

Les SUKUK: première émission de l'Etat Marocain Innovation et challenges

Fatima EL MORABIT

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

Fatima Zahra ACHOUR

Professeur Habilitée à la Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales. Université Ibn TOFAIL. Kénitra-Maroc

Mohamed BOUSSETTA

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

Driss Daoui

Professeur Habilité à la Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales. Université Ibn TOFAIL. Kénitra- Maroc.

Épisode (1)

Dans un contexte conceptuel et pratique, la finance participative a connu une grande expansion. Elle a progressé à un rythme annuel de 10% à 15% au cours de ces dernières décennies (Tahmoures, 2013). En fin de l'année 2010, on comptait plus que 300 établissements financiers islamiques répartis sur plus de 75 pays à travers le monde (Mzid, 2012). Aujourd'hui elle est constituée de plus de 395 institutions au niveau mondial. Le sous-système bancaire islamique a également affiché une vigoureuse croissance de 21% depuis plus de cinq ans, due principalement, à sa petite taille relative qui ne dépasse pas 1% de l'actif bancaire mondiale (Lahlou, 2015).

Le Conseil de Coopération du Golfe (CCG) demeure par contre le leader régional de cette finance avec des actifs totalisant 922 milliards de dollars (Haroon & al., 2016). En 2013, le Qatar, l'Indonésie, l'Arabie Saoudite, la Malaisie, les Émirats Arabes Unis et la Turquie (QISMUT) représentaient 80% (soit 625 milliards de dollars américain)

d'actifs bancaires islamiques internationaux, et devraient atteindre 1,8 trillion de dollars américain en 2019 (Ernst & Young, 2015). Plusieurs autres pays musulmans et non musulmans essayent aujourd'hui de développer cette finance tels que: La Thaïlande, la Chine, le Niger, le Kenya, et le Togo ...etc. Et récemment, le Maroc a intégré au système bancaire la finance "islamique" sous la dénomination de " finance participative ". Aussi, il a récemment émis son premier SUKUK souverain ijara. A noter, par ailleurs, que la finance islamique pourrait représenter entre 10 et 20% du système bancaire marocain à l'horizon 2020, selon les prévisions de l'agence de notation Standard & Poor's (Zine, 2016). En outre, il y a lieu de constater aujourd'hui que, plus de 260 milliards de dollars sont investis dans des fonds islamiques (Damak & al., 2016). Toutefois, le volume des actifs de ce secteur devrait atteindre une valeur de 3000 milliards de dollars au milieu de la prochaine décennie (Ribh, 2015). A la fin de l'année 2016, les actifs de l'industrie ont atteint 2 trillions de dollars (Damak & Volland, 2017). L'industrie de la finance participative a augmenté de 5% en 2017 par rapport à 2016, grâce au soutien important du marché du SUKUK (Damak, 2018). Toutefois en 2017, la morosité économique sur certains marchés clés a pesé sur la croissance du secteur bancaire islamique, à l'exception de la Malaisie, de l'Indonésie et de la Turquie (Idem, 2018), avec une légère baisse en 2018. Selon Thomson Reuters, le total des actifs de la finance islamique devrait atteindre 3,5 trillions de dollars en 2021.

Le marché SUKUK, constituant une alternative d'investissement fiable, quant à lui a également connu une croissance fulgurante répondant aux besoins des investisseurs ces dernières années. Ce dernier a affiché une forte performance au premier semestre de 2017 par rapport à la même période en 2016, principalement grâce aux émissions de gros volumes émises par les gouvernements des pays du CCG (Damak & Volland, 2017). Il a par contre connu un ralentissement au cours de l'année 2018 dû en particulier à la diminution des émissions SUKUK par les pays du CCG.

Revue de la littérature

1- Les SUKUK: bref historique et définition

Histoire

Au cours de la période islamique classique, un sak (singulier de SUKUK et qui signifie littéralement « acte » ou « instrument ») a été utilisé pour décrire un document représentant une dette financière. Le concept a été utilisé pendant l'Islam médiéval et lié à l'enregistrement des obligations financières et autres (Al- Muajam al- wasit,

2004). En fait son origine remonte à l'époque de Sayiduna Omar Ibn Al-Khatib (634-644 apr. J.-C.), au cours de laquelle des documents représentant des obligations financières provenant du commerce et d'autres activités commerciales ont été émises en conformité avec le verset 2: 282 du Saint Coran: « Ô vous qui croyez ! Quand vous contractez une dette dont l'échéance est fixée, enregistrez-la par écrit. Qu'un scribe parmi vous mentionne en toute équité et qu'il ne refuse pas de rédiger selon ce que Dieu lui a enseigné... Ni le scribe ni les témoins, ne doivent subir [de votre part] des pressions. Si vous le faites, ce serait [commettre un acte] immoral. Craignez [donc] Dieu, Il vous instruit. Dieu sait Tout. »¹. Indiquant la conduite à tenir relativement au prêt sans intérêt concernant surtout les transactions commerciales. Bien que les hadiths portant sur les SUKUK soient limités, il existe cependant dans la littérature des références justifiant clairement leur existence et utilisation depuis bien longtemps, en expliquant ainsi leurs bases et conditions. En fait, le terme « SUKUK » peut aussi être retracé à la littérature islamique commerciale classique, il faisait également référence à des certificats de marchandises (biens) et/ou d'épicerie (provisions alimentaires) ce qu'on appelait à l'époque (sak al-bada'i) (Ulus, 2013). Ces certificats étaient utilisés comme méthode et/ou moyen de paiement des fonctionnaires, qui étaient tenus de les racheter ensuite en fonction de leur consommation quotidienne de marchandises ou provisions alimentaires (Idem, 2013).

Ainsi, la première tentative d'émission SUKUK remonte à l'année 1978 par le gouvernement Jordanien, suivie par une deuxième tentative en 1980 faite par le Pakistan où une loi spéciale intitulée « *Ordonnance sur la flottation et le contrôle des sociétés Mudarabah* » a été adoptée (Marifa, 2014). Mais aucune de ces deux tentatives n'ont abouti à des résultats notables.

En 1983, en Malaisie, les SUKUK ont été introduites avec succès pour la première fois avec l'émission de la Government Investment Issues (GII) - anciennement connue sous le nom de Government Investment Certificated (GIC) (Idem, 2014). Par

¹ Saint Coran, verset 282 de la sourate Al-Baqara,:

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ: يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ وَلَا يَأْب كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ فَلْيَكْتُبْ وَلْيَمْلِكِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئًا فَإِنْ كَانَ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ سَفِيهًا أَوْ ضَعِيفًا أَوْ لَا يَسْتَطِيعُ أَنْ يَمْلِكَ هُوَ فَلْيَمْلِكْ وَلِيَّهُ بِالْعَدْلِ وَأَسْتَشْهِدُوا شَهِيدَيْنِ مِنْ رِجَالِكُمْ فَإِنْ لَمْ يَكُونَا رَجُلَيْنِ فَرَجُلٌ وَامْرَأَتَانِ مِمَّنْ تَرْضَوْنَ مِنَ الشُّهَدَاءِ أَنْ تَضِلَّ إِحْدَاهُمَا فَتُذَكَّرَ إِحْدَاهُمَا الْأُخْرَىٰ وَلَا يَأْبُ الشُّهَدَاءُ إِذَا مَا دُعُوا وَلَا تَسْأَمُوا أَنْ تَكْتُبُوهُ صَغِيرًا أَوْ كَبِيرًا إِلَىٰ أَجَلِهِ ذَلِكُمْ أَوْسَطٌ عِنْدَ اللَّهِ وَأَقْوَمُ لِلشَّهَادَةِ وَأَدْنَىٰ أَلَّا تَرْتَابُوا إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً حَاضِرَةً تُدِيرُونَهَا بَيْنَكُمْ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَلَّا تَكْتُبُوهَا وَأَشْهِدُوا إِذَا تَبَايَعْتُمْ وَلَا يُضَارَ كَاتِبٌ وَلَا شَهِيدٌ وَإِنْ تَفَلَّلُوا فَإِنَّهُ فُسُوقٌ بِكُمْ وَاتَّقُوا اللَّهَ وَيَعْلَمُ اللَّهُ اللَّهُ بِكُلِّ شَيْءٍ عَلِيمٌ.

la suite, une autre émission de certificats de partage de revenus (Revenue Sharing Certificates) a été faite en 1984 par la Turquie (Yas & al., 2018).

Bien que les premiers SUKUK ont été émis aux années 80 (Godlewski & al. 2013), leur évolution n'a vu le jour que durant la dernière décennie. La première émission d'obligation islamique corporate a été faite en 1990 par Shell MDS Sdn Bhd d'un montant de 125 millions de ringgit malaisien ce qui est équivalent à 30 millions de dollars américain (Alam & al., 2016). En 1992, le gouvernement Malaisien avait aussi émis 600 millions de dollars d'obligations islamiques sur les marchés internationaux (Rezaei, 2013). Et depuis, le marché des SUKUK n'a cessé de se développer.

Définition

Le Sak est un terme arabe dont la signification est: « *titre donnant droit à* » (Bengarai, 2010), le terme « chèque » en langue française, vient du terme arabe « Sak », il peut être question d'un acte, d'un document juridique, ou d'un certificat (Cekici, 2012).

L'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)[\] définit les SUKUK comme étant: « *des certificats de valeur égale représentant une part indivise dans la propriété des immobilisations corporelles, de l'usufruit et des services ou (dans la propriété de) des actifs de projets particuliers ou d'activités d'investissement spéciales* » (N°17 (Article 2), AAOIFI, 2008/2015).

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

2- Mécanisme de structuration des SUKUK et leur différenciation avec les obligations classiques

La différence entre obligations et SUKUK

La plus importante différence entre les obligations classiques (conventionnelles) et les SUKUK est que ces derniers sont des certificats d'investissements liés à des actifs

[\] Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions: l'Organisation de comptabilité et d'audit pour les institutions financières islamiques. En ligne: <http://www.aoifi.com/>

^ˆ Dahir n° 1-08-95 du 20 Chaoual 1429 (20 Octobre 2008) portant promulgation de la loi n° 33-06 relative à la titrisation des actifs (modifiée par la loi n° 119-12 et par la loi n°05-14), section II – Des certificats de SUKUK, article 7-1, p:8. En ligne: <http://www.ammc.ma/sites/default/files/Dahir%20n%C2%B01-08-95%20.pdf>

réels alors que les obligations classiques sont basées sur des contrats de prêts en tant qu'actif sous-jacent, créant ainsi un endettement, cas dans lequel aucun actif n'est lié à l'obligation classique afin de justifier le revenu de son détenteur. Il est à noter que les SUKUK conféreraient au détenteur le droit de propriété d'une part proportionnelle des actifs sous-jacents du SUKUK, ainsi que les bénéfices au prorata et les pertes associées à ces actifs. Selon ce concept, les SUKUK offrent à leurs détenteurs ou aux investisseurs un certain niveau de protection qui ne peut être offert par les titres de créances que proposent la finance classique (Ries & Islam, 2014). Il est donc clairement exposé que les obligations conventionnelles sont interdites du point de vue de la loi islamique en raison des revenus productifs d'intérêts et que leurs homologues sont conçus sur la base des principes de la Shari'ah. En différenciant ces deux produits financiers, il est primordial de déterminer la comparaison fondamentale entre eux. Ainsi, les principales caractéristiques de différence entre SUKUK et obligations conventionnelles sont présentées sur le tableau suivant:

Tableau 1: les clés de différence entre SUKUK et obligations classiques

Les SUKUK	Les obligations classiques
Ils donnent un droit de propriété d'actifs sur lesquels ils sont basés.	Elles représentent un titre de créance qui donnent droit à des intérêts et non à des actifs.
Les actifs sur lesquels les SUKUK sont basés doivent être conformes à la loi islamique.	Ces obligations peuvent financer des actifs, projets ... etc, même s'ils ne sont pas conformes à la loi islamique, mais à la législation locale.
La valeur des SUKUK est fixée selon la valeur des actifs qui les constituent.	La valeur de ces obligations dépend de la solvabilité de l'émetteur et de la notation de crédit.
La valeur des SUKUK augmentent au fur et à mesure que la valeur des actifs sous-jacent augmentent.	Le revenu de ces obligations est sous forme d'intérêt fixe ce qui correspond à du riba.
La vente des SUKUK, représente la vente de la propriété des actifs sous-jacents sur lesquels les SUKUK sont basés.	Leur vente représente la vente d'une dette.

Le mécanisme de structuration des SUKUK

Les SUKUK en tant qu'instrument permettant la levée des fonds sur les marchés de capitaux islamiques à travers différentes structurations conformes à la loi islamique, peuvent ainsi être émis soit par un gouvernement (ce qu'on nomme un SUKUK souverain), ou par une institution financière et/ou une entreprise (ce qu'on nomme

un SUKUK corporate). On cite également les SUKUK quasi souverains^١ qui désignent les SUKUK émis par une entité semi-gouvernementale ou parapublique et qui sont similaires aux obligations islamiques souverains.

Trois parties fondamentales interviennent dans l'opération de structuration des SUKUK à savoir:

- L'Originateur^٢ ;
- Le Special Purpose Vehicle (SPV)^٣ joue un rôle important dans l'acquisition des actifs et la collecte des fonds d'investissement, et aussi dans l'émission des SUKUK et la gestion des procédures de faillite ou d'insolvabilité. Les SUKUK sont généralement émis par des fonds communs de créances (SPV ou SPC^٤), pour le compte d'un originateur d'actifs (souverain, corporate, et plus récemment bancaire) (Hassoune, 2010).
- Les investisseurs: il s'agit des souscripteurs aux certificats SUKUK et/ou les acquéreurs de ces derniers sur le marché secondaire.

Le mécanisme d'émission de certificats SUKUK débute en premier lieu par l'identification des actifs concernant l'opération qui doivent être conformes à la loi islamique et qui appartient à l'originateur. Ce dernier établit l'entité SPV auquel seront transférés les droits de propriété des actifs sous-jacents. Par la suite, la SPV se charge de l'émission effective des certificats SUKUK et de la collecte des fonds auprès des souscripteurs (investisseurs). Ces fonds collectés vont être transférés à l'originateur afin de financer l'acquisition des actifs et ces besoins d'investissement. Ainsi, les rendements générés via ces actifs seront distribués aux investisseurs potentiels. A l'échéance, les actifs sous-jacents seront rachetés par l'originateur, le produit de ce rachat sera par la suite utilisé pour racheter les certificats SUKUK et donc rembourser les détenteurs de ces certificats (Figure n°1).

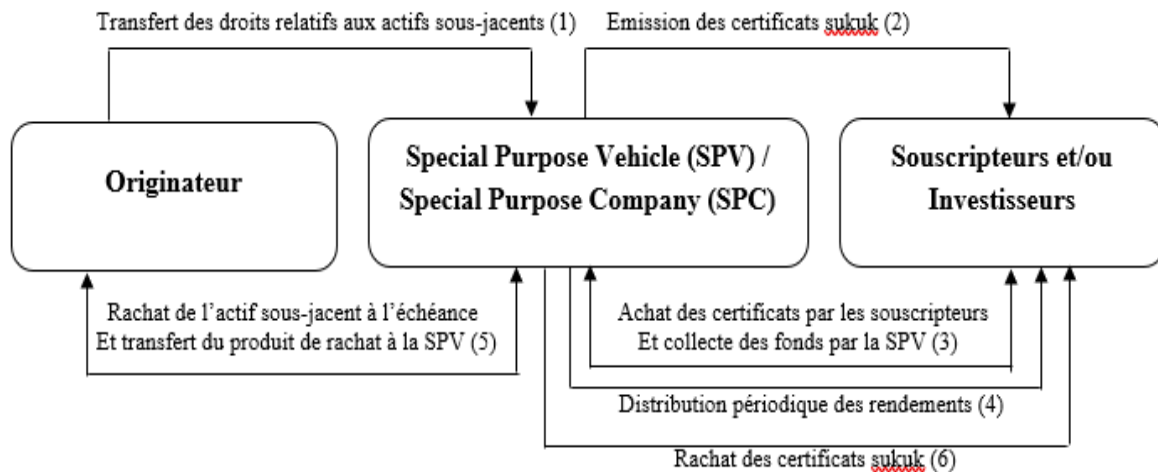
Figure n° 1: Illustration de l'opération basique de structuration des SUKUK

^١ The financial encyclopedia. En ligne: <https://www.investment-and-finance.net/islamic-finance/q/quasi-sovereign-SUKUK.html>

^٢ L'originateur: il s'agit de l'entité et/ou établissement initiateur « publique ou privée » appelé aussi « donneur d'ordre », qui a besoin de liquidité et qui dispose d'actifs tangibles conformes à la Shari'ah qui sont générateurs de profits.

^٣ Le Special Purpose Vehicle (SPV): il s'agit d'une entité juridique distincte qui émet les certificats SUKUK sur le marché, et dont la tâche est aussi la gestion de ces titres. Cette entité joue donc un rôle essentiel dans le processus de titrisation et d'émission de ces instruments, en tant qu'intermédiaire entre le cédant et les détenteurs et/ou investisseurs.

^٤ Special Purpose Company.



Source: Auteur.

L'idée de base de la titrisation dans la finance islamique est de transformer quelque chose, qu'il s'agisse d'actifs corporels, d'usufruit ou de créances, en papiers qui seront ultérieurement négociables sur le marché secondaire. La transformation de quelque chose qui est illiquide en liquide est l'essence même de la titrisation, non seulement dans la finance islamique, mais aussi dans la finance conventionnelle (Qureshi, s.d).

3- Catégories et typologies des SUKUK

Les catégories des obligations islamiques

L'évolution du marché des SUKUK a conduit à l'innovation de différentes structures de ces instruments financiers des marchés de capitaux islamiques. Sur ce, deux catégories de SUKUK se distinguent: les SUKUK asset-backed et les SUKUK asset-based. La principale différence entre les deux réside dans le transfert réel et la détention des actifs par la SPV représentant les investisseurs (Maxula Bourse, 2015).

- Les SUKUK Asset Backed: il s'agit des SUKUK adossés à des actifs (Zolfaghari, 2017) qui impliquent le transfert complet de la propriété de ces derniers générateurs de revenus, de l'émetteur au souscripteur. Dans ce cas, les investisseurs (en cas de défaillance) peuvent recourir à ces actifs. Cependant, cette formule présente deux risques: le risque de crédit et de marché.
- Les SUKUK Asset Based: il s'agit en fait des SUKUK fondés et/ou basés sur des actifs. Dans ce cas, la propriété de l'actif est strictement limitée, dans le sens où les détenteurs des SUKUK n'ont pas recours à l'actif sous-jacent, sur lequel ils ont une propriété effective restreinte, mais ont recours à l'émetteur via son engagement de rachat de l'actif à l'échéance (Zulhibri, 2015).

Du point de vue de la Shari'ah, il est essentiel qu'un SUKUK soit adossé à un actif tangible spécifique jusqu'à son échéance, et que les détenteurs de SUKUK aient un droit de propriété sur les actifs financés (Yean, 2009). Le tableau suivant, détaille les principales différences entre ces deux catégories:

Tableau 1: La différence entre les catégories des SUKUK

Caractéristiques et fonctionnalités	SUKUK Asset Based	SUKUK Asset Backed
Source de paiement	La source de paiement provient de l'originateur.	La source de paiement provient des revenus générés par les actifs.
Présentation et répartition des actifs	L'actif reste au bilan de l'originateur.	L'actif est exclu du bilan de l'originateur.
Droit de propriété d'actifs	Propriété effective sans droit de disposer de l'actif.	Propriété légale avec droit de disposer de l'actif.
Recours	L'engagement d'achat au pair par l'émetteur constitue le recours ultime. Le recours dans ce cas ne se fait pas sur l'actif sous-jacent.	Les détenteurs de SUKUK n'ont recours qu'aux actifs, de sorte que ces derniers jouent un véritable rôle dans le cas de défaillances.

Source: (Herzi, 2016).

Les types des obligations islamiques

Les certificats SUKUK sont généralement structurés sur la base des contrats sous-jacents de transaction de l'investissement islamique. L'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) dans sa norme n°17 qui porte sur les investissements en SUKUK dénombre 14[\] structures d'investissement de ces certificats. Les structurations les plus utilisées sont les suivantes:

- SUKUK Ijara (à partir de contrats de leasing): C'est un contrat de location-vente, selon lequel une partie acquiert et met en location des biens requis par la clientèle pour un droit de location, en générant donc des rendements locatifs. Pour cela, ces certificats de SUKUK de valeur égale sont délivrés par le propriétaire de l'actif à louer, émis par la SPV (intermédiaire financier agissant au nom du propriétaire) afin de vendre l'actif concerné et récupérer la valeur de ce dernier via les redevances de loyer périodique perçus par la SPV afin que les souscripteurs deviennent propriétaires.
- SUKUK musharaka: Il s'agit de certificats livrés afin de se servir des capitaux mobilisés dans le but de financer un projet sur la base d'un contrat de participation. Les détenteurs de ces certificats deviennent propriétaires du

[\] Nisar, S. (2007). Islamic bonds (SUKUK): Its introduction and application. En ligne, [link](#).

projet ou de l'activité à financer selon leurs parts et/ou pourcentages définis respectivement au préalable.

- SUKUK Mudaraba: Il s'agit de certificats qui représentent des activités et/ou des projets qui sont gérés sur la base du principe de la mudaraba. Dans le sens où, une personne est désignée en tant que mudarib afin de gérer l'opération. Le mudarib apporte le capital travail et les souscripteurs sont propriétaires des capitaux financiers (rab al-mal). Le rendement réalisé est distribué par la suite entre les deux, alors qu'en cas de perte seuls les apporteurs de capitaux financiers la supportent.
- SUKUK Murabaha: Il s'agit de certificats de partage des revenus générés par des opérations commerciales basées sur le principe de la murabaha. Les détenteurs de ces certificats deviennent par la suite propriétaires des biens qui font l'objet du contrat murabaha.
- SUKUK Salam (achats de biens à livrer dans le futur): Il s'agit d'un contrat d'achat et de vente d'un actif sous-jacent entre l'émetteur et les souscripteurs, et dont le prix est payé au moment de la conclusion du contrat, tandis que la date de livraison est fixée en avance. Des certificats sont alors livrés aux souscripteurs par la SPV afin de mobiliser les liquidités nécessaires à l'achat de l'actif sur la base du contrat salam. Ainsi, l'actif qui sera livré à la date fixée au préalable devient la propriété des détenteurs de ces certificats (ISRA, 2017).

4- Aperçu sur l'évolution du marché SUKUK

Le marché SUKUK qui a suscité l'intérêt de beaucoup d'investisseurs au niveau international, a connu une croissance phénoménale au cours de ces dernières années et continue de croître dans le monde entier. En fait, les émissions SUKUK faites depuis 2001 jusqu'à aujourd'hui ont marqué l'émergence actuelle de ce marché. L'évolution de ce dernier est ainsi représentée en deux phases:

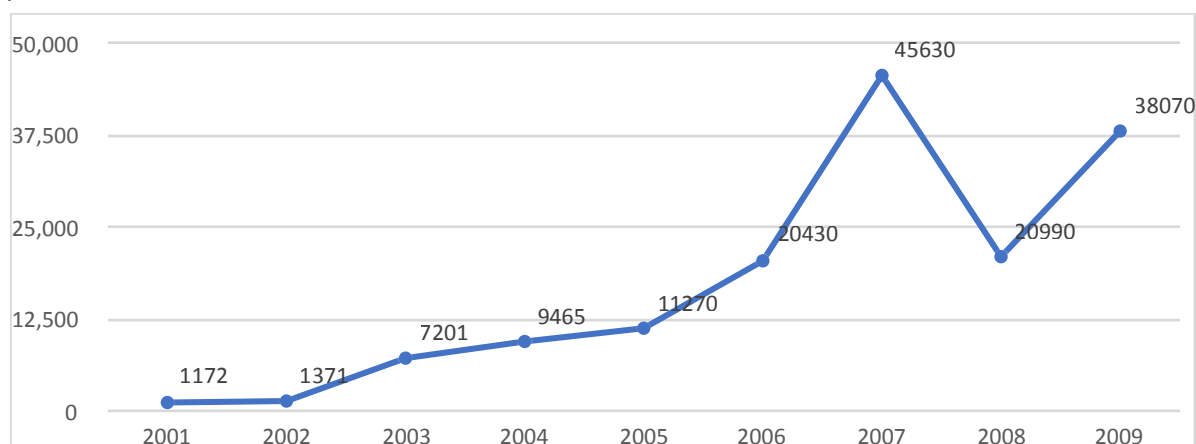
L'évolution du marché SUKUK entre 2001 et 2009

Les obligations islamiques ont connu une croissance mondiale depuis le lancement du premier SUKUK international en 2001 par la société Kumpulan Guthrie Bhd qui était d'un montant de 150 millions de dollars (Alam & al., 2017). Par la suite, plusieurs émissions ont succédé à savoir: celle du Bahrein qui a été le premier pays à émettre un SUKUK Government Related Entity SUKUK (GRE) en 2001, ce dernier avait émis un SUKUK souverain jgara d'un montant de 100 millions de dollars (DIFC, 2009), suivie par celle de l'Etat du Qatar en 2003, d'un montant de 700 millions de

dollars (HSBC Amanah, 2011). S'en suit celles du Pakistan en 2005 d'un montant de 600 millions de dollars (Idem, 2011) avec celle de l'Emirat de Dubai en 2006 d'un montant de 3.5 milliards de dollars (Jobst & al., 2008). L'ensemble de ces émissions et bien d'autres qui ont suivis ont toutes attirés l'appétit des investisseurs au niveau international à émettre des obligations islamiques tout en ouvrant la voie à l'expansion du marché SUKUK sur la scène mondiale. Une croissance graduelle du marché SUKUK a été enregistrée entre 2002 et 2007 avec une augmentation accélérée du volume des émissions SUKUK. Cette période a également été marquée par un développement dans la normalisation portant sur ce produit ainsi que par l'innovation de nouveaux contrats.

Selon la figure n°2 on remarque bien que le marché SUKUK s'est rapidement amélioré entre l'année 2001 et l'année 2007 durant laquelle le marché a atteint son pic. L'année 2007 a été considérée comme meilleure année pour le marché SUKUK dont l'ensemble des émissions est passé de 1.17 milliards de dollars américain à 45.6 milliards de dollars américain. Soit une augmentation de 44.4 milliards de dollars américain. En outre, entre 2008 et 2009, le marché SUKUK a été négativement affecté par la crise financière mondiale, passant à un montant total d'émission SUKUK de 20.9 milliards de dollars américain en 2008, soit une diminution de 24.6 milliards de dollars américain par rapport à l'année 2007. Cependant, le montant d'émission SUKUK a progressé en 2009 par rapport à 2008 enregistrant une augmentation d'un montant de 38 milliards de dollars américain, mais qui est resté inférieur par rapport à 2007.

Figure 2: Evolution des émissions globales des SUKUK entre 2001-2009 en million US\$



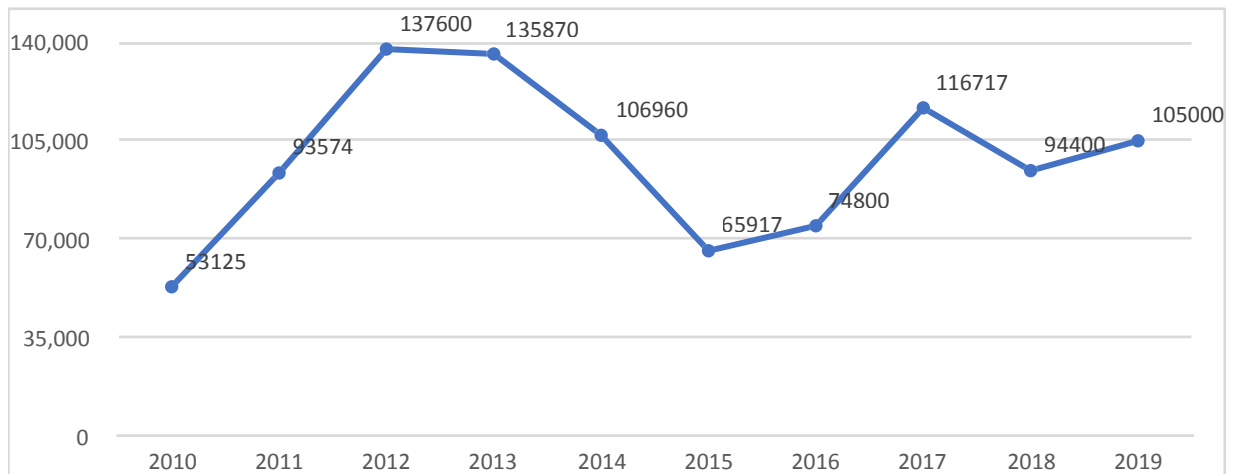
Source: Cette figure est basée sur les données de Bloomberg database, Thomson&Reuters, & IIFM SUKUK database.

Malgré la baisse qu'a connu le marché SUKUK durant la crise financière, et une fois que le marché a connu une amélioration de ces conditions générales, le volume d'émission a rebondi en 2009 par rapport à l'année 2008. Notons que la fin de l'année 2007 et l'année 2008 avait été marquée par deux principaux événements (Weddernurn-Day, 2010): les effets et/ou l'impact de la crise financière mondiale et les critiques formulées par Chaykh Taqi Usmani à l'encontre de certaines structures de SUKUK fondées sur le partenariat, émises principalement dans l'Emirat de Dubai lors de la réunion annuelle de l'AAOIFI au Bahrein en Novembre 2007 qui ont entraîné une réduction substantielle des émissions SUKUK avant que des efforts de restructuration ne soient déployés pour aligner ces structures sur les principes de la Shari'ah (ISRA, 2017). Le communiqué et/ou la déclaration qui a été publiée par l'AAOIFI au début de l'année 2008 a en fait été une étape primordiale dans l'expansion de la finance islamique, dans le sens où elle a permis l'évolution du marché SUKUK, tout en fournissant quelques directives portant sur les structures des SUKUK conformément aux principes de la Shari'ah, visant ainsi un marché de SUKUK plus normalisé.

Evolution du marché SUKUK entre 2010 et 2018

Après l'année 2009, il a été observé que le marché SUKUK a accéléré sa croissance et s'est orienté vers des structures plus compétitives et plus innovantes (ISRA, 2017). Comme l'illustre la figure n° 3, le montant total d'émission SUKUK en 2010 était de 53,1 milliards de dollars américain. Par la suite, une tendance positive du marché a été observé jusqu'à l'année 2012 au cours de laquelle le marché semble avoir atteint son apogée et dont le montant d'émission SUKUK avait atteint 137,6 milliards de dollars américain, soit une augmentation de presque 39% par rapport à l'année 2010 (Figure n°3).

Figure 3: Evolution des émissions globales des SUKUK entre 2010-2019 en million US\$



Source: Bloomberg database, Thomson&Reuters, IIFM SUKUK database & Moody's.

* Selon les prévisions de RAM Ratings (2019).

** Selon Abbas, W. (2019).

En fait, plusieurs émissions SUKUK ont stimulé la croissance du marché SUKUK durant l'année 2012, parmi elles on cite, celle de l'opérateur malais de péage routier Plus Expressways d'un montant de 30.6 milliards de ringgit malaisien, soit 10 milliards de dollars américain (Thomson & Reuters, 2012) ; ainsi que celle de l'Arabie Saoudite émise par l'autorité générale saoudienne de l'aviation civile d'un montant de 15 milliards de riyal saoudien, soit 4 milliards de dollar américain (SHC, 2013). Et s'en suit bien d'autres.

Comme on peut le voir sur la figure n°3, l'année 2013 a par contre connu une légère diminution par rapport à l'année 2012, enregistrant un total de 135.8 milliards de dollars américain. Cette baisse a été dû également à l'incertitude créée par les fluctuations des taux d'intérêt suite à l'annonce faite par la Réserve Fédérale Américaine concernant la réduction de son programme d'achat d'obligations (Thomson Reuters, 2015). Cependant, en 2014 le volume des émissions SUKUK a diminué un peu plus par rapport à 2013 de 28.9 milliards de dollars américain, avec un montant total de 106.9 milliards de dollars américain. En 2015, le marché SUKUK a connu une baisse substantielle enregistrant un montant total de 65.9 milliards de dollar américain soit une diminution de presque 38% due principalement à la décision de la politique de la Banque Centrale Malaisienne « Bank Negara Malaysia » de suspendre les émissions de SUKUK d'investissement à court terme (IIFM, 2016). En 2016, le marché SUKUK a connu une augmentation modérée en clôturant l'année avec un total de 74.8 milliards de dollars américain, mais ce dernier n'a pas retrouvé son dynamisme marquer durant les années précédentes. Toutefois, il a connu un

rebond en 2017 atteignant un total d'émission SUKUK de 116.7 milliards de dollars américain après la chute enregistrée entre 2014 et 2015. Comme les années antérieures, la majeure partie des émissions SUKUK en 2017 ont été émises par des entités souveraines et quasi souveraines, ce qui a maintenu le marché des SUKUK sur une trajectoire de croissance soutenue (IIFM, 2018). Ainsi que les nouveaux émetteurs au cours de l'année 2017, tels que l'Arabie Saoudite qui avait émis son premier SUKUK international (l'émission la plus volumineuse de tous les temps selon Fitch[\], le Nigéria aussi...etc., qui avait émis des SUKUK souverains ont tous contribué à garder intacte le rythme de croissance de l'émission de ces obligations islamiques.

Par ailleurs, au cours du premier semestre de l'année 2018 le montant total d'émission SUKUK a chuté de 15.3% par rapport à la même période en 2017 pour atteindre 44.2 milliards de dollars contre 52.2 milliards de dollars au premier semestre de 2017 (Damak & Christian, 2018). Cette baisse est supposée due principalement à l'absence d'émissions majeures faites par les pays du CCG observées en 2017. Au second semestre de 2018 le volume d'émission de SUKUK va continuer d'être ralenti. Cela en raison du resserrement mondial des conditions de liquidité, ainsi que par la réduction des besoins de financement de certains pays du CCG, du fait de la stabilisation à des niveaux plus élevés des prix du pétrole (Damak, 2018). Selon Moody's, à fin 2018 le montant total des émissions SUKUK souverains et supranationaux a atteint 78 milliards de dollars américain (Moody's, 2019). S&P Global Ratings, avait prévu que le total d'émission SUKUK va diminuer à 70 à 80 milliards de dollars américain (S&P, 2018). Mais selon RAM ratings, le volume des émissions mondiales de SUKUK a dépassé les prévisions de S&P qui a atteint les 94.4 milliards de dollars américain (RAM, 2019), soit une baisse de 22.3 milliards de dollars américain par rapport à l'année 2017 (Figure n° 3).

Par ailleurs, Moody's estime que les émissions mondiales de SUKUK souverains et supranationaux vont se redresser au cours de cette année 2019 dépassant leurs volumes record de 93^ˆ milliards de dollars en 2020, et peut-être plus tôt si les prix du

[\] The Star Online. (2019). SUKUK issuance in 10 largest markets fell in 2018, says Fitch. Economy-Markets. En ligne: <https://www.thestar.com.my/business/business-news/2019/01/30/SUKUK-issuance-in-10-largest-markets-fell-in-2018-says-fitch/>

^ˆ Moody's. (2019). Moody's – Global sovereign SUKUK issuance to recover in 2019. En ligne: https://www.moody's.com/research/Moodys-Global-sovereign-SUKUK-issuance-to-recover-in-2019-PBC_1162325

pétrole restent modérés. Fitch estime que les émissions de SUKUK sont plus susceptibles de se stabiliser ou de se redresser légèrement au cours de cette année 2019 que de baisser davantage[\]. Devenant ainsi une source de financement importante pour plusieurs entreprises au cours des prochaines années. Le volume d'émission SUKUK pour la fin d'année 2019 est estimé entre 105-115 milliards de dollar américain (Abbas, 2019), soit une augmentation estimait de presque 10.1 milliards de dollars américain par rapport à 2018 (Figure n 3).

[\] The Star Online. (2019). SUKUK issuance in 10 largest markets fell in 2018, says Fitch. Economy-Markets. En ligne: <https://www.thestar.com.my/business/business-news/2019/01/30/SUKUK-issuance-in-10-largest-markets-fell-in-2018-says-fitch/>

Les SUKUK: première émission de l'Etat Marocain Innovation et challenges

Fatima EL MORABIT

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

Fatima Zahra ACHOUR

Professeur Habilitée à la Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales. Université Ibn TOFAIL. Kénitra-Maroc

Mohamed BOUSSETTA

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

Driss Daoui

Professeur Habilité à la Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales. Université Ibn TOFAIL. Kénitra- Maroc.

Épisode (2)

L'émission du premier SUKUK souverain Ijara au Maroc

Le Royaume du Maroc n'est pas resté à l'écart de la progression qu'a connu la finance islamique. Ainsi, l'Etat marocain caractérisé par sa situation géographique possède des atouts et une éventualité qui lui permettrons de se placer comme un centre financier africain de financement islamique offrant ainsi plusieurs possibilités d'investissement à travers des instruments financiers participatifs respectant les principes de la Shari'ah. Parmi ces instruments, on cite la classe d'actifs la plus importante et qui est surtout destinée aux financements des grands projets d'investissement: les SUKUK. Ces derniers sont indispensables et essentiels pour assurer un développement et une croissance économique à long terme du marché marocain et tout autre marché. Sur ce, le Maroc a enfin finalisé le cadre juridique des SUKUK le 23 Avril 2018, date de publication de la loi relative à l'émission des