

# 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

SUKUK au Maroc, et suite à laquelle il a émis un SUKUK souverain ijara le 05 Octobre 2018.

Il convient alors de présenter le cadre juridique de l'émission des certificats SUKUK au Maroc avant de passer à une brève présentation de l'opération inaugurale de l'émission SUKUK souverain ijara émise par le Royaume le 5 Octobre 2018.

### 1- Cadre juridique et réglementaire des émissions SUKUK au Maroc

Bien avant, le Maroc disposait de deux lois indépendantes et non complètes à savoir: la loi n° 10-98<sup>\</sup> relative à la titrisation de créances hypothécaires via laquelle est fixé le cadre juridique appliqué à la titrisation de ces créances. Et la loi n° 35-94<sup>ˆ</sup> relative à certains titres de créances négociables, ayant pour objet de fixer le cadre juridique de ces titres de créances négociables. Et qui comportent: les certificats de dépôt, les bons des sociétés de financement et les billets de trésorerie (Dahir n° 1-95-3, 1995)<sup>ˆ</sup>.

Cependant, ces deux lois ont été déclarées invalides et/ou annulées et ont été remplacées par la loi n°33.06<sup>€</sup> relative à la titrisation de créances qui modifie et complète les lois n°10-98 et n°35-94 pour n'en faire qu'une seule loi « la loi n°33.06 », devenue opérationnelle en Octobre 2010. Cette dernière a pour objet de fixer le régime juridique applicable à la titrisation de créances, telles que visées à l'article 16 de la même loi, par l'intermédiaire de fonds de placements collectifs en titrisation dénommés FPCT (Fonds de Placement Collectifs en Titrisation)<sup>°</sup>, créés conformément aux dispositions du présent titre (Article 1 – Loi n°33.06, 2008), selon le Dahir n° 1-08-95 du 20 Octobre 2008, portant promulgation de la loi n°33.06.

Cette dernière, a recadré le régime juridique de la titrisation au Royaume du Maroc, comme elle a fourni un appentis et ensemble de développement qui ont une

---

<sup>\</sup> Pour plus d'information consulter la loi sur ce lien: [http://www.maghrebtitrisation.ma/doc/LoiTitrisation\\_10-98.pdf](http://www.maghrebtitrisation.ma/doc/LoiTitrisation_10-98.pdf)

<sup>ˆ</sup> Pour plus d'information sur cette loi, consulter le lien suivant: [http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/UserFiles/File/LOI\\_1-95-3\\_TCN\\_.pdf](http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/UserFiles/File/LOI_1-95-3_TCN_.pdf)

<sup>ˆ</sup> Voir le lien suivant: [http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/UserFiles/File/LOI\\_1-95-3\\_TCN\\_.pdf](http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/UserFiles/File/LOI_1-95-3_TCN_.pdf)

<sup>€</sup> Pour plus d'information consulter ce lien: [https://ribh.files.wordpress.com/2013/03/loi\\_titrisation-33-06.pdf](https://ribh.files.wordpress.com/2013/03/loi_titrisation-33-06.pdf)

<sup>°</sup> FPCT: C'est une copropriété, n'ayant pas la personnalité morale, qui a pour objet exclusif d'acquérir des créances d'un ou plusieurs établissements initiateurs, au moyen de l'émission de parts ou de titres de créances. Les flux d'intérêt et de remboursement sur ces créances sont alors perçus par le FPCT qui les reverse aux investisseurs acquéreurs des parts ou titres de créances qu'il a émis. En ligne: <http://www.ammc.ma/fr/espace-epargnants/fpct-fonds-de-placement-collectifs-en-titrisation>

relation avec les FPCT (qui peuvent aujourd'hui prendre des formes différentes), et les SUKUK. Selon Houda Chafil, directrice de Maghreb Titrisation (Société d'ingénierie financière): « depuis la réforme de la loi, la titrisation connaît une véritable révolution. Et pour cause, son champ d'application a été élargi à la fois à plusieurs catégories d'établissements initiateurs ainsi que sur de nouvelles classes d'actifs et qui était limité aux créances avant la nouvelle loi » (Belghiti, 2016).

De ce fait, le régime réglementaire et législatif des certificats SUKUK au Maroc ont été défini par la loi n°33.06 qui introduit la possibilité d'émettre des titres SUKUK, et qui a été modifiée et complétée progressivement par la loi n°119-12, et la loi n°05.14 et la loi n°69.17 qui vient d'être publiée au bulletin officiel le 23 Avril 2018. Enfin, et grâce à l'ensemble de ces amendements, la loi permettant l'émission des SUKUK au Maroc a été finalisée.

Le contenu de cette loi annoncée a notamment proposé une nouvelle classe d'actifs tout en remplaçant la notion des créances par celle d'actifs éligibles qui concerne les actifs corporels, incorporels ou financiers, ce qui a rendu possible l'adossement d'actifs réels à certains titres, et qui est d'ailleurs une condition pour les certificats SUKUK. La loi a également permis à d'autres initiateurs d'accomplir des opérations de titrisation (tels que: l'Etat, les entreprises publiques, les sociétés commerciales marocaines). Cette loi a aussi déterminé les dispositions et conditions à suivre afin d'avoir l'avis de conformité du Conseil Supérieur des Oulémas (CSO)<sup>٢</sup>, qui approuve l'émission des SUKUK au Maroc. Elle définit aussi les types de structuration SUKUK permises, comme les SUKUK Murabaha, Salam et Istisna considérées comme des SUKUK de financement ; les SUKUK Ijara, les SUKUK Moudaraba, Wakala et Moucharaka considérées quant à eux comme des SUKUK destinés aux investissements. Par ailleurs, d'autres structurations des certificats SUKUK peuvent être créées et proposées au législateur et cela de manière réglementaire.

<sup>١</sup> Maghreb Titrisation: filiale de la Caisse de dépôt et de gestion (CDG), est aussi l'établissement retenu pour la structuration des fonds de titrisation (FT), comme il est aussi responsable d'émission des certificats SUKUK pour le compte du Royaume du Maroc.

<sup>٢</sup> Le Conseil Supérieur des Oulémas (CSO): est une institution marocaine créée par le Dahir n°1.80-270 le 08 Avril 1981 et réorganisé conformément aux dispositions du Dahir n° 1.03.300 le 22 Avril 2004. L'institution est placée sous la Haute Tutelle de Sa Majesté Mohamed VI, et a plusieurs fonctions. Parmi les missions relatives à l'avènement de la finance islamique au Royaume du Maroc est la validation de la conformité des instruments financiers commercialisés par les banques participatives y compris l'approbation des opérations relatives à l'émission des certificats de SUKUK (souverains et/ou corporates). Pour plus d'informations concernant cette entité, consulter le lien suivant: <http://www.habous.gov.ma/fr/conseil-sup%C3%A9rieur-des-oul%C3%A9mas.html>

## 2- L'émission inaugurale de SUKUK souverains ijara au Maroc (FT Imperium SUKUK CI)

Le ministère de l'économie et des finances a décidé de mettre en place un planning d'émission de certificats SUKUK souverains au Maroc. En fait, il s'agit de plusieurs émissions dans le cadre d'un programme qui est mis en place sur plusieurs années. Sur ce, le Royaume du Maroc a procédé à l'émission de son premier SUKUK souverain ijara, le 05 Octobre 2018.

Ce SUKUK souverain est de type ijara, et d'un montant d'un milliard de Dirhams amortissables sur une durée de cinq ans. Il est structuré et géré par Maghreb Titrisation et dont le premier compartiment est intitulé: « FT Imperium SUKUK CI »<sup>1</sup> qui concerne l'émission des certificats SUKUK ijara. Dont l'Etat se porte garant à hauteur de 1,1 milliard de DH (Ben Hayoun, 2018) et offrant un rendement annuel de 2.66% (Dassouli, 2018).

### *Description de l'opération inaugurale*

Le programme des émissions de certificats SUKUK ijara sera porté par le Fond de Titrisation Imperium SUKUK « FT Imperium SUKUK ». C'est un fond de titrisation doté de la personnalité morale, qui a été constitué le 03 Octobre 2018, dans le cadre de ce programme et suite à l'agrément de son règlement de gestion le 28 Septembre 2018 par l'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux (AMMC), et l'obtention de l'avis conforme du Conseil Supérieur des Oulémas. Le fond est une copropriété avec des compartiments, destiné à faire et/ou émettre plusieurs émissions à travers des compartiments distincts. Cela dit, que chaque émission est portée par un compartiment distinct respectant un règlement général, et chaque compartiment peut être considéré comme s'il s'agissait d'un sous fond de titrisation.

Un règlement générale propre à ces SUKUK, définit cependant l'ensemble des caractéristiques de ces émissions de SUKUK souverains sous forme de ijara. Par ailleurs, tous les compartiments doivent suivre ces règles de structuration. Chaque compartiment dispose de règlements particuliers, portant sur les caractéristiques financières propres à chaque compartiment. Comme on l'a déjà mentionné, afin de porter cette première émission, un premier compartiment a été créé le 03 Octobre 2018 et a été doté de la personnalité morale. La date de souscription était le 05 Octobre 2018 et la date de règlement/livraison le 15 Octobre 2018.

---

<sup>1</sup> FT Imperium SUKUK CI: Fond de titrisation Imperium (souverain: صندوق إصدار الصكوك السيادية) SUKUK Compartiment I.

### *Description de la structuration de la première opération d'émission SUKUK souverains ijara au Maroc:*

Tout d'abord, il y a lieu de distinguer les différents intervenants dans l'émission inaugurale de SUKUK souverains ijara qui a nécessité l'intervention de plusieurs parties prenantes à savoir:

- Le Royaume du Maroc à travers le Ministère de l'Economie et des Finances qui est appelé également établissement initiateur, qui se charge d'initier l'opération;
- Le Conseil Supérieur des Oulémas (CSO) chargé de valider la conformité des opérations d'émission SUKUK avec les principes de la Shari'ah au Maroc ;
- L'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux (AMMC): conformément aux dispositions de la loi 33-06 relative à la titrisation des actifs, toute émission SUKUK doit être subordonnée à l'avis préliminaire de cet établissement ;
- Maghreb Titrisation comme gestionnaire de Fonds ;
- Al Akhdar Bank<sup>\</sup> comme dépositaire.

Le premier compartiment du Fonds de Titrisation intitulé « FT IMPERIUM SUKUK CI », achète les actifs acquis auprès de l'établissement initiateur, et qui sont sous forme de droit d'usufruit sur des actifs constitués d'équipement administratifs (des actifs immobiliers)<sup>ˆ</sup> générant des loyers situés dans la région de Casablanca. L'acquisition de ces actifs nécessite l'émission de certificats SUKUK, dont les porteurs sont considérés comme copropriétaires qui détiennent des parts de même valeur égale. Le produit de cette émission de certificats SUKUK est par la suite utilisé pour l'acquisition des droits d'usufruit qui constituent désormais l'actif du fonds. En fait, au moment de l'émission SUKUK, c'est comme si on procède à un recensement de propriété, ce qui veut dire que l'Etat reste propriétaire et le compartiment devient usufruitier ayant le droit de louer les actifs SUKUK, et/ou de les exploiter lui-même<sup>ˆ</sup>. Concrètement, quatre phases (A, B, C, D) ont fait l'objet de cette émission du trésor

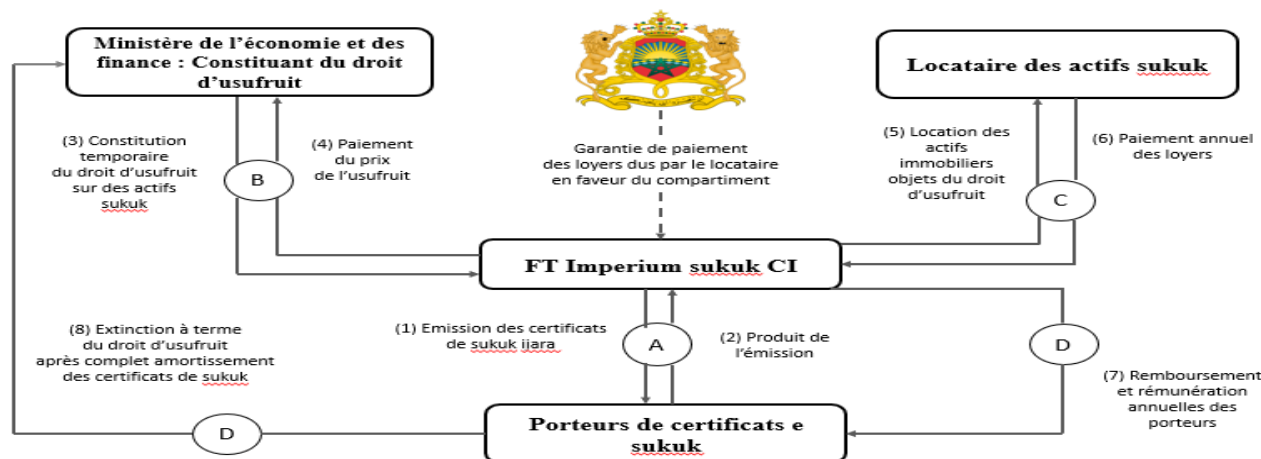
<sup>\</sup> Il s'agit de la banque islamique du Groupe Crédit Agricole du Maroc (CAM) créée en partenariat avec la Société Islamique pour le Développement du secteur privé qui est une filiale de la Banque Islamique de Développement (BID).

<sup>ˆ</sup> Il s'agit en particulier de biens immobiliers relevant du domaine privé de l'Etat loués à des tiers. En ligne: <https://ribh.wordpress.com/2018/10/08/maroc-succes-du-premier-SUKUK-souverain/>

<sup>ˆ</sup> Il est à noter que les investisseurs ne font pas cette opération pour utiliser et/ou occuper ces actifs mais pour les louer et assurer une marge de profit via la location à un établissement public indépendant de l'Etat qui est le locataire des actifs SUKUK.

public libellée en monnaie locale (Dirham) et attribuée au marché intérieur (figure n° 4).

Figure n°4: Les différents intervenants dans la première émission inaugurale de SUKUK souverains jjara au Maroc



Source: Ribh (2018)

**Pour la phase A:** il s'agit de l'émission des certificats de SUKUK ijara. Une opération d'investissement devra d'abord être faite afin d'avoir les ressources nécessaires, vu que le compartiment ne possède encore pas de ressources au début. Au niveau de cette phase, on trouve alors les porteurs de certificats SUKUK (souscripteurs) qui décident de participer à l'opération d'investissement à travers le compartiment qui leur présente à son tour l'opération avec ses risques et sa rentabilité et/ou rendement souhaité. Parce que le fonds en tant que véhicule ne garantit pas le bénéfice aux souscripteurs.

**Pour la phase B:** il s'agit de la constitution du droit d'usufruit sur les actifs SUKUK et le paiement du prix de l'usufruit. Ainsi, à travers le produit de l'émission, l'Etat constitue temporairement via son ministère d'économie et des finances sur une période de cinq ans (parce que l'émission est sur une durée de cinq ans) un droit d'usufruit sur cinq actifs SUKUK, le compartiment en échange de cette constitution du droit d'usufruit paie la contrepartie de cet usufruit.

**Pour la phase C:** une fois le compartiment<sup>\</sup> devenant usufruitier et donc acquiert le droit de louer les actifs sous-jacents (actifs immobiliers pour ce SUKUK ijara) qui font objets du droit d'usufruit, les loue au locataire moyennant un versement du loyer

<sup>\</sup> Il est à noter qu'il existe un règlement général qui est standard pour le fond, et un règlement particulier permettant de faire la distinction entre les compartiments et les caractéristiques de chaque compartiment.

périodique. En fait, Maghreb Titrisation et les participants dans la structuration de l'émission SUKUK ont décidé que pour cette première émission, le paiement des loyers sera annuel (paiement annuel des loyers figure n°4).

**Pour la phase D:** une fois que le compartiment reçoit les loyers qui constituent son seul revenu, il retranche l'ensemble des coûts de gestion des différents intervenants (notamment les coûts due à la société de gestion, au dépositaire, à l'AMMC ...etc), et reverse le reliquat en tant que rémunération annuelle des porteurs de certificats SUKUK. Ces derniers reçoivent donc les loyers moins les coûts de gestion. Il est à noter que ce droit d'usufruit s'éteint annuellement car son échéance est de cinq ans (extinction à terme du droit d'usufruit: figure n°4), au fur et à mesure que les certificats de SUKUK qui s'éteignent aussi à leur tour après une durée de cinq ans. En l'extinction du droit d'usufruit, les porteurs de certificats SUKUK sont remboursés et le compartiment est liquidé (figure n°4). Cette dernière phase D porte sur le remboursement et la rémunération annuelles des porteurs ainsi que l'extinction à terme du droit d'usufruit après complet amortissement des certificats de SUKUK. Il est à rappeler que ces phases concernent la structuration générale adoptée pour le 1<sup>er</sup> compartiment (CI)<sup>\</sup>. Concernant cette émission, sur l'actif, le fonds a des droits d'usufruit sur cinq équipements administratifs d'une valeur d'un milliard (tableau n°2).

Tableau n° 2: Particularités de l'émission de SUKUK souverains ijara émis par le Royaume du Maroc

Dénomination du Fonds de Titrisation	FI Imperium SUKUK CI
Montant nominal global	1 000 000 000 MAD
Montant nominal unitaire	100 000 MAD
Rendement	2.66%
Maturité	5 ans
Remboursement	Amortissable sur 5 ans
Date de souscription	05 Octobre 2018
Date de règlement livraison	15 octobre 2018
Taux de sursouscription	3.6 fois

Source: Ministère d'économie et des finances<sup>∧</sup>

<sup>\</sup> CI = Compartiment 1 et/ou 1<sup>er</sup> compartiment.

<sup>∧</sup> [www.finances.gov.ma](http://www.finances.gov.ma); voir aussi: Le boursier. (2018). La première émission de SUKUK souverains souscrite 3.6 fois. En ligne: <http://www.leboursier.ma/Actus/2839/2018/10/05/La-premiere-emission-de-SUKUK-souverains-souscrite-4-fois.html>

Pour conclure, ces certificats de SUKUK ijara, comme on l'a déjà mentionné, confèrent à leurs détenteurs un droit de propriété indivis sur le droit d'usufruit figurant à l'actif du compartiment<sup>\</sup>. Ainsi, l'émission ne constitue pas un appel public à l'épargne au sens de la loi 44.12<sup>ˆ</sup>. Donc ces certificats SUKUK ont été destinés à des investisseurs résidant hors investisseurs exclus<sup>ˆ</sup>, sous forme de parts<sup>ˆ</sup> (et non de titres de créances) émises aux porteurs en une seule fois et venant au même rang entre elles en ce qui concerne leurs porteurs<sup>ˆ</sup>. Ils sont émis au pair, avec une maturité de cinq ans et un nominal de 100.000 Dhs, ils s'éteignent, au fur et à mesure de l'extinction du droit d'usufruit et de la réception du loyer comme indiqué dans la phase D de la figure n°4. Ces certificats SUKUK sont négociables sur le marché secondaire selon les règles de la Shari'ah<sup>\</sup>, qui vont être fixés<sup>ˆ</sup>. Par ailleurs, les certificats SUKUK ijara ne peuvent donner lieu par leurs porteurs à une demande de rachat par le compartiment<sup>ˆ</sup>.

<sup>\</sup> Ce qui fait un changement par rapport à la première version de la loi sur laquelle avait été mentionnée que les certificats SUKUK confèrent à leurs porteurs un droit de jouissance sur les actifs acquis et devant être acquis ...etc. Ceci avait causé au début un problème au niveau de la loi islamique, raison pour laquelle il a été remplacé par droit de propriété.

<sup>ˆ</sup> Pour plus d'information sur cette loi, consulter le lien suivant de la Chambre des Représentants du Royaume du Maroc: <http://www.chambre-des-representants.ma/fr/%D8%A7%D9%84%D9%86%D8%B5%D9%88%D8%B5-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%B4%D8%B1%D9%8A%D8%B9%D9%8A%D8%A9/projet-de-loi-ndeg4412-relatif-lappel-public-lepargne-et-aux-informations-exigees>

<sup>ˆ</sup> Les investisseurs exclus c'est pour qu'il y ait une conformité avec la loi FATCA: comme pour le cas des résidents américains qui ont double nationalité ... etc. Vu que c'est très compliqué pour un dépositaire de gérer tout ça, et qui s'agit dans cette émission de Al-Akhdar Bank qui a été retenue en tant que dépositaire afin de se charger de conserver les actifs du « FT Imperium SUKUK CI ».

<sup>ˆ</sup> D'ailleurs quand la loi a été amendée, il y a eu lieu justement à la redéfinition des parts, les titres émis par un FPCT c'est les titres de créances, les actions, les parts y compris les certificats de SUKUK.

<sup>ˆ</sup> Ce qui veut dire qu'on ne peut pas privilégier un porteur par rapport à un autre, tous les porteurs sont traités de la même manière, il n'y a pas de subordination car sur certaines structures on peut trouver dans la titrisation conventionnelle ou dans les émissions conventionnelles des tranches: Senior, Mezzanine, Subordonnées, et Equity (Junior), mais pour le cas d'émission SUKUK il n'y a pas de tranches, c'est une seule tranche, un même droit, un même rang. Pour plus d'informations sur les tranches, consulter le rapport de 2011 portant sur la titrisation de l'AMMC anciennement appelé CDVM sur les pages: 10-11-12. En ligne: [http://www.ammc.ma/sites/default/files/Etude\\_titrisation\\_2011\\_01\\_17.pdf](http://www.ammc.ma/sites/default/files/Etude_titrisation_2011_01_17.pdf)

<sup>ˆ</sup> الضوابط الشرعية

<sup>ˆ</sup> D'après les dires du Directeur de Maghreb Titrisation, la vente et l'achat ferme de ces certificats sont autorisés, mais ne font l'objet d'aucune notation à la date d'émission, et ne feront pas l'objet d'une admission à la cote de la bourse des valeurs, en tout cas pour le premier compartiment, le ministère a préféré temporiser en attendant de tester déjà cette première opération, avant de passer à la cotation, avec une espérance qu'il en sera autrement pour les autres compartiments.

<sup>ˆ</sup> Un porteur de ces certificats ne peut demander le rachat de ses parts par le dit compartiment.



A l'échéance l'Etat devient seul propriétaire des actifs loués, d'où la radiation de l'usufruit sur les livres fonciers. Pour ce qui est de la garantie de l'Etat<sup>\</sup>, l'opération en bénéficie à hauteur de 1,1 MMDH (capital et rendement) ; en cas de non-paiement des loyers, l'Etat remboursera les détenteurs de certificats de SUKUK (Ribh, 2018). Par ailleurs, il faut savoir que quand on parle de garantie de l'Etat, cela ne veut pas forcément dire qu'il y a absence de risque (zéro risque), ça veut juste dire que le risque n'est pas attesté et/ou reconnu mais il y a la présence d'un risque qui est qualifié de souverain d'où le caractère souverain de l'émission.

#### *Qualification des risques liés à cette émission SUKUK ijara du Maroc*

Il y a lieu de distinguer deux catégories de risques:

- Un risque crédit: lié aux certificats SUKUK ijara émis par le compartiment, et qui correspond au risque de défaut de l'Etat marocain en tant qu'établissement initiateur et garant. Il s'agit en fait du cas où le locataire n'honore pas son engagement de paiement, ce qui est d'ailleurs considéré comme un risque quasiment nul (qualifié de risque souverain).
- Un risque Etat: Il y a un tel risque en ce qui concerne le paiement du prix d'extinction du droit d'usufruit en cas de dissolution anticipée du compartiment. En fait, l'usufruit est normalement sur cinq ans sauf cas d'extinction anticipée de ce droit d'usufruit.

#### *Processus de placement et ses résultats:*

##### **- Comment s'est fait le placement ?**

L'opération a été exclusivement réservée sur le marché primaire aux IVT (Intermédiaires en Valeurs du Trésor), que sont les banques de la place qui pouvaient souscrire pour leur propre compte ou pour le compte de leurs clients: banques participatives ou investisseurs conventionnels (Dassouli, 2018), qui sont les souscripteurs. Pour une première opération les banques participatives n'étaient pas vraiment encore prêtes à assurer ce rôle sur le marché primaire, compte tenu de la taille de l'émission.

##### **- Les résultats du placement:**

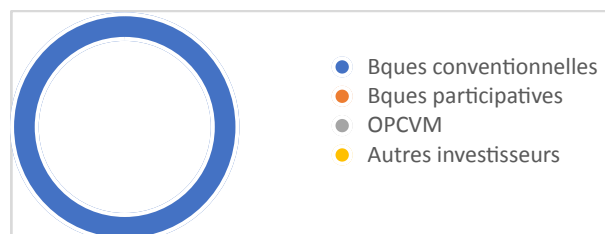
L'opération est considérée comme réussie, puisqu'elle a été souscrite 3.6 fois, soit une demande de 3.6 MM Dirhams (Tableau n°2) malgré quelques freins au niveau

---

<sup>\</sup> Cette garantie couvre le paiement des sommes dues et non payés par les locataires des biens titrisés. En ligne: <http://boursenews.fnh.ma/article/alaune/SUKUK-souverain-premiers-details-de-l-operation>

réglementaire. Pratiquement, toutes les composantes du marché ont souscrit. Ainsi, sur les 3.6 MMDH, les banques conventionnelles ont soumissionnées pour 64%<sup>١</sup>, les banques participatives pour 13%<sup>٢</sup>, les OPCVM pour 15%<sup>٣</sup> et le reste 8%<sup>٤</sup> entre assurances, caisses de retraite et autres (figure n°5).

Figure n° 5: Répartition en termes des soumissions

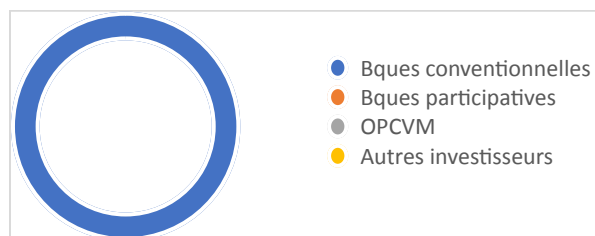


La position des assurances peut se comprendre car il n'y a pas encore de visibilité sur les flux qu'elles devront gérer, tout en gardant espoir que ces dernières notamment les compagnies Takaful seront

plus présentes dans les prochaines émissions.

Figure n° 6: Répartition en termes des souscriptions

En termes des souscriptions, et en fonction des règles de la location, les banques participatives ont eu 35%<sup>٥</sup> de l'émission, ce qui veut dire qu'aujourd'hui un montant de 350 millions de Dhs a été investi par les



banques participatives, les banques conventionnelles quant à elles ont eu 39%<sup>٦</sup>, les OPCVM 16%<sup>٧</sup> et pour les autres investisseurs c'est 10%<sup>٨</sup> (figure n°6).

Il y a lieu de rappeler que les émissions des SUKUK sont d'une grande importance en tant que pilier crucial afin d'assurer la réussite de l'activité des banques participatives sur le marché local. Leur permettant d'avoir ou de disposer d'instruments financiers adaptés à leurs besoins notamment en termes de conformité Shari'ah, mais aussi pour répondre à leurs besoins en matière de financement. Ainsi, l'émission de ces certificats SUKUK qui constitue l'aboutissement d'un processus qui a débuté en 2016, permettra à l'Etat Marocain de financer ses

<sup>١</sup> Le boursier. (2018). SUKUK souverains: les résultats détaillés de la première émission. Le Boursier: Medias24. En ligne: <http://www.leboursier.ma/Actus/2891/2018/10/13/SUKUK-souverains-les-resultats-detailles-de-la-premiere-emission.html>

<sup>٢</sup> Idem.

<sup>٣</sup> Idem.

<sup>٤</sup> Idem.

<sup>٥</sup> Le boursier. (2018). SUKUK souverains: les résultats détaillés de la première émission. Le Boursier: Medias24. En ligne: <http://www.leboursier.ma/Actus/2891/2018/10/13/SUKUK-souverains-les-resultats-detailles-de-la-premiere-emission.html>

<sup>٦</sup> Idem.

<sup>٧</sup> Idem.

<sup>٨</sup> Idem.

besoins en recourant à un nouvel instrument conforme à la Shari'ah, tout en contribuant à la dynamisation de l'économie du Royaume.

### Conclusion

Cet article a examiné les principales caractéristiques des SUKUK ainsi que l'évolution de leur marché, avec un décri de la première opération d'émission de SUKUK souverains ijara au Maroc.

Le marché SUKUK en tant que marché financier le plus populaire et sophistiqué, continue de mûrir constituant désormais une source très importante de fonds et capitaux pour plusieurs gouvernements et entreprises. Sa croissance a suscité un intérêt croissant chez plusieurs acteurs mondiaux, et investisseurs institutionnels, ce qui témoigne de l'énorme potentiel de ce marché. L'ampleur et la profondeur en croissance de ce dernier s'expriment par sa capacité à proposer des financements à long terme. De nouvelles juridictions ont fait leur entrée au marché SUKUK entre 2017 et 2018 y compris le Maroc qui a émis son premier SUKUK souverain en Octobre 2018, ce qui va contribuer à la croissance de l'économie réelle et au développement socio-économique du Royaume, et lui permettra de diversifier davantage ses sources de financement.

### Bibliographie:

- Abbas, W. (2019). Global SUKUK issuance set to be flat at 115b in 2019. Khaleej Times. En ligne: <https://www.msn.com/en-ae/news/other/global-SUKUK-issuance-set-to-be-flat-at-dollar115b-in-2019/ar-BBSi4HW>
- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). (2008). Les normes (standards) shari'ah pour les institutions financières. Article 2, n°17, p: 307;
- Alam, N., Fethi, D. M., & Ariss, T. R. (2016). Green SUKUK: An Innovation in Islamic Capital Markets. In Dorsman, A., Arslan-Ayaydin, O. Karan, M. B. (Eds.), Energy, Sustainability and Finance. (pp. 167-185). Switzerland: Springer. DOI: 10.1007/978-3-319-32268-1\_10
- Alam, N., Gupta, L. & Shanmugam, B. (2017). Islamic finance: A practical perspective. Palgrave macmillan. (pp: 413).
- Al- Muajam al- wasit. (2004). Academy of Arabic language (Majma al-Lughah al-Arabiyyah), Vol 1, (pp. 519). Qatar ;
- Belghiti, M. A. (2016). Titrisation: ce qui a changé avec la nouvelle loi. L'Economiste: Edition n°4718. En ligne: <https://www.leconomiste.com/article/985238-titrisation-ce-qui-change-avec-la-nouvelle-loi>
- Bengarai, T. (2010). Comprendre la finance islamique: Principes, pratiques et éthiques. Paris: Les 4 Sources. (pp:117);
- Ben Hayoun, M. (2018). Emission du SUKUK Ijara du 5 Octobre: L'Etat se porte garant pour 1.1 milliard de DH. Le Matin: Economie. En ligne: <https://lematin.ma/journal/2018/letat-se-porte-garant-11-milliard-dh/301886.html>
- Cekici, Z. I. (2012). Le cadre juridique français des opérations de crédit islamique. Thèse de doctorat en sciences politiques et histoires, Université de Strasbourg;
- Damak, M. & al. (2016). Islamic Finance Outlook édition 2017. Standard & Poor Global Ratings. (pp: 7);
- Damak, M. & Volland, E. F. (2017). Islamic finance in 2018: Slow Growth is the new normal. Islamic finance outlook. Dubai International Financial Centre (DIFC)- S&P Global Islamic Finance Conference. (pp: 8).
- Damak, M. (2018). Islamic finance 2019 Regulatory reforms and fintech are key accelerators. Islamic Finance Outlook. S&P Global Ratings. (pp: 4).
- Damak, M. & Volland, E. F. (2017). Islamic finance in 2018: Slow Growth is the new normal. Islamic finance

- outlook. Dubai International Financial Centre (DIFC)- S&P Global Islamic Finance Conference. (pp: 10).
- Damak, M. & Christian, E. (2018). Why the global SUKUK market is stalling in 2018. Islamic Finance Outlook. S&P Global Ratings. (pp: 13).
- Damak, M. (2018). Why the global SUKUK market is stalling in 2018. LMF International. En ligne: <https://www.lamiafinanza.it/en/finance/islamic-finance/55020-why-the-global-SUKUK-market-is-stalling-in-2018>
- Dassouli, A. (2018). Les SUKUK, au-delà de leur première émission. La Nouvelle Tribune: Economie et Finance. En ligne: <https://Int.ma/SUKUK-dela-de-premiere-emission/>
- Dubai International Financial Centre. (DIFC). 2009. SUKUK guidebook. (pp: 1-96).
- Ernst & Young training services. (2015). A practical guide to Islamic finance. (pp: 1-4);
- Godlewski, C. J. ; Tuk-Ariss, R. & Weill, L. (2013). SUKUK vs. conventional bonds: A stock market perspective. Journal of Comparative Economics, Vol 41, N°3, (pp: 745-761) ;
- Haroon, L. & al. (2016). State of the global islamic economy report 2016/17. Thomson Reuters & DinarStandard, Hammaad Chaudry & Paul Cochrane (Eds.). (pp: 52-53);
- Hassoune, A. (2010). SUKUK: principes de structuration et opportunités pour les Etats de l'UEMOA. Moody's. Dakar.
- Herzi, A. A. (2016). A comparative study of asset based and asset backed SUKUK from the Shariah compliance perspective. Journal of Muamalat and Islamic Finance Research (JMFIR). Vol,13. N°1. (pp: 25-34).
- HSBC Amanah. (2011). Development of SUKUK market: Global perspective. Malaysia. (pp: 1-34).
- IIFM. (2016). SUKUK report: A comprehensive study of the global SUKUK market. International Islamic Financial Market. 5<sup>th</sup> Edition.
- IIFM. (2018). A comprehensive study of the global SUKUK market. 7<sup>th</sup> Edition. (pp: 20).
- ISRA. (2017). SUKUK: principles and practices. Pearson. (pp: 104).
- Idem. (2017). SUKUK: principles and practices. Pearson. (pp: 63).
- Idem. (2017). SUKUK: principles and practices. Pearson. (pp: 75).
- Jobst, A., Kunzel, P., Mills, P. & Sy, A. (2008). Islamic bond issuance – what sovereign debt managers need to know. International Monetary Policy: Monetary and Capital Markets Department. Policy Discussion Paper/08/3. (pp:1-22).
- Marifa. (2014). Islamic banking & finance: principles and practices. (pp:161).
- Maxula Bourse. (2015). SUKUK: définition, modalités d'émission, législation Tunisienne. Département Recherches & Analyses.
- Moody's. (2019). Moody's – Global sovereign SUKUK issuance to recover in 2019. En ligne: [https://www.moodys.com/research/Moodys-Global-sovereign-SUKUK-issuance-to-recover-in-2019--PBC\\_1162325](https://www.moodys.com/research/Moodys-Global-sovereign-SUKUK-issuance-to-recover-in-2019--PBC_1162325)
- Nisar, S. (2007). Islamic bonds (SUKUK): Its introduction and application. En ligne [https://scholar.google.co.in/citations?view\\_op=view\\_citation&hl=en&user=3Sx2E1kAAAAJ&citation\\_for\\_view=3Sx2E1kAAAAJ:9yKSN-GCB0IC](https://scholar.google.co.in/citations?view_op=view_citation&hl=en&user=3Sx2E1kAAAAJ&citation_for_view=3Sx2E1kAAAAJ:9yKSN-GCB0IC)
- Qureshi, M. (s.d). The effect of new AAOIFI standard on SUKUK. En ligne: [https://www.academia.edu/30137909/The\\_Effect\\_of\\_New\\_AAOIFI\\_Standard\\_on\\_SUKUK](https://www.academia.edu/30137909/The_Effect_of_New_AAOIFI_Standard_on_SUKUK)
- Rezaei, Z. (2013). SUKUK: An islamic financial instrument. Management and Administration Sciences Review, Vo 2, N°3 (261-267). En ligne: <http://absronline.org/journals/index.php/masr/article/view/108/134>
- Ribh. (2015). Rapport Ernst & Young 2015-16 sur la compétitivité des banques islamiques. Le journal de la finance islamique ;
- Ribh. (2018). Maroc: succès du premier SUKUK souverain. En ligne: <https://ribh.wordpress.com/2018/10/08/maroc-succes-du-premier-SUKUK-souverain/>
- Ries, A. I. & Islam, A. T. (2014). Islamic SUKUK: pricing mechanism and rating. Journal of Asian Scientific Research, 4(11). (pp: 640-648).
- SHC (Saudi Hollandi Capital). (2013). SUKUK market in Saudi Arabia. (pp: 1-22). En ligne: [https://www.alawwalinvest.com/content/SUKUKmarketinsaudiarabia\(1\).pdf](https://www.alawwalinvest.com/content/SUKUKmarketinsaudiarabia(1).pdf)
- S&P Global Ratings. (2018). Global SUKUK market outlook: Another strong performance in 2018 ?. (pp: 1-7). En ligne: <https://www.spratings.com/documents/20184/86957/Global+SUKUK+Market+Outlook+2018/d1b1aa9b-187f-44c0-8d9c-c1109f5c6890>
- Tahmoures, A. (2013). Compare and contrast SUKUK (islamic bonds) with conventional bonds, are they compatible ? In Journal of Global Business Management (JGBM), V°9, N°1. (pp:44-52);

- 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/>
- Thomson & Reuters. (2012). Update 2-Malaysian toll expressway firm to sell \$9.7 bln SUKUK. En ligne: <https://www.reuters.com/article/malaysia-plus-SUKUK/update-2-malaysian-toll-expressway-firm-to-sell-9-7-bln-SUKUK-idUSL3E8C90Y120120109>
- Thomson & Reuters. (2015). State of the global islamic economy 2014-2015 report. En ligne: [https://www.flandersinvestmentandtrade.com/export/sites/trade/files/news/342150121095027/342150121095027\\_1.pdf](https://www.flandersinvestmentandtrade.com/export/sites/trade/files/news/342150121095027/342150121095027_1.pdf)
- Ulus, S. (2013). Fixed income investment (SUKUK) in islamic finance. Afro Eurasian Studies, Vol. 2, Issues 1&2, (pp: 298-305) ;
- Wedderburn-Day, A. R. (2010). Sovereign SUKUK: adaption and innovation. JSTOR. Vol.73, N°4. (pp: 325-333).
- Yas, M., Aslan, H. & Ozdemir, M. (2018). Modern history of islamic finance and a strategic roadmap for its development in Turkey. In A. Ahmet Faruk & al. (Eds.), Turkish Economy: Between middle income trap and high income status. Palgrave Macmillan. (pp: 220).
- Yean, T. W. (2009). SUKUK: issues and the way forward. International Legal News. 6(2). (pp: 1-22). En ligne: [http://www.iln.com/articles/pub\\_1674.pdf](http://www.iln.com/articles/pub_1674.pdf)
- Zine, I. (2016). Maroc: émission des SUKUKs au premier semestre 2017. L'économiste Maghrébin. En ligne: <http://www.leconomistemaghrebin.com/2016/12/13/SUKUKs-maroc-emission-premier-semester-2017/>
- Zolfaghari, P. (2017). An introduction to islamic securities (SUKUK). Uppsala Faculty of Law. Working paper. Uppsala Universitet. (pp: 1-42).
- Zulhibri, M. (2015). A synthesis of theoretical and empirical research on SUKUK. Borsa Istanbul Review. Research and Business Development Department: Borsa Istanbul. Vol. 15 (4). (pp: 237-248).