque avec la loi islamique dans ses activités. Quant au Comité de la *Zakat* (impôt religieux islamique)⁵⁷, il souhaite savoir quelle est la part du résultat alloué à l'impôt religieux. D'autre part, une comptabilité islamique distincte de celle traditionnellement admise est souhaitable pour toutes les différences précitées entre banques islamiques et banques conventionnelles. Prenons l'exemple

⁵⁶ Comité mandaté par l'IFI pour vérifier la conformité de l'ensemble des activités de la banque avec les principes de la *Chari'a* (cf ch. 3.2.4 et 3.2.5).

⁵⁷ Comité mandaté par l'IFI pour surveiller l'exécution de la *Zakat* par l'IFI.

des produits financiers islamiques : ils n'existent aucune références dans les normes IFRS pour certains de ces produits financiers.

Par ailleurs, certains concepts comptables de bases sont dissemblables et méritent une explication. Selon le concept d'entité comptable, la banque islamique a le devoir de considérer l'entreprise et les propriétaires comme deux entités différentes. Cette notion est appuyée par les jurisprudences musulmanes et selon Karich (2002, p.111) cette distinction nécessite

« l'identification des activités économiques qui sont associées à la banque islamique en tant qu'entité séparée et qui peuvent être exprimées comme les ressources, leurs utilisations, les produits et les charges qui y sont attachés et les profits et pertes qui en découlent ».

Ce concept ne diffère pas énormément de la finance conventionnelle et il suppose la scission des responsabilités de la banque et des actionnaires. D'autre part, une entreprise a pour vocation la continuité dans un avenir prévisible de son activité, c'est ce que l'on appelle le principe de « going concern ». Cette notion est importante pour la valorisation des actifs au bilan, car elle suppose que la valeur d'un bien n'est autre que la valeur de ses flux futurs actualisés. En comptabilité islamique, ce principe est accepté car tout investissement réalisé en partenariat avec une entreprise se veut sur du long terme et présume la pérennité de l'exploitation. Cependant, la valorisation des actifs dans la finance islamique diffère de la valorisation conventionnelle. En effet, en finance islamique on préférera la méthode du « Current Cash Equivalent » qui détermine la valeur d'un actif en fonction du montant pour lequel il pourrait être vendu sur un marché. A contrario, en finance conventionnelle on utilisera plus une méthode basée sur les flux futurs de liquidités capitalisés.

3.5.2. La standardisation des normes comptables islamiques

Comme mentionné précédemment, les IFI se distinguent des institutions conventionnelles dans leurs structures, leurs fonctionnements et leurs objectifs concernant la divulgation d'information. Ces obligations ont amené le monde financier islamique à se réunir afin d'uniformiser sa comptabilité. Cela a abouti à la création de l'Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions, organisme que nous allons présenter ci-après.

L'Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)

Depuis 1990, date de la création de la Financial Accounting Organisation for Islamic Banks and Financial Institutions (FAOIBFI) et rebaptisée quelques années après Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), l'harmonisation des normes comptables islamiques a connu d'énormes améliorations. Cette organisation développe des normes dans différents domaines dont la comptabilité, l'audit, la gouvernance d'entreprise, les codes de conduites ainsi que la conformité avec les principes de la *Chari'a*.

Selon ses propres dires, cette institution aspire à :

« Développer des normes pertinentes pour les Institutions Financières Islamiques. Diffuser les normes de comptabilité et d'audit aux IFI par le biais de formations, de séminaires, la publication de bulletins d'informations périodiques et enfin l'exécution et la mise en œuvre de la recherche appliquée. Préparer et interpréter les normes comptables et d'audit pour les IFI. Examiner et modifier les normes comptables d'audit pour les IFI ».

De plus, elle vise à

« Améliorer la confiance des utilisateurs des rapports financiers des banques islamiques dans l'information fournie sur ces IFI. Ceci afin d'encourager les investisseurs à déposer leurs fonds dans des IFI et utiliser leurs services »⁵⁸.

Depuis sa création, elle aurait émis soixante-huit standards dont vingt-cinq en comptabilité, cinq en audit, six en gouvernance d'entreprise, deux codes de conduites et finalement trente standards concernant le respect de la *Chari'a*. D'une manière générale, l'AAOIFI essaie de se conformer aux IFRS afin d'être en adéquation avec les normes comptables internationales. La dualité de la comptabilité permet, dans un premier temps, de réconcilier les IFI entre elles et, dans un deuxième temps, de pouvoir comparer les IFI avec leurs homologues conventionnels. Dans certains cas toutefois, l'AAOIFI se doit d'adopter ses propres standards.

Il existe trois situations distinctes auxquelles fait face l'AAOIFI. La première situation intervient lorsque les IFRS ne satisfont pas entièrement les exigences des IFI. Dans ce cas, l'AAOIFI émet des normes qui sont à appliquer aux IFRS existantes. La deuxième alternative intervient lorsque les pratiques et les transactions financières islamiques lui sont propres. L'AAOIFI érige alors des standards non couverts par l'IFRS ce qui est, par exemple, le cas des produits financiers islamiques comme le *Musharaka* ou le *Murabaha*. Finalement, lorsque les IFRS sont parfaitement compatibles avec les

⁵⁸

AAOIFI. www.aaofii.com (consulté le 11.07.2008)

principes de la *Chari'a*, l'AAOIFI ne développe pas d'autres normes et les IFRS sont appliquées par les IFI.

3.5.3.La comparaison entre l'AAOIFI et les IFRS

L'AAOIFI est à la comptabilité islamique ce que les IFRS sont à la comptabilité conventionnelle. Il existe cependant quelques distinctions importantes qui ne permettent pas d'appliquer les normes internationales en vigueur. Nous nous proposons dans la partie suivante de présenter les deux principales différences.

Le PSIA non-restreint (voir ch.1.4.1)

La principale différence se trouve dans la comptabilisation des PSIA non-restreint. De part ses caractéristiques spécifiques énumérées plus haut, l'AAOIFI préconise d'intégrer ces comptes dans le bilan d'une banque entre les dettes et les fonds propres et ceci afin de les dissocier des comptes non-rémunéré *Qard' Hassan*. Par contre, dans les IFRS, les comptes assimilables aux PSIA auraient été comptabilisés dans les fonds étrangers sans aucune distinction avec les autres dépôts. La problématique posée par ce PSIA est encore et toujours d'actualité et nécessite de la part de l'AAOIFI le développement d'un cadre précis. En l'absence d'uniformité, certaines banques islamiques l'assimilent à un compte de dépôt comptabilisable au passif du bilan, alors que d'autres le comparent à un fond de placement inscrit hors-bilan. Ces variantes peuvent influencer fortement certain ratio, dont le ratio d'adéquation des fonds propres de Bâle II⁵⁹.

Les transactions Ijara (crédit-bail)

Ces produits financiers sont considérés comme des baux opérationnels pour l'AAOIFI et comme des baux financiers pour les IFRS.

3.5.4.La gouvernance d'entreprise dans un contexte islamique

La gouvernance d'entreprise ou « corporate governance » est une problématique majeure qui ébranle l'économie mondiale depuis quelques années avec les affaires Enron, Worldcom et Parmalat. Par définition, le principe de gouvernance d'entreprise inclut l'ensemble des moyens visant à contrôler et gérer les actions des parties prenantes (stakeholder)⁶⁰. Ces stakeholders sont, notamment, les actionnaires, qui

⁵⁹ Ce ratio se calcul en divisant les dettes par les capitaux propres.

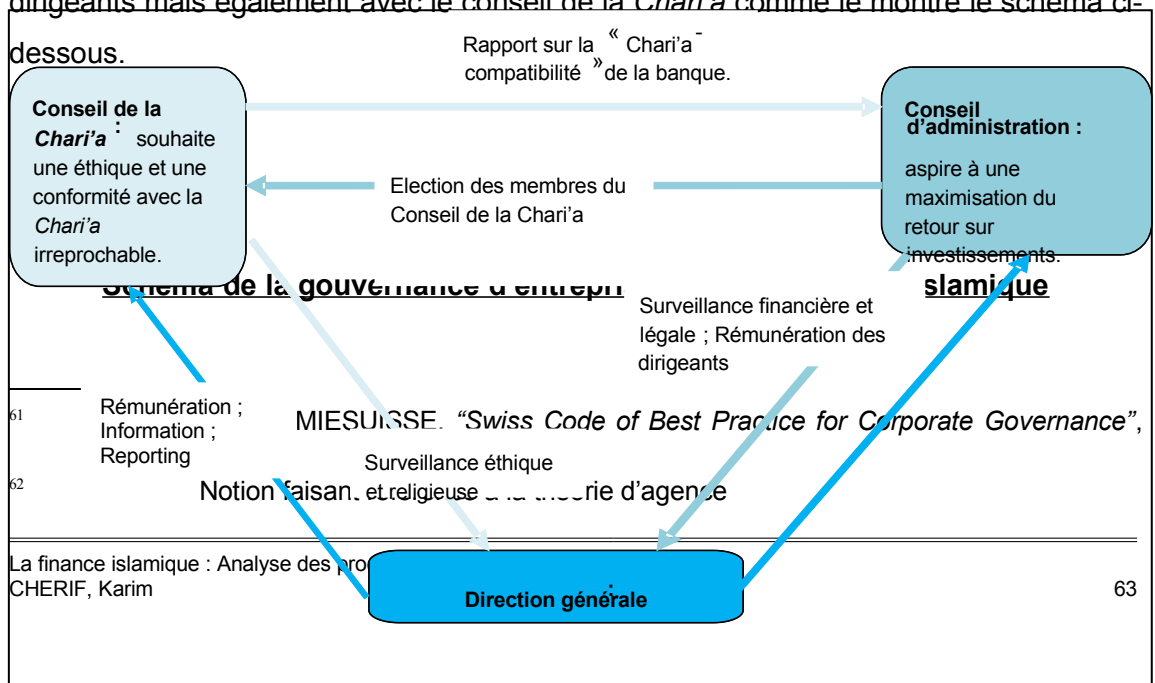
⁶⁰ Est considéré comme *stakeholder*, tout agent (ou groupe d'agents homogène) dont le bien-être peut être affecté par les décisions de l'entreprise ». Charreaux, « *Vers une théorie du gouvernement des entreprises* ».p.5

prennent les risques, et surtout les managers, qui prennent les décisions dans le but d'atteindre l'objectif de chaque organisation, à savoir l'efficacité économique. Le code suisse de bonne conduite en matière de gouvernance d'entreprise définit ce principe comme étant

«L'ensemble des principes qui, tout en maintenant la capacité de décision et l'efficacité, visent à instaurer au plus haut niveau de l'entreprise, dans l'intérêt des actionnaires, la transparence et un rapport équilibré entre les tâches de direction et de contrôle⁶¹ ».

Il est donc essentiel de définir les rôles et de surveiller les conduites de chacun, car dès lors que les fonctions d'utilités divergent entre parties, des conflits d'intérêts naissent entre propriétaires et dirigeants. Effectivement, les premiers cherchent à maximiser la valeur de l'action et les seconds aspirent à augmenter leurs salaires ce qui conduit logiquement à une diminution de la rémunération des premiers⁶². Une telle relation aboutit à des asymétries d'informations entre actionnaires et gestionnaires. Pour pallier à ce dysfonctionnement organisationnel, les sociétés ont recours à ce que l'on appelle des coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976, p.305-360) caractérisés par la mise en place de systèmes de contrôle, d'audits et un conseil d'administration. Ces mesures aboutissent, en général, à une meilleure transparence dans la divulgation d'information.

Les banques islamiques ont des systèmes dualistes de gouvernance d'entreprise tirés des théories anglo-saxonnes d'une part, et des lois islamiques d'autre part. En effet, d'un côté, nous avons le conseil d'administration qui a pour vocation de représenter les intérêts des actionnaires et de l'autre le conseil de la *Chari'a* qui a pour but de contrôler l'adéquation des actions de la banque avec les lois islamiques. Dans un contexte musulman, les conflits d'intérêts ne se figent plus uniquement entre propriétaires et dirigeants mais également avec le conseil de la *Chari'a* comme le montre le schéma ci-



Commentaires :

Nous le constatons, la direction générale doit faire le triple arbitrage entre conformité éthico-religieuse, augmentation de la valeur actionnariale et augmentation de leur bien-être personnel (salaires).

3.5.4.1. Le Comité de la *Chari'a*

Chaque banque ou fenêtre islamique⁶³a l'obligation de mandater un Comité indépendant chargé de valider les transactions de l'établissement avec les principes de la *Chari'a*. Ce Comité de la *Chari'a* est composé de quatre à sept membres tous juristes spécialisés dans le *Fiqh Al mouamalat* (jurisprudences commerciales, financières, politiques et économiques) (Siagh, 2001, p.270). Chaque membre du Comité est sélectionné par le Conseil d'Administration et, à la fin de chaque année, le Comité remet un rapport sur l'adéquation des pratiques de la banque avec la loi islamique. Afin de surveiller les actions de la banque de manière plus fréquente, le Comité de la *Chari'a* nomme un comité exécutif chargé, parfois mensuellement, de vérifier les opérations de l'IFI. De plus, un membre du contrôle interne est désigné afin d'être le pont entre le Comité de la *Chari'a* et la banque. Cette personne doit avoir des connaissances de la loi islamique car elle est chargée de mener des audits de toutes les transactions effectuées et vérifier leurs conformités avec les *fatwas* (avis juridique qui complète les *fiqh*-jurisprudences). Elle peut donner son aval à de nouvelles opérations qui auraient déjà été approuvées par le conseil et valider certaines

⁶³ Une fenêtre islamique est une division rattachée à une banque conventionnelle fonctionnant conformément aux principes de la *Chari'a*.

opérations mineures pas encore agréées pas le Comité. Cependant, toutes les transactions sont contrôlées par le Comité de *Chari'a* en fin d'année.

Enfin, le Comité de la *Chari'a* supervise les actions entreprises par la banque pour satisfaire au code de conduite islamique. Celui-ci comprend toutes les valeurs éthico-religieuses dont les notions d'intégrité, de sincérité, de piété et de droiture. L'aspect éthique est particulièrement important dans l'environnement économique islamique, car il est le fondement même de ce système financier dont la notion de partage des pertes et profit en découle. Le respect de ces valeurs permet à toutes IFI de consolider son facteur de différenciation par rapport aux banques conventionnelles. Il permet par la même occasion de soutenir sa réputation et sa notoriété.

3.5.4.2. Les problèmes liés aux Comités de la Chari'a

L'un des obstacles majeurs au développement de la finance islamique est la divergence d'opinion entre les différents conseils de la *Chari'a*. Les opinions peuvent non seulement être différentes d'un pays à un autre, mais elles peuvent aussi être distinctes d'un courant religieux à un autre. Un produit financier ne sera peut-être pas approuvé dans les pays du Golfe qui ont une vision plus stricte de la religion, alors qu'il pourra être homologué en Malaisie où les exigences sont moindres. Cette question pourrait être en partie résolue par la création, à l'instar d'une banque centrale, d'un organe central de la *Chari'a* qui se chargerait de contrôler les principes de la loi islamique à l'intérieur d'un Etat. L'organe central pourrait être suppléée par un centre de jurisprudence islamique qui unifierait les pensées des différents Comités de la *Chari'a*. D'après Siagh (ibid., p.284) le *Mujama al fiqh al islami* à Jeddah pourrait être légitimement considéré comme le Comité Suprême de la *Chari'a*, car il réunit des experts de chaque courant de pensées islamiques⁶⁴.

L'autre dilemme de la finance islamique lié au conseil de la *Chari'a* est son manque d'experts juridico-économique. D'après Karich (2002, p.106), il n'existerait qu'une vingtaine de spécialistes qui répondrait à ces exigences. Notons aussi que la réputation et l'intégrité des Comités de la *Chari'a* n'est envisageable qu'avec une entière indépendance de leurs parts. Dans certains cas, ceux-ci ne sont pas rémunérés ce qui renforce leur légitimité. Dans d'autre cas, notamment lors d'audit pour les fenêtres islamiques, ils sont payés par la banque. Cette situation peut causer des conflits d'intérêts, notamment entre la volonté de juger la conformité de la banque avec les principes de la *Chari'a*, et les exigences des banques.

⁶⁴ Les quatre écoles principales du sunnisme sont la Chafite, la Hanafite, la Malékite et la Hanbalite. L'école majeure du chiisme est la Jafarite.

3.6.L'étude de la BID sur les risques des banques islamiques

En 2002, la BID a mené une étude sur la perception du risque auprès de 17 IFI provenant de 10 pays différents⁶⁵. D'après cette étude, les banquiers islamiques estiment que le risque de marge (proche du risque de taux d'intérêt) est le plus sérieux avec un résultat de 3.07 (un score de 1 signifie une situation de risque « moins grave » et 5 un risque « sérieusement grave »). Le risque qu'ils considèrent comme étant le moins sérieux est le risque de marché comme nous pouvons le constater dans le tableau ci-dessous (BID, 2002. p.67).

Tableau 9

Perception du risque dans les banques islamiques

	Nombre de réponses reçues	Classement moyen*
Risque de crédit	14	2,71
Risque de marge	15	3,07
Risque d'illiquidité	16	2,81
Risque de marché	10	2,50
Risque opérationnel	13	2,92

Source : Banque Islamique de Développement

Il est intéressant de constater que le risque opérationnel est le deuxième risque le plus dangereux auquel doivent faire face les gestionnaires de risque des IFI. A contrario, la perception des risques des banques conventionnelles est bien différente. Effectivement, selon une étude⁶⁶ datant de mai 2008 menée par le CSFI (Centre for the Study of Financial Innovation) et PricewaterhouseCoopers, les principaux risques des banquiers traditionnels sont le risque de liquidités, ainsi que le risque de crédit. D'après cette enquête, la crise financière actuelle aurait joué un rôle important dans les résultats obtenus.

Chapitre 4. Les indices islamiques

Dans ce chapitre, nous nous proposons de décrire l'indice islamique Dow Jones Islamic Market (DJIM) puis d'expliquer la méthodologie utilisée par cet indice pour sélectionner les titres compatibles avec l'Islam. Ceci nous permettra de comprendre les subtilités ainsi que les différences des indices islamiques par rapport aux indices

⁶⁵ Il s'agit du Bahreïn, des Emirats Arabes Unis, de l'Inde, du Bangladesh, du Pakistan, de la Russie, de la Malaisie, de l'Arabie Saoudite, du Soudan et de la Turquie.

⁶⁶ PRICEWATERHOUSECOOPERS.
<http://www.pwc.com/extweb/ncpressrelease.nsf/docid/9B64D4126FB402648025744B004906E7> (consulté le 25.09.08)

conventionnels. Nous comparerons ensuite les allocations géographiques et sectorielles du DJIM et du Dow Jones World Index (DJWorld). Nous poursuivrons par une analyse des performances de ces deux indices, puis pour clore cette quatrième partie nous analyserons un certificat d'indexation sur indice islamique.

4.1.L'analyse des indices islamiques : le cas du Dow Jones Islamic Market Index (DJIM)

Le premier indice islamique a été créé en 1999 par le Dow Jones Index. Il s'agit du Dow Jones Islamic Market Index. Dès lors, de nombreux autres acteurs ont introduit leurs indices. Nous pouvons citer S&P Sharia Indices, FTSE Global Islamic Index, Dar Al-Maal Al-Islami (DMI) Index, SG Baraka Index.

4.1.1.Le screening⁶⁷ du DJIM Index

Le Dow Jones Islamic Market Index est un indice dont la capitalisation flottante⁶⁸ est de 15'058.1 milliard USD et est composé de 2406 titres⁶⁹. Afin de rester en adéquation avec les principes de la *Chari'a*, les indices islamiques ont dû appliquer des critères de sélection de titres qui leurs sont propres.

Dans un premier temps et sur la base du Dow Jones World Index (6417 titres), une première présélection est effectuée en éliminant les titres d'entreprises actives dans des industries illicites comme les banques commerciales, l'alcool, le tabac, l'armement ainsi que les jeux de hasard. Dans un deuxième temps, et pour être en adéquation avec les principes de l'Islam, on procède à un affinage de la sélection à l'aide de ratios comptables :

- Dettes totales / Moyenne mobile 12 mois de la capitalisation boursière < 33%

Il s'agit d'un ratio qui démontre l'endettement de l'entreprise. Un endettement supérieur à 33% n'est pas admis.

- Débiteurs totaux / Moyenne mobile 12 mois de la capitalisation boursière < 33%

⁶⁷ Filtrage, dépistage.

⁶⁸ « La capitalisation flottante ou "flottant" est la part du capital d'une société détenue par le public. Sont donc exclues les actions des fondateurs et actionnaires familiaux majoritaires, les blocs de contrôle, les titres liés par un pacte d'actionnaires ou détenus par l'Etat (l'actionnariat salarié est considéré comme flottant) ». EURONEXT. <http://www.euronext.com/fic/000/010/913/109137.pdf> (consulté le 18.08.2008)

⁶⁹ DOW JONES INDEXES. <http://www.djindexes.com/mdsidx/?event=showIslamic> (consulté le 18.08.2008).

- $(\text{Cash} + \text{valeurs mobilières portant intérêt}) / \text{Moyenne mobile 12 mois de la capitalisation boursière} < 33\%$

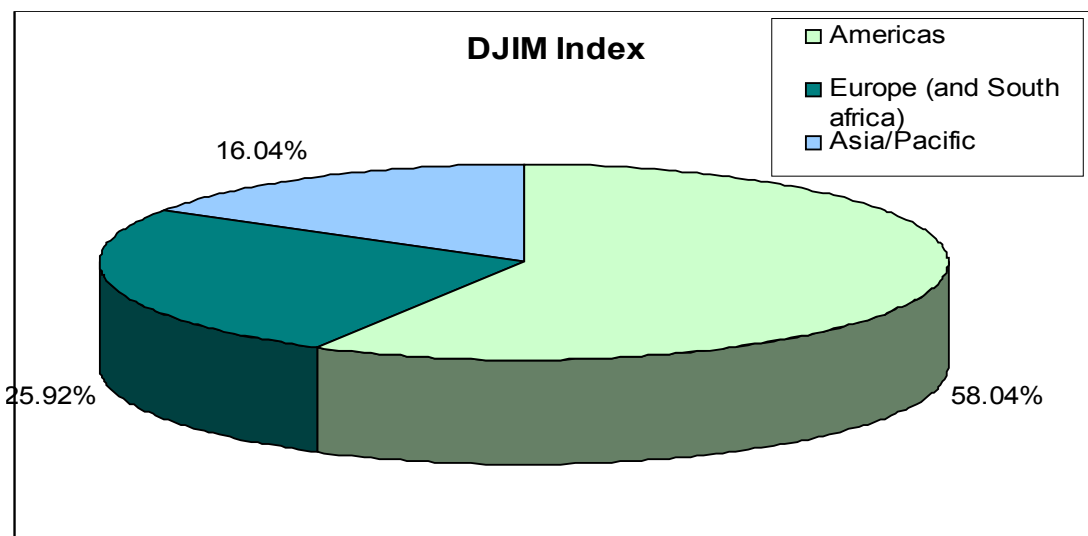
Ces deux ratios mesurent la détention de « cash » de l'entreprise. En effet, la *Chari'a* prohibe la thésaurisation de l'argent et ceci permet de favoriser l'investissement. Il est à noter que ces ratios ne sont pas égaux pour chaque famille d'indices. Les indices S&P Sharia Index imposent notamment un ratio Débiteurs totaux / Moyenne mobile 12 mois de la capitalisation boursière inférieure à 49% ce qui élargit d'avantage le champ de sélection. Par ailleurs, les indices S&P Shari'a incluent également un ratio de détection des activités illicites :

- $\text{Revenus provenant d'activités illicites (hors intérêts)} / \text{Revenus} < 5\%$

4.1.2.L'allocation géographique et sectorielle du DJIM Index et du DJ World Index

Graphique 1

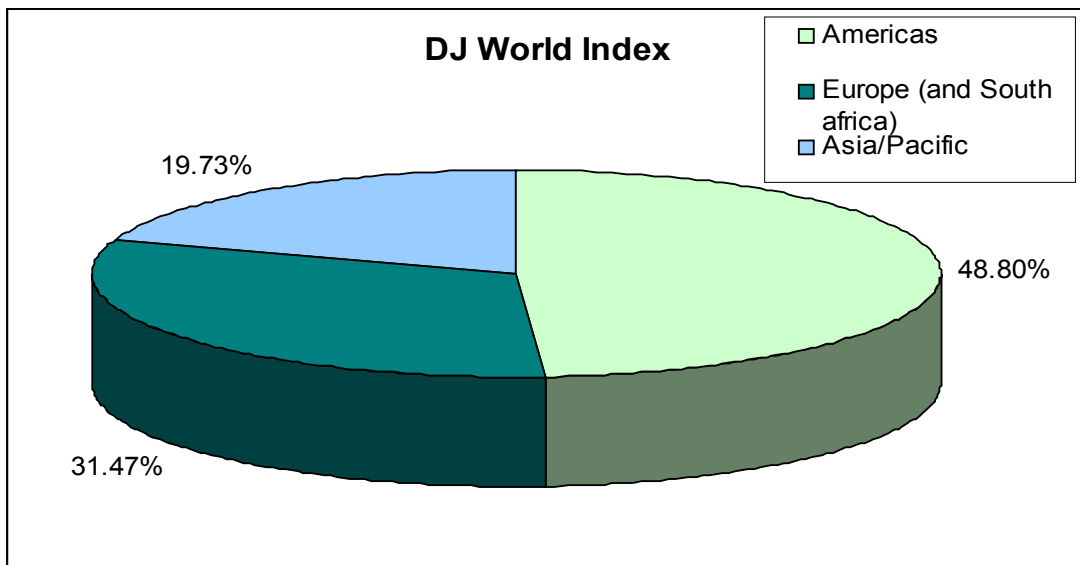
Répartition géographique DJIM



Source : www.dowjonesindex.com

Graphique 2

Répartition géographique DJ World



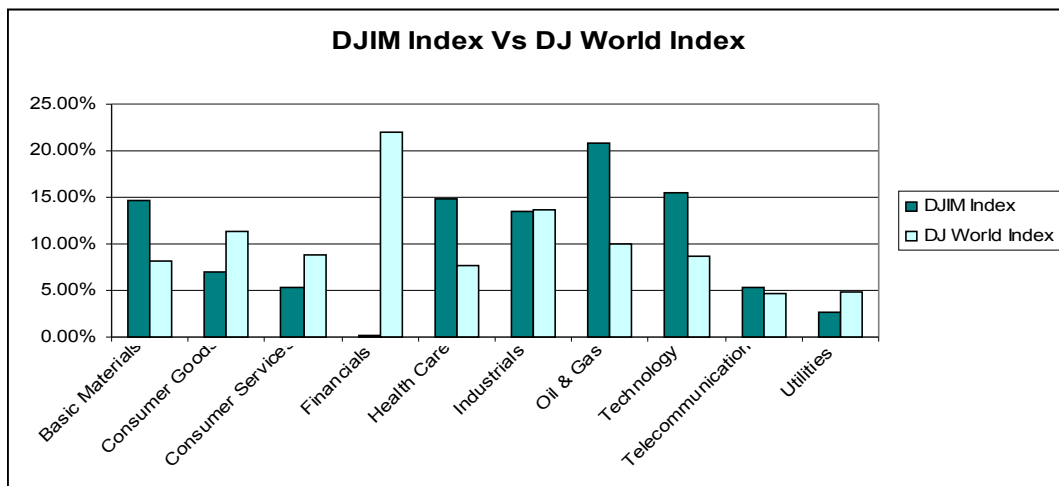
Source : www.dowjonesindex.com

Commentaire :

Nous constatons qu'en comparaison avec l'indice conventionnel, l'indice islamique investit davantage dans des entreprises sises aux Etats-Unis et moins dans des entreprises européennes ou asiatiques.

Graphique 3

Allocations sectorielles



Source : www.dowjonesindex.com

Commentaires :

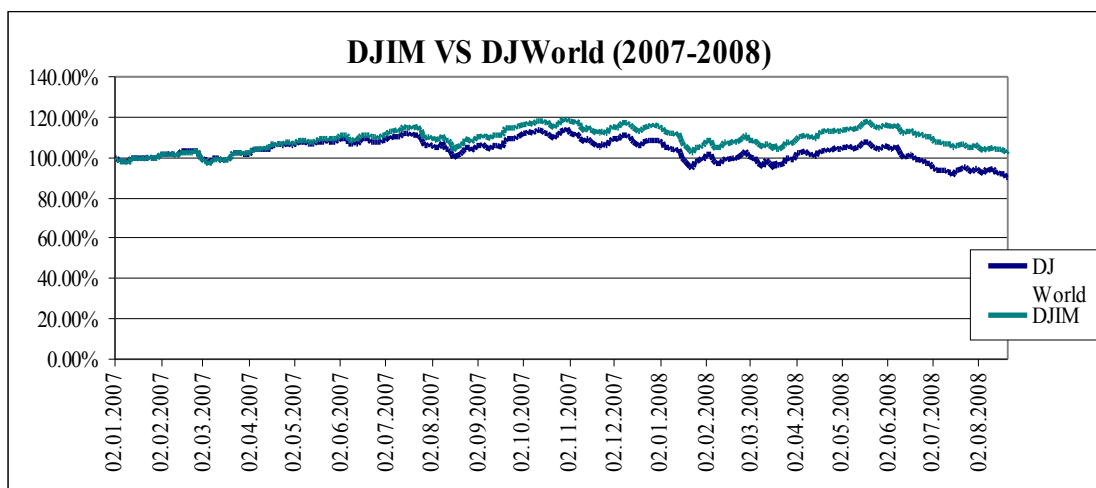
Nous pouvons remarquer que le DJIM ne détient qu'un pourcentage infime de positions dans les services financiers et ceci en raison de la contrainte de l'intérêt. Le DJIM Index alloue un pourcentage bien plus élevé que le DJW Index dans les secteurs

des technologies, de la santé et de l'énergie. Ce dernier constitue d'ailleurs l'activité majoritaire du panier.

4.1.3.L'analyse de la performance du DJIM Index

Graphique 4

Performance DJIM et DJ World de 2007 à 2008



Source : Bloomberg

Tableau 10

Données rendement moyen, minimum, maximum, volatilité, YTD⁷⁰

DJIM VS DJ World (2007 - 2008)					
	Moyenne annualisée	Min	Max	Volatilité	YTD
DJIM	1.90%	-2.89%	2.90%	0.84%	-12.10%
DJWorld	-5.27%	-3.10%	3.12%	0.87%	-17.11%

Commentaires :

Ces premières données nous permettent de remarquer une meilleure performance du DJIM par rapport au DJ World. Ils obtiennent respectivement des rendements annualisés de 1.9% et -5.27% pour la période allant du 01.01.2007 au 20.08.2008. Cette différence est pour le moins logique et nous pouvons expliquer ces écarts par la contrainte de non-sélection des activités pratiquant intérêts, comme les banques commerciales par exemple. Ce secteur a connu d'une part des pertes exceptionnelles depuis 2007 ce qui engendre des rendements négatifs de l'indice. D'autre part, ces actifs prennent une part importante (22%) dans le DJ World.

⁷⁰

Year to date

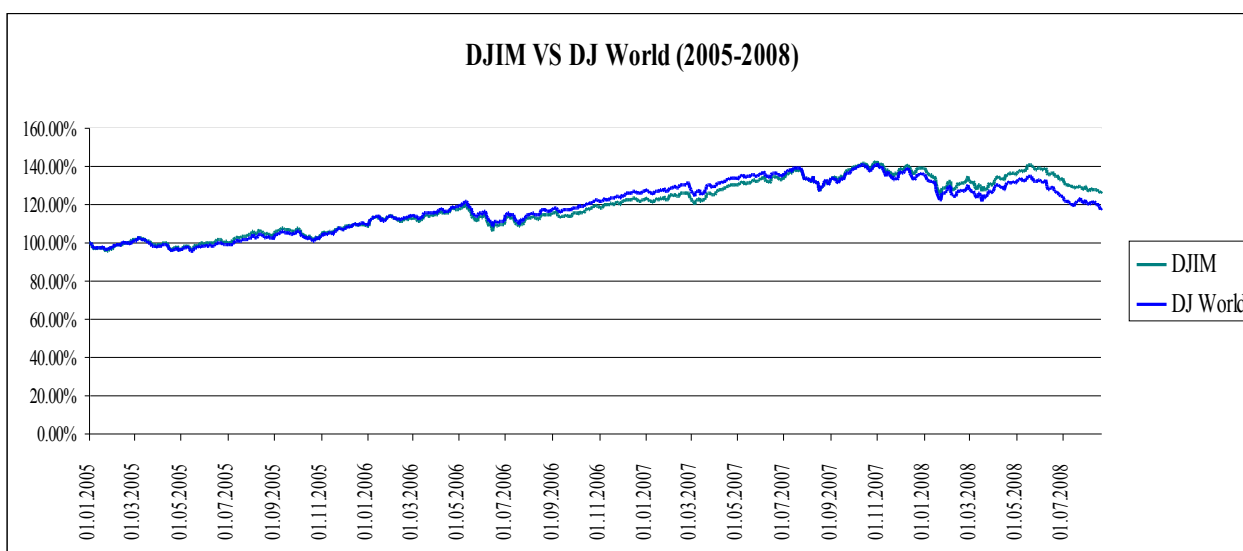
Nous pouvons aussi voir que l'indice islamique est moins volatile que l'indice conventionnel avec respectivement 0.84% et 0.87 % de volatilité mesurée à partir de leurs écart-types.

Finalement, nous constatons que le DJIM a mieux résisté à la crise depuis le début de l'année. En effet, l'indice conforme à la *Chari'a* a perdu 12.1% de sa valeur depuis le début de l'année alors que l'indice conventionnel déplore 17.11% de perte de valeur.

Afin d'éliminer les biais relatifs à la crise financière, nous allons analyser ces deux indices sur une plus longue période. Le graphique ci-dessous illustre les performances des deux indices de 2005-2008.

Graphique 5

Performance DJIM et DJ World de 2005 à 2008



Source : Bloomberg

Tableau 11

Données rendement moyen, minimum, maximum, volatilité et MDD

DJIM VS DJ World (2005 - 2008)					
	Rendement moyen	Min	Max	Volatilité	MDD
DJIM	6.44%	-2.89%	2.90%	11.0840%	-16.26%
DJWorld	4.28%	-3.10%	3.12%	11.0754%	-22.36%

Nous constatons que sur une plus longue période, l'indice islamique reste plus performant que l'indice conventionnel, mais il l'est dans une moindre mesure comparé à une période plus courte. À contrario, la volatilité du DJIM est légèrement plus élevée

que celle du DJ World avec respectivement 11.084% et 11.075% d'écart-type. Cette différence traduit un risque sensiblement supérieur pour le DJIM que pour le DJ World. Les rendements journaliers minimum et maximum sont très proches pour les deux indices mais le DJIM subit une perte maximale plus faible que le DJ World. Par contre, le rendement maximal est obtenu par le DJ World.

Le Maximum Draw Down (MDD)⁷¹ est quant à lui bien supérieur (en valeur absolue) pour l'indice conventionnel que pour l'indice conforme à la *Chari'a* avec des valeurs de 22.36% et 16.26% respectivement. Le MDD du DJ World correspond à la période du 31.10.2007 au 20.08.2008 coïncidant plus ou moins avec la crise financière actuelle. Le MDD du DJIM correspond exactement à la même période.

Ces résultats ainsi que le graphique ci-dessus nous permettent d'émettre l'hypothèse que ces deux indices sont fortement corrélés. Le bêta de 0.9656 ci-dessous nous le confirme. Cette mesure montre quelle pourrait être la variation du DJIM suite à une variation DJ World de 1%.

Tableau 11

Données Bêta, taux sans risque, espérance de rendement

Bêta	0.9656
Taux sans risque (libor3m)	2.80%
<i>E(R_p)</i>	4.23%

Afin de mesurer les écarts de rentabilité de manière plus concrète entre l'indice islamique et l'indice conventionnel nous avons choisi les trois indices suivants.

1. Le ratio de Sharpe. Il mesure la performance ajoutée du portefeuille par unité de risque du portefeuille. Il est calculé à l'aide de la formule suivante :

$$S_P = \frac{\bar{R}_P - R_F}{\sigma(R_P)}$$

Où : R_p = l'espérance de rendement du portefeuille

R_f = taux sans risque = Libor 3 mois⁷²

$\sigma(R_p)$ = écart-type du portefeuille

⁷¹ Cette mesure de risque représente la perte maximale qu'a subit l'indice depuis la dernière valeur plafond.

⁷² Taux utilisés par les IFI pour ajuster les rendements des PSIA.

2. L'Alpha de Jensen. Il mesure la surperformance du portefeuille par rapport au rendement requis par le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) dont la formule est la suivante :

$$E(R_P) = R_F + \beta_P \times (E(R_M) - R_F)$$

Où : β_P = Bêta du portefeuille = $\frac{\text{cov}(R_P, R_M)}{\sigma_M^2}$

$E(R_M)$ = Espérance de rendement du marché (DJ World)

R_f = Taux sans risque

$\beta_P \times (E(R_M) - R_f)$ = Prime de risque

Il est calculé à l'aide de la formule suivante :

$$\alpha_P = \overline{R_P} - E(R_P)$$

3. L'indice de Treynor. Il mesure le surplus de performance du portefeuille par rapport au risque représenté par le Bêta du portefeuille. C'est-à-dire la capacité à générer un rendement supérieur au marché à risque systémique identique. Il est calculé à l'aide de la formule suivante :

$$TP = \frac{(R_P - R_f)}{\beta}$$

Ces mesures de performance postulent les hypothèses de normalité des distributions ainsi que de constance des taux sans risque sur la période analysée. Malgré ces biais, et dans le cadre de notre travail, elles permettent de comparer le DJIM et le DJ World avec suffisamment de précision.

Tableau 13

Ratio de Sharpe, alpha de Jensen, indice de Treynor

DJIM VS DJ World (2005 - 2008)			
	Ratio Sharpe	Alpha de Jensen	Indice de Treynor
DJIM	0.329	2.21%	0.038
DJWorld	0.134		0.015

Au vu des résultats, nous constatons que le ratio de Sharpe du DJIM est supérieur à celui du marché. Cette différence est sûrement due à une meilleure allocation d'actif du DJIM. Notre analyse ne permet toutefois pas d'identifier s'il s'agit d'une meilleure pondération sectorielle ou géographique. Par ailleurs, l'Alpha de Jensen est égale à 2.21%, ce qui signifie que le DJIM a surperformé de ce même chiffre le rendement requis par le MEDAF. En d'autres termes, ce résultat dénote l'excédent de rendement obtenu par le DJIM.

Pour finir, l'indice de Treynor est aussi favorable au DJIM car il possède un indice supérieur à celui du marché. En effet, l'indice est respectivement de 0.038 et de 0.015.

A travers ces explications, nous comprenons mieux maintenant l'univers des indices islamiques, leurs méthodes de sélection de titres, les allocations d'actifs ainsi que leurs performances. Actuellement, les indices servent également à réaliser des profits par le biais de produits structurés complexes. Dans la prochaine partie, nous proposons une description et une analyse des risques liés à un titre financier permettant de profiter des variations d'un indice islamique.

4.2.L'analyse d'un Certificat sur indice islamique

Les Certificats d'indexation sont des produits financiers répliquant parfaitement les fluctuations d'un indice. Ces produits permettent donc de profiter de l'évolution d'un marché sans acheter tous les titres qui le composent. Ils permettent aussi de diversifier les investissements et facilitent le suivi des performances du portefeuille⁷³. Par ailleurs, les Certificats sont émis par des banques, cotés quotidiennement et échangés sur des marchés organisés. Leur structure est proche de celle d'une obligation car leur échéance est déterminée et ils sont remboursés à maturité. De même, certains Certificats d'indexation peuvent garantir le capital à terme.

Grâce aux récentes innovations des ingénieurs financiers spécialistes de la finance islamique, ces produits peuvent être compatibles avec la *Chari'a*. Nous allons maintenant analyser un Certificat émis par la banque néerlandaise ABN AMRO et géré conjointement par la Lichtenschteinische Landesbank, le « Islamic Certificate on the

⁷³ BNP PARIBAS. <http://produitsdebourse.bnpparibas.com/fr/indexation.aspx>
(consulté le 19.09.2008)

LLB Top 20 Middle East Total Return Index (LLBI)». Ce produit, lancé en décembre 2007, est libellé en USD et le montant d'une part équivaut à 100 USD⁷⁴.

Dans le cadre de cette transaction, la banque émettrice possède plusieurs casquettes. D'une part, ABN AMRO agit en tant que gestionnaire du Certificat (the Trustee) pour le client avec l'aide d'un *Wakala* (contrat d'agent), ainsi que celle d'un agent d'investissement concernant les titres du portefeuille.

Dans un premier temps, ABN AMRO achète des titres compatibles avec la loi islamique. Ces titres sont connus et sont Philips Electronic, TNT N.V et ASML N.V et représente chacun un tiers du « portefeuille ». Dans un deuxième temps, ABN AMRO utilise l'indice LLBI comme sous-jacent. Cet indice use des mêmes critères de sélection que le DJIM Index et les titres qui le composent sont donc « *Chari'a* compliant ».

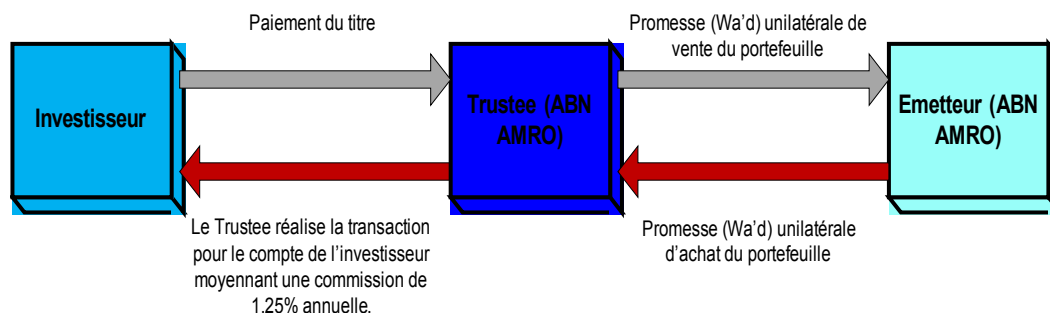
En ce qui concerne la structure du Certificat, il applique un procédé appelé le *Wa'd*⁷⁵(promesse) dans lequel, le Trustee contracte une promesse unilatérale de vente avec l'émetteur. Ce dernier conclut une promesse unilatérale d'achat avec le Trustee comme le montre le schéma suivant :

Figure 14

Schéma du Wa'd ABN AMRO

⁷⁴ MAKTOUB BUSINESS.
http://business.maktoob.com/NewsDetails-20070423098633-DIB_launches_5_year_capital_protected_notes_linked_to_DB_GSAM_ALPS_Hedge_Fund_Index.htm (consulté le 19.09.2008).

⁷⁵ Ce procédé est détaillé dans le prochain chapitre.



Le *Wa'd* permet à l'investisseur de profiter des performances à la hausse du sous-jacent tout en investissant dans un titre financier négociable sur un marché organisé. Effectivement, le prix de vente du Certificat à l'échéance est égal à la performance de l'indice depuis l'initiation du contrat, multiplié par le nombre de jours de possessions du Certificat, moins les frais et commissions (1.25%).

Dans un tel produit, les risques intrinsèques sont nombreux et nous proposons ici d'en mentionner les plus importants.

Volatilité du sous-jacent

En raison de la dépendance du prix de l'actif aux variations du prix du sous-jacent, un changement du cours de ce dernier peut avoir des conséquences sur les profits de l'investisseur à l'échéance. Effectivement, comme mentionné ci-dessus, la valeur du Certificat est directement liée à l'évolution du LLBI. Si, par exemple, cet indice perd 10 % de sa valeur en une année, le Trustee devra vendre pour le compte de l'investisseur la promesse à un prix inférieur au nominal. Dans le cas contraire, le Trustee pourra vendre la promesse à un prix supérieur au nominal.

Risque de change

Le Certificat étant émis en USD, il peut subir des pertes dues à la dévalorisation du billet vert. De nombreux facteurs déterminent la valeur de ce dernier, comme l'inflation : plus il y a d'inflation plus le pouvoir d'achat de la monnaie diminue, ce qui influencera négativement le taux de change ; les taux d'intérêt : la rationalité des agents économiques les poussent à investir là où les taux sont les plus élevés. Par conséquent, une augmentation des taux US valorisera le dollar. Il y a également le déficit américain : l'augmentation du déficit américain diminue la confiance des investisseurs et augmente le taux d'intérêt US ce qui aura pour effet de valoriser le dollar. Pour l'heure, en raison des récentes injections de liquidités du trésor américain, le déficit risque de s'accroître, ce qui nous fait émettre l'hypothèse d'une prochaine valorisation du dollar.

La solvabilité de l'émetteur

En l'occurrence, l'émetteur, ABN AMRO jouit d'un rating plutôt favorable ce qui réduit le risque d'insolvabilité. Effectivement, la banque néerlandaise est notée Aa3 par Moody's et AA- par S&P pour une dette à long terme ce qui correspond à une probabilité de défaut de 0.03%. Cependant, comme l'a révélé la crise financière actuelle, les ratings des agences de notations sont à considérer avec précaution. En effet, avant l'effondrement du marché hypothécaire américain, les dérivés de crédit à la base des « subprimes » étaient notés AAA par les principales agences de notations.

Chapitre 5. Les produits structurés islamiques : le cas d'un produit islamique émit par la Deutsche Bank (DB)

Selon l'Association Suisse des Produits Structurés, « *Les produits structurés sont des instruments de placement qui font l'objet d'une émission publique et dont la valeur de remboursement est fonction de l'évolution d'un ou plusieurs titres sous-jacents, soit des actions, des intérêts, des devises ou des matières premières comme l'or, le pétrole brut, le cuivre ou le sucre. Les produits structurés sont la combinaison d'un placement classique (obligation, par exemple) et d'un instrument financier dérivé* ».

Les produits structurés ont connu un essor important ces dernières années. Il est maintenant possible d'investir dans des produits qui permettent de suivre toutes les tendances du marché. Les trackers, par exemple, permettent de répliquer l'évolution d'un indice boursier qu'il soit actions, obligations ou matières premières. Les acteurs de la finance islamique veulent profiter de cet engouement et quelques banques proposent déjà des produits structurés islamiques.

Dans ce chapitre, nous allons analyser un produit structuré islamique émis par la Deutsche Bank qui utilise le principe du *Wa'd* (ou promesse), le « 5-Year Capital Protected Notes linked to DB-GSAM Hedge Fund ». Ce produit à capital garanti a été créé par la Dubaï Islamic Bank (DIB) et est censé répliquer le rendement d'un fond de Hedge Fund de Goldman Sachs, le DB-GSAM alps index⁷⁶.

Dans un premier temps, nous allons décrypter la manière dont un produit à capital garanti est conçu dans un contexte conventionnel et sur le marché des produits financiers islamiques. Nous allons ensuite décrire le concept du *Wa'd*, puis nous examinerons plus en détail la structure et les caractéristiques du produit. Nous poursuivrons par l'argumentaire de DB concernant la compatibilité avec la *Chari'a* de ce produit ainsi que les critiques qui lui font face. Nous finirons par une analyse des risques du produit.

5.1. Les produits à capital garanti

Les produits à capital garanti sont des produits structurés qui permettent - tout en investissant dans des titres risqués - de protéger son capital initial. En contrepartie, les capitaux doivent être bloqués jusqu'à la maturité. En général, ils résultent de la combinaison d'un produit à rendement fixe, comme une obligation, et d'une option Call.

⁷⁶

BANCO. <http://www.banco.ch/article/1700> (consulté le 17.09.2008)

De plus, il est à noter que le capital n'est garanti qu'à l'échéance et, en cas de retrait avant cette date, la protection ne serait plus effective.

Dans ce véhicule financier, la partie obligataire génère un rendement annuel fixe et connu d'avance. C'est ce profit qui va permettre de garantir le capital à l'échéance. Prenons un investissement de 1000 USD. Ce placement a une échéance de cinq ans et l'obligation rapporte 4% annuellement. Il nous faut donc environ 822⁷⁷ USD investis aujourd'hui dans un placement à 4% fixe pour récupérer nos 1000 USD in fine. Par conséquent, il nous reste 178 USD (1000-822) que l'on peut investir sur une position plus risquée.

Le produit émis par la DB offre à l'investisseur la possibilité de récupérer son capital de départ dans cinq ans soit à la maturité. Sachant que la *Chari'a* prohibe le *Riba* et par conséquent les investissements obligataires, comment ce produit fonctionne-t-il ?

Nous pouvons expliciter une partie de cette question dans les produits financiers islamiques basés sur le coût plus marge. Effectivement, ils sont structurés en grande majorité à l'aide du *Murabaha* comme nous l'a confirmé Julien Treguer, Equity Derivatives and Islamic Products Structurer chez BNP PARIBAS :

«Le Murabaha est la technique la plus utilisée. Cependant, un Wa'd pourrait aussi être employé lors de la structuration d'un capital garanti islamique» (voir annexe 3).

À priori, nous aurions pu émettre l'hypothèse que les produits islamiques à capital garanti, utilisent un *Sukuk* pour protéger les fonds à l'échéance. En effet, l'obligation est l'homologue conventionnel du *Sukuk*. Toutefois, M. Treguer affirme que :

« [...] à priori cela à l'air moins évident que l'utilisation de Murabahas car les coupons du Sukuk sont liés aux rendements de l'actif sous-jacent et doivent être swappés ou strippés d'une manière ou d'une autre, mais toujours « islamiquement ». En revanche lors d'un Murabaha la marge est fixé ex-ante ce qui permet de garantir le capital in-fine » (op. cit.).

En effet, ces produits agissent comme des instruments de dettes et permettent de déterminer un revenu (la marge) connu d'avance et accepté de tous (Ferry, 2007). Afin de le démontrer, reprenons l'exemple précédent, et imaginons que nous remplacions notre obligation par un *Murabaha*. Nous investirions 822 USD à l'achat d'un actif tangible (matières premières, immeuble, machine, usine etc...) et nous conviendrions avec notre acheteur d'une marge égale à 178 USD (1000-822) échelonnée sur cinq

⁷⁷ $1000 / (1.04)^5$

ans. À l'échéance, nous récupérerions notre mise de départ et nous pourrions même investir les 178 USD restant dans un autre actif. En l'occurrence, l'autre actif est un panier de titres structuré à l'aide d'un *Wa'd*, concept que nous nous proposons d'analyser dans la prochaine partie.

5.2. Le concept du *Wa'd* (promesse)

Le produit financier émis par la DB fait appel à une promesse unilatérale. Cette notion est définie comme « *une convention par laquelle une personne, le promettant, consent à une autre personne, le bénéficiaire, la faculté d'acheter ou de vendre un bien à un prix déterminé ou déterminable. Le bénéficiaire jouit d'un droit d'option* »⁷⁸.

Selon la majorité des spécialistes du droit musulman, l'exécution d'une promesse est une obligation morale pour tous croyants. Cependant, le principe selon lequel une promesse est légalement obligatoire n'est pas aussi limpide.

En effet, la majorité des juristes classiques musulmans (DB, p.5) défendaient le point de vue selon lequel l'exécution d'une promesse n'est ni obligatoire ni exécutoire. Par contre, l'Islamic *Fiqh* Academy à Jeddah, une des plus grandes instances religieuses musulmanes, a statué sur le caractère obligatoire d'une promesse dans les relations commerciales. Il en ressort les éléments suivants (DB, p.6):

« L'exécution d'une promesse réalisée dans le cadre d'une transaction commerciale est obligatoire, non seulement aux yeux de Dieu mais aussi dans des tribunaux de droit avec les conditions suivantes :

- *La promesse doit être unilatérale.*
- *La promesse doit avoir causé un « engagement⁷⁹ » de la part du bénéficiaire.*
- *Si la promesse fait référence à l'achat de quelque chose, la vente réelle doit avoir lieu à la date mentionnée au moment de l'échange de l'offre et de son acceptation. Une simple promesse ne doit pas être prise comme une vente conclue.*

⁷⁸ JURISPEDIA. [http://fr.jurispedia.org/index.php/Promesse_unilat%C3%A9rale_de_vente_\(fr\)](http://fr.jurispedia.org/index.php/Promesse_unilat%C3%A9rale_de_vente_(fr)) (consulté le 12.09.2008)

⁷⁹ Traduction de liabilities.

- *Si le promettant n'exécute pas sa promesse, la Cour peu le forcer soit à acheter l'objet de l'échange soit à payer des dommages et intérêt au vendeur. (Islamic Fiqh Academy, cité par DB, 1988)»*

Toute la structure du produit a été conçue en adéquation avec ces principes comme nous le verrons plus loin.

De plus, la religion musulmane donne une grande importance au respect d'autrui et le respect d'une promesse est une marque de considération des attentes de son prochain. Effectivement, si en recevant cette promesse le bénéficiaire a pris des engagements, par conséquent la non-réalisation de cette promesse pourrait lui porter préjudice. Imaginons que A ait promis à B de lui donner 10 USD. Etant donné que B à l'intime conviction que A va effectivement lui donner 10 USD, il emprunte cette même somme à C. Si finalement A ne donne pas à B 10 USD, ce dernier subira un dommage.

Ce dommage est souligné dans le *ahadith* suivant, où est condamnée l'inexécution d'une promesse.

« Le Prophète a dit: "Trois défauts caractérisent l'hypocrite: Tenir des propos mensongers; manquer à ses promesses et tromper les confiances d'autrui"»⁸⁰.

Nous comprenons maintenant ce que représente une promesse ainsi que les raisons pour lesquelles son exécution est obligatoire. Afin de comprendre le fonctionnement du produit, il est nécessaire d'expliquer la manière dont il est implémenté dans la structuration. C'est ce que nous allons faire dans la prochaine partie.

5.3. La structure du Wa'd

En utilisant la technique du *Wa'd*, DB a créé une structure permettant de répliquer les performances de tous types d'actifs (actions, obligations, fond de placement et fond de fonds).

⁸⁰ Hadith 35, transmis par Abû Hurayra.
<http://hadith.alislam.com/bayan/Display.asp?Lang=frn&ID=35> (consulté le 12.09.2008)

Tableau 14

Les acteurs et les rôles dans une promesse d'achat ou de vente (Wa'd)

Acteur	Rôle
DB	Emetteur des titres qui agit en tant que gestionnaire des investissements pour le client. DB ne peut endosser ce rôle qu'à l'aide d'un engagement de type <i>Wakala</i> (contrat d'agence), ce qui permet à la banque de gérer les fonds de ces clients moyennant une commission.
Dar Al Istithmar Limited (DI)	Comité de supervision de la <i>Chari'a</i> .
L'Islamic Account (IA)	Sert de passerelle entre le client voulant respecter les principes de la <i>Chari'a</i> et les actifs qui ne sont pas compatibles avec la <i>Chari'a</i> . Ce compte est séparé des comptes DB conventionnels et les titres acquis par cette entité sont aussi dissociés des titres DB.
Le client	Investit dans des titres compatibles avec la <i>Chari'a</i> émis par DB

Le processus

Un client investit dans des titres, *Chari'a* Compatible (CC) émis par la DB. Ces titres répliquent formellement, sur la base d'un delta-1⁸¹, les fluctuations d'un sous-jacent. Celui-ci n'a pas l'obligation d'être CC. Pour finir, DB s'appuie sur la gamme des Dow Jones Islamic Index (voir chapitre 4) pour la sélection du panier de titres CC.

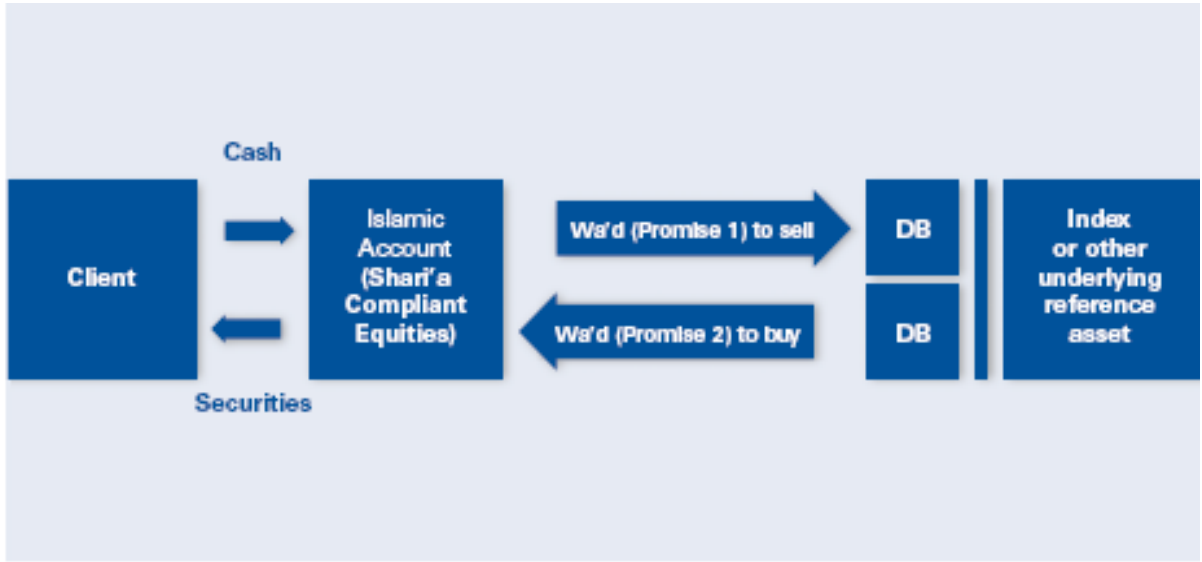
Par ailleurs, la DB va créer une entité séparée, l'IA avec qui elle va échanger deux *Wa'd*. Dans la première, DB promet **d'acheter** (*Wa'd* to buy) un nombre déterminé de

⁸¹ Produit non-optionnel répliquant le sous-jacent sans effet de levier (Ex : trackers, certificat linéaire). De plus, un delta mesure la sensibilité du prix d'une option par rapport à son sous-jacent. Un delta égal à un signifie que le prix de l'option varie dans les mêmes proportions et avec la même amplitude que son sous-jacent. LES ECHOS. <http://www.lesechos.fr/info/finance/4689529.htm> (consulté le 23.09.2008)

titres CC à un prix d'échange (Settlement Price) déterminé (à l'aide de la formule ci-dessous) et dans la deuxième, IA promet de **vendre** (*Wa'd to sell*) ces même titres au même prix. Il est important de préciser que ces deux promesses sont unilatérales (une seule peut être utilisée à l'échéance).

Figure 15

Schéma du Wa'd DB



Source : Deutsche Bank

Le prix d'échange est fixé à la maturité à l'aide de la formule suivante :

Figure 16

Formule du prix d'échange d'un Wa'd

Settlement Price:	$\frac{\text{Final Reference Level} \left(1 - \text{Fees} * \frac{\text{Days}}{365}\right)}{\text{Initial Reference Level}}$
Where:	
Basket_{t0}*	Price of the Basket at t ₀ , i.e. the date of the Promise or if not a trading day, the first trading day thereafter.
Initial Reference Level:	The closing level of the Index on the date of the Promise.
Final Reference Level:	The closing level of the Index on the date of the sale of the Basket.
Days:	Number of days between when the Final Reference Level and the Initial Reference Level are determined.
Index:	Determines the price of the Basket and can be any financial reference.
Redemption Value:	Notional Amount

Source : Deutsche Bank

Les profits à l'échéance

Dans cette transaction, le profit de l'investisseur ne dépend pas des titres CC qu'il a acquis à IA mais d'un Benchmark (un indice ou d'autres actifs servant de référence). En l'occurrence, il existe deux scénarios envisageables.

Premièrement, le panier de titres CC surperforme le Benchmark. Dans ce cas, DB pourra **acheter** les titres CC à un prix plus faible que celui du marché. DB aura intérêt à utiliser son *Wa'd d'achat*. Par contre, IA ne voudra pas utiliser son *Wa'd de vente* (raison pour laquelle les promesses sont unilatérales).

Deuxièmement, le panier de titres CC évolue plus faiblement que le Benchmark. DB pourra **acheter** les titres CC à un prix supérieur que celui du marché. Bien évidemment, DB n'aura pas intérêt à utiliser son *Wa'd*. Par contre, IA pourra **vendre** les titres CC à un prix supérieur que celui du marché.

Illustration

Afin d'illustrer ce qui a été dit plus haut, nous allons utiliser un exemple chiffré. Imaginons qu'un investisseur veuille acheter pour 20 millions USD de titres CC. DB crédite le compte IA pour le même montant. L'IA achète les titres CC pour cette somme.

Nous émettons les hypothèses suivantes :

Indice de référence : Dow Jones World Index (comprenant des titres non CC).

Evolution de l'indice : plus 5% par rapport à sa valeur de départ (50) soit 52.5 USD.

Evolution des titres CC : plus 15% par rapport à sa valeur de départ (20 millions USD) soit 23 millions USD.

Dans ce cas, le prix d'échange sera égal à :

$\text{Prix d'échange} = 20'000'000 * 52.5/50 = 21'000'000 \text{ USD}$

Le prix d'échange est de 21 millions USD. DB aura intérêt à utiliser sa promesse d'achat puisque le prix d'échange est inférieur au prix des titres CC sur le marché (21 million USD < 23 million USD).

Commentaire :

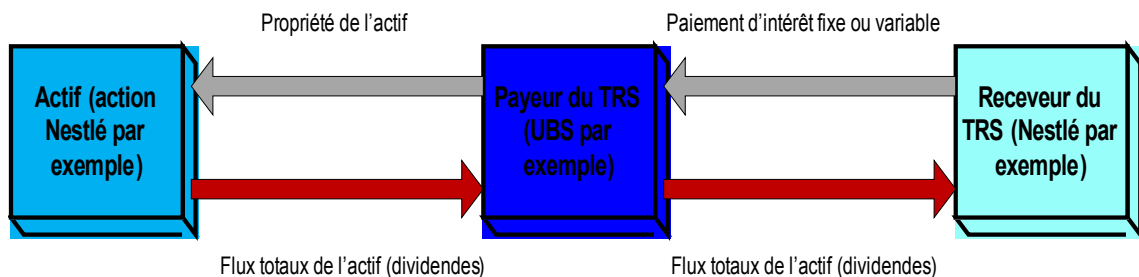
Au terme de la transaction, l'investisseur aura investi dans des titres compatibles avec l'Islam tout en ayant reçu les rendements d'actifs non-compatibles. Ce type d'échange de rendements est appelé conventionnellement Swap. Nous verrons dans la partie suivante le fonctionnement de ce produit dérivé.

5.4.L'équivalent conventionnel du Wa'd

D'après DB, ce produit financier islamique correspondrait à un produit conventionnel de type Total Return Swap (TRS). Ce produit structuré consiste à dissocier la propriété juridique (possession d'une action par exemple) de la propriété économique (versement de dividendes). Nous proposons ci-dessous un schéma simplifié de ce genre de transaction.

Figure 17

Schéma d'un Total Return Swap



Dans cet exemple, Nestlé va payer à l'échéance un intérêt fixe ou variable à UBS plus les moins values sur le titre Nestlé à la maturité et UBS va payer les flux totaux générés par le titre Nestlé plus les plus-values sur le titre Nestlé à l'échéance. Ce produit structuré sert non seulement à transférer le risque de crédit, mais également à transférer le risque de fluctuation des taux d'intérêts.

Malgré la ressemblance avec le produit structuré islamique, le TRS n'est pas compatible avec la *Chari'a* pour des raisons évidentes de paiements d'intérêts. Comment DB a donc pu rendre un produit typiquement non compatible avec la *Chari'a* en un produit « *Chari'a* compliant » ?

5.5.L'argumentation de DB

La première question à laquelle DB a répondu concerne l'ignorance (*jahala*) du prix au moment de la promesse. Afin de s'en expliquer, DB argumente que d'une part, d'après *Ibn Taymiyyah*⁸², la *Chari'a* n'oblige pas de mentionner le prix dans un contrat⁸³. D'autre part, DB invoque le fait que l'ensemble des écoles de pensées musulmanes⁸⁴ acceptent les transactions de types *bay'bima yanqati' bihi si'r* qui sont des ventes conclues au prix du marché. Ce prix n'est toutefois pas connu au moment de l'offre et de l'acceptation.

DB rajoute à ce sujet qu'à l'opposé de la transaction précédente, dont la vente est conclue sans même connaître le prix, le *Wa'd* lui n'exécute aucune vente avant que le prix soit fixé. D'après DB, les deux promesses unilatérales ne sont pas des ventes mais des promesses de ventes. Lorsque celles-ci prennent effet, le prix est déterminé avant que l'achat et la vente ne se produisent.

De plus, DB mentionne même le fait que :

« La prohibition du Gharar et du Jahala se réfèrent seulement aux contrats de ventes et non aux promesses. Par conséquent, il est acceptable pour une promesse d'achat ou de vente d'être échangée et contraignante, même sans connaître le prix au moment de la promesse. Le prix sera connu au moment de l'exécution de la vente ».

La deuxième question à laquelle DB a tenté de répondre, est le fait que le prix auquel l'actif est vendu n'est pas nécessairement le prix de marché de l'actif. Effectivement, le prix déterminé dans le *Wa'd* (Settlement price) est donné par les prix de début et de fin du Benchmark (un indice ou des autres actifs de référence). DB ne donne cependant pas réellement d'arguments basés sur le cadre légal musulman pour justifier cette deuxième problématique. Au contraire, DB affirme qu'« *il n'existe dans la Chari'a aucune raison pour laquelle un actif ne pourrait pas être vendu à un prix dérivé de la performance d'actifs distincts, d'indices ou de tout autre benchmark qui serait ou ne serait pas* » *Chari'a compliant* (DB, p.22)».

⁸² *Ibn Taymiyyah* est un théologien arabe musulman, apparenté au madhhab hanbalite, et est considéré comme l'un des plus grands théologiens de l'histoire musulmane de tout les temps et l'un des maîtres du traditionisme. WIKIPEDIA. http://fr.wikipedia.org/wiki/Ibn_Taymiyyah (consulté le 13.09.2008)

⁸³ *Ibn Taymiyyah*, *Nazariyyat al-'Aqd*, 65, 72.

⁸⁴ Les quatre écoles principales du sunnisme sont la Chafiite, la Hanafite, la Malékite et la Hanbalite. L'école majeure du chiisme est la jafarite.

Interviewé à ce sujet, le Dr. Hassain Hamid Hassan, président du Comité *Chari'a* de la Dubaï Islamic Bank ayant approuvé le fond comme compatible avec la *Chari'a* Bank, argumente que

« Malgré le fait que le fond profite indirectement de la performance d'un Hedge Fund non-islamique, il n'investit pas directement dans l'actif, raison pour laquelle il est « Chari'a compliant »⁸⁵.

Il rajoute que

« Le fond est halal parce que la DIB et ses partenaires (DB, Goldman Sachs) utilisent une technique basé sur un credit swap, ce qui veut dire qu'un investisseur est exposé à distance à un actif non-compatible avec la Chari'a mais n'investit pas réellement dedans (op.cit.)».

Selon la DIB, le Hedge Fund utilisé dans ce produit ne peut pas être considéré comme un actif au sens propre, mais plutôt comme un benchmark. Comme nous l'avons vu précédemment, certaines banques utilisent le LIBOR comme benchmark pour ajuster les rendements des Profit-Sharing Investment Account aux rendements des comptes courants dans les banques conventionnelles (voir chapitre 1.4.1). L'utilisation d'un benchmark n'est donc pas prohibée par l'Islam.

5.6.La critique du produit

Cependant, peut-on vraiment assimiler, dans ce cas précis, le Hedge Fund à un benchmark ? En l'occurrence, ce fond sert non seulement de benchmark, mais aussi de paramètre pour le calcul du prix de vente ou d'achat dans le *Wa'd*. De plus, le profit, s'il y en a, est directement lié au prix du Hedge Fund. Par ailleurs, il fait l'objet de critiques assez virulentes par certains experts de la finance islamique. Lors de la Conférence Mondiale sur les Fonds Islamiques qui s'est tenue à Dubai en mai dernier, le Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo, président du Comité de la *Chari'a* de Sharia Capital, a critiqué le produit de la DB. Il a notamment affirmé que

« Le but de ce swap est de donner des rendements qui ne sont pas compatibles avec la Chari'a, et tout le monde le sait⁸⁶». « C'est une erreur de dire que le

⁸⁵ ZAWYA. <http://www.zawya.com/story.cfm/sidZAWYA20070923054914> (consulté le 12.09.2008)

⁸⁶ ISLAMIC FINANCE NEWS. <http://islamicfinancenews.wordpress.com/category/islamic-finance/scholars/sheikh-yusuf-talal-delorenzo/> (consulté le 12.08.2008)

panier d'actifs non Chari'a compliant n'est rien d'autre qu'un indice (op.cit.)» a-t-il rajouté.

Il a poursuivi en exprimant son désaccord face à l'argument de la DIB selon lequel le panier d'action est un benchmark et qu'il n'y a aucune différence avec le LIBOR.

« La comparaison avec le LIBOR n'est pas appropriée car c'est l'intérêt lui-même qui est interdit et non le Benchmark. Comme une simple référence, il n'a rien à voir avec la transaction. Dans un Wa'd swap c'est le benchmark qui crée le profit et là réside le problème».

Puis il a objecté que

« Le LIBOR dans un produit Ijara était totalement décorrélé de la transaction et qu'il n'y avait aucune participation d'un investisseur musulman dans le LIBOR – c'est le business des banques de Londres (op.cit.)».

Comme nous pouvons le constater, l'innovation en finance islamique est sujette à de nombreuses contraintes. D'une part, le cas du produit ci-dessus prouve concrètement que les dissemblances d'opinions entre différents Comités de *Chari'a* compliquent la tâche des ingénieurs financiers pour la création de nouveaux produits. Effectivement, imaginons qu'une banque, avec l'aval de son Comité de la *Chari'a*, lance un nouveau produit sur le marché. Son concurrent pourrait être tenté de le critiquer par l'intermédiaire des juristes de son propre Comité de la *Chari'a*, ce qui empêcherait le produit de se développer. D'autre part, les coûts engendrés par la mise en place de produits structurés islamiques sont d'une manière générale plus importants que lors d'un lancement de produits financiers conventionnels. En effet, il existe des frais juridiques ainsi que des frais liés aux Comités de la *Chari'a* qui augmentent les coûts de lancements des produits financiers islamiques. Les banques tentent de réduire ces charges en standardisant leurs processus de structurations afin de faciliter davantage le contrôle du Comité de la *Chari'a* (Ferry, 2007).

5.7. Les risques du produit

À l'instar du système financier islamique, les produits financiers compatibles avec la *Chari'a* doivent faire face à des risques intrinsèques ainsi que des risques généraux. Nous proposons maintenant d'analyser les risques propre au « 5-Year Capital Protected Notes linked to DB-GSAM Hedge Fund ». Nous scinderons cette partie en deux, avec d'un côté les risques liés au produit à capital protégé islamique et de l'autre, les risques attachés au *Wa'd*.

5.7.1. Les risques relatifs aux produits à capital protégé islamiques

Comme mentionné plus haut, les produits à capital protégé islamiques sont structurés essentiellement à l'aide d'un *Murabaha*. S'agissant d'une transaction commerciale entre la banque et une contrepartie, le risque de défaut de cette dernière doit être pris en considération. Cependant, interrogé à ce sujet, M. Treguer répond que :

« Le risque de contrepartie lié au Murabaha est semblable à celui d'un capital garanti classique dans la mesure où la sélection de la contrepartie est effectuée selon les mêmes critères (voir annexe 3). »

La banque va donc sélectionner un tiers dont la solvabilité aura été confirmée et qui représente donc un risque de défaillance faible. De plus, comme toute transaction islamique, le *Murabaha* doit être adossé à un actif tangible. En fonction de la nature de celui-ci, il existe des risques spécifiques. Lors de notre entretien, M. Treguer nous a stipulé que :

« Les supports tangibles qui permettent de valider la transaction de Murabaha comme étant islamique sont des matières premières et la manière dont le Murabaha peut être structuré permet d'éviter que la valeur de marché de ces matières premières n'influe sur le profit du Murabaha » (op. cit.).

Il a ajouté que :

« Concernant le risque du sous-jacent, la banque acquiert l'actif ce qui lui permet de se couvrir et de gérer le risque » (op. cit.).

L'utilisation de matières premières permet aussi de faciliter la liquidité du produit. À cet effet, l'IFSB a rédigé une note technique sur la gestion de la liquidité des IFI dans laquelle elle préconise l'utilisation de « Commodity *Murabaha* » (IFSB, 2007. p.16). Par ailleurs, les produits basés sur le principe du coût plus marge sont confrontés aux risques de taux. En effet, si les taux d'intérêts varient entre le début et la fin du contrat et que le paiement est différé cela peut comporter un risque pour les IFI. Dans le cadre des produits à capital protégé, les *Murabahas* ont comme objectif de générer un rendement fixe permettant de garantir le capital. Comme le souligne M. Treguer :

« En ce qui concerne le risque de taux, la fixation initiale du profit du Murabaha permet de le couvrir » (voir annexe 3).

Pour finir, s'il n'existe aucune contrainte quant à la compatibilité des produits à capital protégé avec la *Chari'a*, la permissivité de la garantie du capital est quelque peu différente. Interrogé à ce sujet, M. Treguer rétorque que :

« Il ne faut pas mélanger protection du capital, qui est une protection technique, financière et garanti du capital, qui est octroyé formellement par un garant. La protection est autorisée alors que la garantie du capital pose problème si le garant n'est pas une entité tierce indépendante. En soit la protection complète du capital peut faire l'objet de polémique car elle semble faire disparaître le risque du produit. A ce titre les produits partiellement protégés, à 90% par exemple, seraient plus acceptables » (voir annexe 3).

5.7.2. Les risques relatifs aux *Wa'd*

Le *Wa'd* étant émis par DB, le risque de défaillance de l'émetteur est très faible. Effectivement, DB dispose d'un bon rating (AA- selon S&P et Aa1 selon Moody's) ce qui signifie que la probabilité de défaut est minime. Toutefois, la crise actuelle du marché financier s'est transformée en crise de confiance conduisant les banques à ne plus se prêter d'argent entre elles⁸⁷. Cette situation pourrait avoir des conséquences sur la capacité de DB à assumer ses obligations.

De plus, la performance du *Wa'd* est directement liée à la performance de l'indice de référence. En l'occurrence, il s'agit du DB-GSAM alps index qui est un fond de Hedge Funds. La figure 18 ci-dessous, expose les performances de l'indice :

Figure 18

Performance de l'indice DB-GSAM alps index

Index Performance												
Statistics						Annualized Returns						
Index Level						920.74 ^e	Annualized Volatility					9.12
Monthly Return						-2.52	3 Month Annualized Return					NA
YTD Return						-4.27	6 Month Annualized Return					NA
Since Inception Return						-7.93						
e-estimated as of 09-Sep-2008												
Monthly Returns												4 Years
DB-GSAM Alps 9% Max USD TR	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2007	NA	-1.17	0.71	1.28	1.16	2.45	-1.29	-8.13	0.27	3.94	-2.72	0.14
2008	-2.29	1.49	-1.38	0.95	2.57	0.85	-3.42	-1.25	-1.71			

Source : Deutsche Bank

⁸⁷ Gatinois, C et Prudhomme, C. La crise de confiance s'aggrave sur les marchés. *Le Monde*. 2008. http://www.lemonde.fr/economie/article/2007/09/07/la-crise-de-confiance-s-aggrave-sur-les-marches_952440_3234.html (consulté le 30.09.2008)

Selon les caractéristiques du produit, l'indice vise une volatilité maximale de 9%, nous constatons que cet objectif n'est pas atteint avec une volatilité annualisée de 9.12%. Nous remarquons aussi que cet indice a perdu 7.93% de sa valeur depuis son lancement et qu'il a diminué de 4.27% depuis le début de l'année. Ces résultats traduisent un risque très élevé mais ce risque est à relativiser à cause des mouvements exceptionnels des marchés depuis le début de l'année.

Pour finir, comme nous l'avons vu au chapitre 5.5, la conformité du *Wa'd* avec les principes de la loi islamique est question d'interprétation. D'un côté, les membres du Comité de la *Chari'a* ont approuvé la structure et d'un autre côté des détracteurs, comme le Sheikh Yusuf Talal DeLorenzo, critiquent l'adéquation du produit avec l'Islam. Cette discorde peut être un risque majeur pour les IFI. Nous préconisons à cet effet, l'instauration d'un Comité centrale de la *Chari'a* afin de garantir l'indépendance et l'objectivité des contrôles concernant l'adéquation aux principes de l'Islam des IFI.

Synthèse et conclusion

Tout au long de ce travail de Bachelor, nous avons démontré les subtilités de la finance islamique, que ce soit au niveau des contraintes la régissant, des risques et de sa gestion, ainsi que des produits financiers qui la compose.

Dans un premier temps, nous avons défini la finance islamique laquelle est caractérisée par un ensemble de prohibitions comme le *Riba* (intérêt), le *Gharar* (l'incertitude), le *Maysir* (jeu de hasard) et la thésaurisation. Nous avons par ailleurs expliqué les principes du Partage des Pertes et Profits (3P) et du *Zakat*, principes fondamentaux aux yeux de l'Islam, car ils traduisent l'équité, la justice et la redistribution des richesses. Afin de comprendre les particularités de ce système financier, nous avons également mis en évidence les différences existantes entre banques islamiques et banques conventionnelles. Il en ressort un point essentiel à savoir le Profit-Sharing Investment Account (PSIA) omniprésent dans les comptes des IFI. La singularité de ce compte vient du fait qu'il permet le partage des profits entre la banque et le déposant sans pour autant garantir le capital. En sus, nous avons vu que le PSIA est un des éléments les plus importants dans la gestion des risques, car il est l'élément déclencheur de risques spécifiques à la finance islamique comme le risque commercial translaté.

Dans un deuxième temps, nous avons expliqué les différents produits financiers islamiques basés sur le principe des 3P, puis ceux basés sur le principe du coût plus marge et nous les avons opposé à leurs équivalents conventionnels. Nous avons pu remarquer qu'il existait une incohérence entre la théorie financière islamique et la pratique des IFI. Effectivement, la majeure partie des juristes islamiques prône l'utilisation de produits basés sur le principe des 3P. Or, ces produits ne représentent qu'une proportion restreinte (1% sans diminishing *Musharaka*) des ventes des IFI.

Dans un troisième temps, nous avons réalisé l'inventaire des risques en finance islamique. D'une part, nous avons pu remarquer qu'il existait des risques particuliers à la finance islamique, comme l'enchevêtrement des risques ainsi que le risque commercial translaté. D'autre part, ce travail nous a permis de mettre en exergue les lacunes de ce système financier, notamment le manque de standardisation bancaire et comptable. Deux institutions tentent de faire changer ce constat, l'AAOIFI, qui émet des normes comptables et l'IFSB, lequel rédige des normes bancaires. Les forces en présence régissant la gouvernance d'entreprise ont été exposées dans un contexte islamique. En l'occurrence, celui-ci est caractérisé par des relations tripartites entre

Direction Générale, Comité de la *Chari'a* et Conseil d'Administration. Nous avons aussi démontré l'illiquidité des IFI due à un manque de concordance entre les échéances des emplois et des engagements. Effectivement, les banques conformes au principe de la *Chari'a* disposent le plus souvent d'actifs dont la durée est plutôt à long terme alors que leurs passifs ont des échéances à court terme. Par ailleurs, l'insuffisance systémique de la finance islamique concernant le marché interbancaire, le marché secondaire, le marché monétaire et les banques centrales risque de créer des problèmes systémiques si ces questions ne sont pas résolues.

Dans un quatrième temps, nous avons analysé les indices islamiques par le biais du Dow Jones Islamic Market Index. Cette étude nous a permis de constater que d'une manière générale l'indice islamique surperformait son homologue conventionnel le Dow Jones World Index. L'indice islamique, sur une période d'un an et demi, contenait un risque (écart-type) moins élevé que l'indice conventionnel. Néanmoins, cela s'est inversé sur une période de trois ans. Dans cette thématique, nous avons traité un produit financier conforme à la *Chari'a* dont la performance est dérivée d'un indice islamique. Cela nous a permis de relever les risques sous-jacents à ce type d'opération.

Pour finir, nous avons analysé les produits structurés islamiques à l'aide d'un produit émis par la Deutsche Bank (DB) utilisant le principe du *Wa'd* (promesse). Cette analyse nous a permis de comprendre la structure et le mécanisme du produit. Par ailleurs, nous avons pu constater que ce produit « flirte » de manière plus ou moins subtile avec la loi islamique et cette ambiguïté crée des controverses. Effectivement, nous avons opposé l'argument de DB avec celui de ses détracteurs. Notre conclusion sur ce point précis nous amène à dire que ce produit, même s'il a été validé par un Comité de la *Chari'a*, celui de DB en l'occurrence, contient une part considérable d'incertitude quant à la validité du contrat. En effet, certaines questions, comme le fait que le prix de la promesse d'achat ou de vente soit dérivé du prix de marché d'un actif incompatible avec la *Chari'a*, ne sont pas bien défendues. Ce manque de clarté et de transparence pourrait être un frein à l'objectivité des comités de la *Chari'a*. Sachant que le facteur de différenciation principal des banques islamiques par rapport aux banques conventionnelles est justement le respect des principes de l'Islam, une institution qui tenterait de s'y soustraire perdrait par la même occasion son avantage concurrentiel. Dans un contexte où l'éthique, l'image et le respect des valeurs sont importants, une entrave à ces principes pourrait être fatale à une IFI. Raison pour laquelle nous pensons que ce produit ne pourra se développer que s'il est authentifié par un Comité de la *Chari'a* indépendant. À cet effet, nous recommandons la

constitutions d'un organe central de contrôle de la loi islamique dont l'objectif serait d'unifier l'ensemble des pensées des membres des comités de la *Chari'a*. Effectivement, si une IFI propose un nouveau produit et que celui-ci doit être contrôlé et validé par un organisme rémunéré par l'IFI en question, il peut subsister un risque de conflit d'intérêt. Un organisme central de supervision permettrait ainsi d'éviter ce risque.

Ceci nous conduit à la problématique de l'indépendance des organes de contrôle, à l'instar des cabinets d'audit ou des comités de la *Chari'a*, dans la gouvernance d'entreprise. Est-il possible de déléguer l'entière responsabilité de contrôle à une entité que l'on rémunère par ailleurs?

Glossaire des termes utilisés

Arbun :	<i>lit. acompte</i> ; contrat par lequel son détenteur paie le droit (par un acompte) d'acheter à une date précise un bien spécifique et dont le prix est connu à l'avance. Cette transaction s'apparente à une option Call utilisée en finance conventionnelle.
Bay' :	vente.
Bay al ma'adoum	vente d'un bien en fabrication.
Chari'a :	loi islamique tirée du <i>Coran</i> et de la <i>Sunna</i> .
Coran :	<i>lit. récitation, communication orale, message</i> ; Nom du livre sacré de l'Islam. Il rassemble sous forme de chapitres (sourates) et de versets (ayats ou "signes") les révélations faites par Dieu au prophète Mohammad par l'intermédiaire de l'ange Gabriel (<i>Gibril</i>) durant environ une vingtaine d'années (612-632 après JC).
Fiqh :	<i>lit. compréhension, jurisprudence</i> ; le corps des juristes dans la loi islamique classique.
Fouqahas :	juristes musulmans
Gharar :	<i>lit. péril, danger, risque</i> ; incertitude, hasard.
Hadith (pl. ahadith) :	<i>lit. récit</i> ; récit historique d'une parole, geste, acte, omission, approbation du Prophète Mohammed.
Haram :	illicite, interdit.
Ijara :	crédit-bail, location.
Ijara-wa-Iqtina :	crédit-bail, location avec possibilité d'achat à terme.
Ijma :	accord unanime entre tous les savants du <i>Fiqh</i> d'une époque ; une des quatre sources du <i>Fiqh</i> .
Jahala	ignorance. Terme utilisé lorsque, au moment de la conclusion d'un contrat de vente, le prix n'est pas connu.
Qard Hassan :	prêt exempt d'intérêts accordé pour l'assistance sociale ou pour répondre à des besoins de financement à court terme.

	L'emprunteur s'engage simplement à rembourser à une échéance fixée la somme principale du prêt.
Qiyâs :	raisonnement par analogie, une des techniques reconnues en droit islamique.
Maysir :	jeu de hasard.
Mudaraba :	principe ou système associant au sein d'une banque islamique le Capital et le Travail afin de partager entre l'établissement bancaire et l'entrepreneur les risques et les bénéfices de l'opération.
Mudarib :	emprunteur lors d'une transaction <i>Mudaraba</i> .
Murabaha :	<i>lit. prise de bénéfices ;</i> vente adossée d'une marge.
Musharaka :	<i>lit. association ou compagnie ;</i> contrat entre plusieurs associés qui contribuent ensemble tant au Capital qu'au Management.
Rab el maal :	investisseur dans un contrat <i>mudaraba</i> .
Sukuk :	produit obligataire islamique ayant une échéance fixée d'avance et est adossé à un actif. Le détenteur d'un Sukuk est l'usufruitier du bien proportionnellement à sa quote-part. Il reçoit une part du profit et court donc un risque de crédit. Les Sukuks peuvent prendre la forme de contrats <i>Ijara</i> , <i>Mudaraba</i> , <i>Musharka</i> etc.
Sunna :	ce terme désigne la tradition islamique tirée de l'exemple de la vie du prophète Mohammed.
Takaful :	assurance islamique.
Wakala :	contrat d'agence qui permet à une banque islamique de gérer les fonds de ces clients moyennant une commission.
Zakat :	<i>lit. pureté, accroissement, bénédiction ;</i> Ce terme désigne l'obligation faite à chaque musulman possédant un minimum vital de verser une partie de ses biens en charité. Ce terme représente de même le montant de cet acte de charité fondamental, troisième pilier de l'Islam (après l'attestation de la foi et la prière).

Bibliographie

Ouvrages

- AFTALION, F. « *Les techniques de mesures de performance* ». Paris, Édition Economica, 2003.
- ASSOCIATION LUXEMBOURGEOISE DES JURISTES DE BANQUE (ALJB). *Droit bancaire et financier au Luxembourg: recueil de doctrine*. Bruxelles, Larcier, 2004.
- BANQUE ISLAMIQUE DE DEVELOPPEMENT (BID). INSTITUT ISLAMIQUE DE RECHERCHE ET DE FOMATION (IIRF). « *Introduction aux techniques islamiques de financement*. Jeddah. 1996.
- BANQUE ISLAMIQUE DE DEVELOPPEMENT (BID). INSTITUT ISLAMIQUE DE RECHERCHE ET DE FOMATION (IIRF). « *La gestion des risques : l'analyse de certains aspects liés à l'industrie de la finance islamique* ». Jeddah.2002. p196
- BANQUE ISLAMIQUE DE DEVELOPPEMENT (BID). INSTITUT ISLAMIQUE DE RECHERCHE ET DE FOMATION (IIRF). « *Introduction aux techniques islamiques de financement*. Jeddah. 1996/
- BORMANS, C. « *400 citations d'économie: commentées & analysées* ». Levallois-Perret [France], Jeunes Editions. 2001.
- BOUBEL, A. et PANSARD, F. « *Les investisseurs institutionnels* ». Paris Édition, La Découvert, 2004.
- CELLULE DU FIQH DU CENTRE ISLAMIQUE DE LA REUNION (CFCI), « *Comprendre la finance islamique* », *Al Faqih* (2008). n° spécial, avril 2008.
- CHAPRA, M.U. « *Islam and the Economic Challenge* », Ed. The Islamic Foundation, Leicester, 1992
- CHARREAUX, G. « *Vers une théorie du gouvernement des entreprises* ». Université de Bourgogne, IAE Dijon, 1996.

- COMITÉ DE BÂLE SUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (BCBS). « *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres* ». Banque des Règlements Internationaux. 2006. p.376
- COUSY, H ; TILLEMANN, B ; BOULAIRE, J et VERBEKE, A. « *Droit des contrats – France, Suisse, Belgique* ». Bruxelles, Édition Larcier, 2006.
- DE BRITO, C. « *L'investissement socialement responsable* ». Paris, Édition Economica, 2005.
- DEUTSCHE BANK ACADEMIC PAPER (DB). "*Pioneering Innovativ, Shari'a Compliant Solutions*". Deutsche Bank. p.15.
- ECONOMIESUISSE, "Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance", 2002.p.1.
- EL QORCHI, Mohammed. « *La finance islamique est en marche : Elle gagne du terrain, mais se heurte à des problèmes de réglementation particuliers* », Finance & Développement, Vol. 42 – N°4, Décembre 2005.
- ESCH, L., KIEFFER R. et LÓPEZ T. « *Asset & risk management: la finance orientée "risques"* ». Comptabilité, contrôle et finance. Bruxelles: De Boeck, 2003. p.504.
- FERRY, J. Structured products: building protection. *Risk Islamic Finance*. March 2007.
- FULCONIS-TIELENS, A. « *La finance islamique : l'ouverture européenne* ». La Revue Banque, N°696, Novembre, 2007
- GAILLARD, Y. et THUILLIER G. « *Sur la thésaurisation* ». Revue économique, Vol. 16, No. 5 (Sep., 1965), pp. 796-808. Sciences Po University Press
- GASSNER, Michael. « *Finance Islamique : demain la suisse place financière islamique ?* », Banque&Finance, N°78, Mars-Avril 2006.
- GIBERT, B. et MARAUT, A. et TELLE, B. « *Et après le pétrole?: risques et enjeux géopolitico-financiers pour les Emirats arabes unis* ». Paris, France, L'Harmattan. 2005.
- HASSOUNE, A. « *la solvabilité des banques islamique : forces et faiblesses* ». Revue d'économie financière, Octobre 2003

- IMRAN A. et SUMERA B. Islamic Banking Department State Bank of Pakistan. *“Islamic Banking Bulletin”*, February 2007 State Bank of Pakistan
- ISLAMIC FIQH ACADEMY. Resolution no. 2, and 3 of the Fifth Conference of the Islamic Fiqh Academy. Kuwait, 1988.
- ISLAMIC FINANCIAL SERVICES BOARD (IFSB). BANQUE ISLAMIQUE DE DEVELOPPEMENT (BID). INSTITUT ISLAMIQUE DE RECHERCHE ET DE FOMATION (IIRF). *«Islamic Financial Services Industry Development: Ten years framework and strategies »*. 2007. Kuala Lumpur. p. 80.
- ISLAMIC FINANCIAL SERVICES BOARD (IFSB). *Capital adequacy standard for institutions (other than insurance institutions) offering only islamic financial services*. IFSB Technical note, Kuala Lumpur, IFSB. Dec 2005. p.71.
- ISLAMIC FINANCIAL SERVICES BOARD (IFSB). *“Technical note on issues in strengthening liquidity management of institutions offering islamic financial services: the development of islamic money markets”*. IFSB Technical note, Kuala Lumpur, IFSB. 2008. p.94.
- JENSEN M. ET W. MECKLING *« Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost, and ownership structure »* Journal of Financial Economic, 1976, pp. 305-360.
- LE PETIT LAROUSSE ILLUSTRÉ, Librairie Larousse, (1987)
- KAHF M. et KHAN T. *« Principles of Islamic Financing: a survey »*, Jeddah, IIRF, 1989. p.43
- KAMALI, M. *“Islamic Commercial Law. An Analysis of Options”*. American Journal of Islamic Social Science14, 1997. p.17-37.
- KARICH, I. *« Le système financier islamique : de la Religion à la Banque »*.Bruxelles. Édition Larcier, 2002. p. 136.
- KHAN, R.S. A Economic Analysis of a PLS model for the Financial Sector, *“Pakistan Journal of Applied Economics”*, 1984, vol. III, n°2.
- LACHEMI, S. *« Le fonctionnement des organisations dans les milieux de culture intense, le cas des banques islamiques »*. 2001. p. 368. Thèse, administration, HEC Montréal, 2001.

- MOHAMEDEN, O. *“Murabaha comme mode d’intervention des banques islamiques”*. Jeddah, IIRF, 1996.
- NURADLI, N. *“A Review of Forward, Futures, and Options From The Shariah Perspective. From Complexity to Simplicity”*. Universiti Tenaga Nasional, 2001. p. 14.
- RONCALLI, T. *« La gestion des risques financiers »*. Paris: Economica, 2004.
- SAADALLAH R. *« Le financement islamique : concept et principes généraux »*, Jeddah : IIRF 1996.
- STANDARDS & POORS. *“Chief Drivers Behind Islamic Finance’s Global Expansion”*, S&P Brochure, Apr-07
- STANDARDS & POORS. *“Islamic Finance Outlook 2006”*, S&P Brochure, Sep-06
- SUNDARARAJAN, V., and ERRICO L. *“Islamic Financial Institutions and Products in the Global Financial System: Key Issues in Risk Management and Challenges Ahead”*. IMF Working Paper WP/O2/192, Washington, DC: International Monetary Fund. 2002.
- SUNIL KUMAR K. et IOANNIS A., *« Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance »*. New York. Edition Palgrave Macmillan, 2008
- WAHBAH al-Zuhaili. *“Fiqh and Islamic Laws, Vol IV”*. Malay Translation. Fiqh & Perundangan Islam, Jilid IV. Traduit par Mohd Akhir Haji Yaacob et al. Dewan Bahasa dan Pustaka, 1995

Sites Internet

- AAOIFI. www.aaofi.com (consulté le 11.07.2008)
- AL ISLAM. <http://hadith.alislam.com/bayan/Display.asp?Lang=frn&ID=35> (consulté le 12.09.2008)
- BANCO. <http://www.banco.ch/article/1700> (consulté le 17.09.2008)
- BNP PARIBAS. <http://produitsdebourse.bnpparibas.com/fr/indexation.aspx> (consulté le 19.09.2008)
- DICTIONNAIRE HISTORIQUE DE LA SUISSE. *Prohibition de l’intérêt par l’Eglise*. <http://hls-dhs-dss.ch/textes/f/F13923-1-1.php> (consulté le 07.08.2008)
- DOW JONES INDEXES. <http://www.djindexes.com/mdsidx/?event=showIslamic> (consulté le 18.08.2008)

- EURONEXT. <http://www.euronext.com/fic/000/010/913/109137.pdf> (consulté le 18.08.2008)
- EUREKAHEDGE.
http://www.eurekahedge.com/news/07_july_EH_IFS_Key_Trends.asp (consulté le 26.09.2008)
- H'MIDA ENNAÏFER. <http://stehly.chez-alice.fr/ennaifer.htm> (consulté le 13.09.2008)
- INVESTOPEDIA. <http://www.investopedia.com/terms/d/duediligence.asp> (consulté le 24.07.2008)
- ISLAMIC DEVELOPMENT BANK. <http://www.isdb.org/irj/go/km/docs/documents> (consulté le 05.07.2008)
- JURISPEDIA. [http://fr.jurispedia.org/index.php/Promesse_unilat%C3%A9rale_de_vente_\(fr\)](http://fr.jurispedia.org/index.php/Promesse_unilat%C3%A9rale_de_vente_(fr)) (consulté le 12.09.2008)
- LES ECHOS. <http://www.lesechos.fr/info/finance/4689529.htm> (consulté le 23.09.2008)
- MAKTOUB BUSINESS.
http://business.maktoob.com/NewsDetails-20070423098633-DIB_launches_5_year_capital_protected_notes_linked_to_DB_GSAM_ALPS_Hedge_Fund_Index.htm (consulté le 19.09.2008).
- MEDIADICO.
(<http://dictionnaire.mediadico.com/traduction/dictionnaire.asp/definition/joint-venture/2007> (consulté le 02.09.2008)
- MELCHIOR. <http://www.melchior.fr/L-instabilite-financiere-def.3219.0.html> (consulté le 14.08.2008)
- RESEAU CAPITAL. <http://www.reseaucapital.com/Association/Definition.html> (consulté le 13.08.2008)
- ISLAMIC FINANCE UPDATES.
<http://islamicfinanceupdates.wordpress.com/2008/07/07/sharia-compliant-finance-products> (consulté le 29.09.2008)
- THE ISLAM FINANCE BLOG.
<http://islamicfinancenews.wordpress.com/category/islamic-finance/scholars/sheikh-yusuf-talal-delorenzo/> (consulté le 12.08.2008)
- VERNIMMEN.
http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_liquidite_du_bilan.html (consulté le 20.07.2008)
- WIKIPEDIA. <http://fr.wikipedia.org/wiki/Th%C3%A9saurisation> (consulté le 20.08.2008)
- WIKIPEDIA. http://en.wikipedia.org/wiki/Mohammad_Hashim_Kamali (consulté le 02.09.2008)
- WIKIPEDIA. http://fr.wikipedia.org/wiki/Ibn_Taymiyyah (consulté le 13.09.2008)
- ZAWYA. <http://www.zawya.com/story.cfm/sidZAWYA20070923054914> (consulté le 12.09.2008)

Articles électroniques

- GATINOIS, C et PRUDHOMME, C. La crise de confiance s'aggrave sur les marchés. *Le Monde*. 2008. http://www.lemonde.fr/economie/article/2007/09/07/la-crise-de-confiance-s-aggrave-sur-les-marches_952440_3234.html (consulté le 30.09.2008)
- OSSE A et HAAG J, cité par NOVELLO, P. Les outils statistiques pour un premier tri des fonds. *Le Temps*. 2008. <http://www.letemps.ch/horsseries/dossiersarticle.asp?ID=224131> (consulté le 27.09.2008).
- MYRET, Z. L'essor des pétrodollars islamiques. *Le Temps*. 2008, <http://www.letemps.ch/template/supplement.asp?page=19&article=239262> (consulté le 18.09.2008)

Annexe 1

National Bank of Abu Dhabi (NBAD)

INTERVIEW de M. CHAVANON (synthèse de l'entretien)

Le 31.03.2008

VOTRE INSTITUTION

- **Depuis quand la NBAD fournit-elle des produits et services compatibles avec l'Islam ?**
 - *La succursale Private Banking est née fin mai 2007.*
 - *La maison mère à 40 ans d'existence.*
 - *Nous avons plusieurs secteurs d'activités, le retail, le corporate ainsi que le private banking.*

- **Quels sont les produits islamiques que propose la NBAD ?**
 - *Au sein du private banking la NBAD ne crée pas de produits financiers islamiques spécifiques. Si un client souhaite un produit conforme à la Chari'a, nous contactons notre maison mère qui s'occupe de trouver un produit correspondant aux attentes du client. En réalité nous disposons aussi d'une branche islamique à Abu Dhabi, la National Islamic Finance Company(NIFC) qui n'est pas encore officielle.*

- **Avez-vous d'autres fonds islamiques? Quelles sont les stratégies Sharia compliant d'après vous?**
 - *Oui la banque possède son propre fond islamique le Al Na'eem fund islamic qui a perdu 6.7 % depuis le début de l'année mais qui a été valorisé de 47% depuis son lancement.*

- *D'après ses dires, la stratégie qui convient le mieux aux fonds de placement sont les fonds de placement actions plutôt long avec des positions dans des entreprises des Emirats.*

LE MARCHÉ

- **La finance islamique se développe à grande vitesse mais selon vous qu'elles sont les menaces à ne pas ignorer ?**
 - *Le Sharia Board doit valider prudemment les produits financiers.*
 - *Il est risqué de mélanger croyance et business.*
 - *Il ne faut pas faire quelque chose que l'on ne maîtrise pas.*
 - *Les banques traditionnelles doivent faire attention à s'entourer de spécialistes.*
- **Quelles sont les opportunités ?**
 - *La finance islamique a de beaux jours devant elle car la croissance ces dernières années a été remarquable.*
 - *La finance islamique est pour le moment un marché de niche.*
 - *Les gens ont tendances à suivre le troupeau. Mais pour rester dans la course il faut faire les choses professionnellement.*
- **Quels sont les risques à ne pas négliger (marchés ou opérationnels) ?**
 - *Le risque majeur, selon M. Chavanon, est le risque de liquidité.*
- **De nombreuses banques traditionnelles essaient de proposer des produits financiers islamiques en imitant les modèles traditionnels de structurations et sans apporter de réelles nouveautés. Quels sont les développements de produits auxquelles ont peut s'attendre ?**

- *Nous pouvons nous attendre aux mêmes genres de produits que l'on trouve dans la finance traditionnelle.*
- *EFG lance chaque mois un produit structuré islamique différent.*

Annexe 2

Statistiques du marché des Sukuk

Figure 19

Emission mondiale de Sukuk (2004-2007)

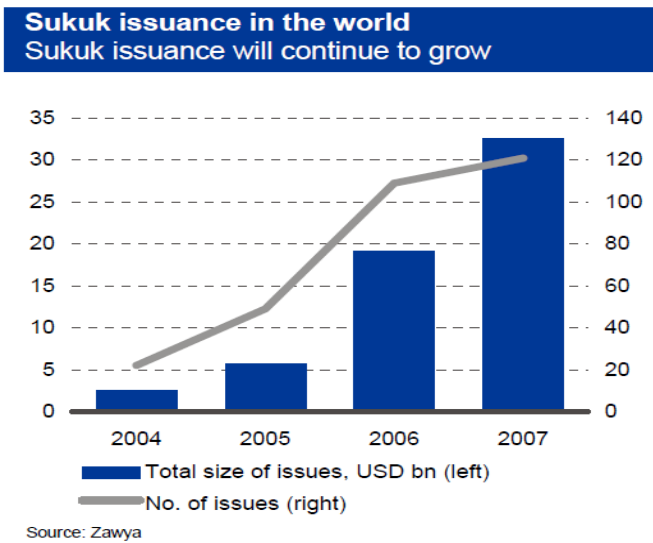


Figure 20

Emission mondiale de Sukuk par pays (2001-2007)

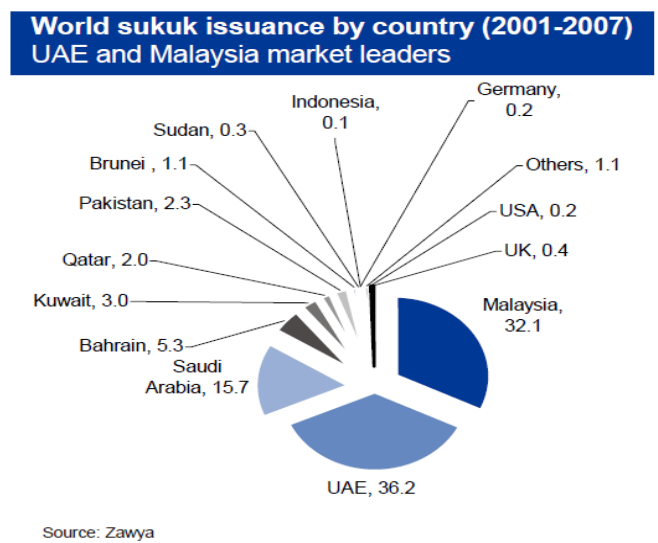
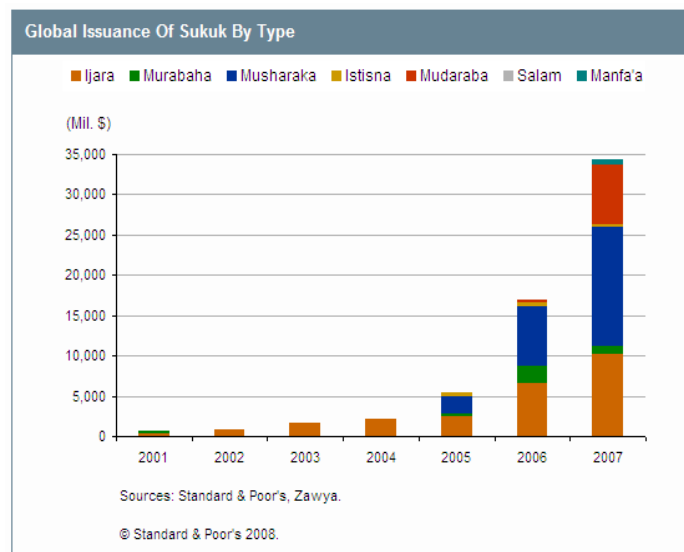


Figure 21

Emission mondiale de Sukuk par type (2001-2007)



Annexe 3

BNP PARIBAS

Equity & Derivatives - Islamic Structuring

INTERVIEW de M. TREGUER

Le 28.09.2008

LES PRODUITS À CAPITAL GARANTI ISLAMIQUES

- **Dans le cadre de ce travail, nous avons analysé un produit financier islamique à capital garanti. En règle générale, ces types de produits sont structurés à l'aide d'un *Murabaha*, cependant, existe-t-il d'autres manières de le construire ?**
 - *Le Murabaha est la technique la plus utilisée. Cependant, un Wa'd pourrait aussi être employé lors de la structuration d'un capital garanti islamique.*

- **La technique du Sukuk n'est-elle pas envisageable ?**
 - *Je ne me suis jamais penché sur la question mais à priori cela à l'air moins évident que l'utilisation de Murabahas car les coupons du Sukuk sont liés aux rendements de l'actif sous-jacent et doivent être swappés ou strippés d'une manière ou d'une autre, mais toujours « islamiquement ». En revanche lors d'un Murabaha la marge est fixé ex-ante ce qui permet de garantir le capital in fine.*

- **Cependant, les Murabaha n'engendrent-ils pas des risques supplémentaires par rapport aux produits à capital garanti conventionnels (cf. risque de contrepartie)?**
 - *Non. Le risque de contrepartie lié au Murabaha est semblable à celui d'un capital garanti classique dans la mesure où la sélection de la contrepartie est effectuée selon les mêmes critères.*

- **Et les risques liés à l'actif sous-jacent du Murabaha?**

- *Les supports tangibles qui permettent de valider la transaction de Murabaha comme étant islamique sont des matières premières et la manière dont le Murabaha peut être structuré permet d'éviter que la valeur de marché de ces matières premières n'influe sur le profit du Murabaha.*

- **Qu'en est-il de la compatibilité avec la Chari'a des produits à capital garanti?**
 - *Il ne faut pas mélanger protection du capital, qui est une protection technique, financière et garanti du capital, qui est octroyé formellement par un garant. La protection est autorisée alors que la garantie du capital pose problème si le garant n'est pas une entité tierce indépendante. En soit la protection complète du capital peut faire l'objet de polémique car elle semble faire disparaître le risque du produit. A ce titre les produits partiellement protégés, à 90% par exemple, seraient plus acceptables.*

- **Pour finir, comment la banque se couvre-t-elle dans le cadre des produits financiers islamiques à capital garanti ?**
 - *En ce qui concerne le risque de taux, la fixation initiale du profit du Murabaha permet de le couvrir. Concernant le risque du sous-jacent, la banque acquiert l'actif ce qui lui permet de se couvrir et de gérer le risque.*