

Le potentiel de développement des Sukuk sur les marchés Corporate et institutionnel marocains

The development potential of Sukuk in the Moroccan corporate and institutional markets.

Auteur 1 : GHAZOUÏ Houda.

GHAZOUÏ Houda, Docteur
Université Hassan II / Faculté des sciences juridiques économiques et sociales Mohammedia Maroc

Déclaration de divulgation : L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

Conflit d'intérêts : L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

Pour citer cet article : GHAZOUÏ .H (2024) « Le potentiel de développement des Sukuk sur les marchés Corporate et institutionnel marocains », African Scientific Journal « Volume 03, Numéro 26 » pp: 1015– 1039.

Date de soumission : Septembre 2024

Date de publication : Octobre 2024



DOI : 10.5281/zenodo.14066221
Copyright © 2024 – ASJ



Résumé

Le gouvernement marocain a procédé en 2018 à une émission des Sukuk Souverains Ijara dans le but de promouvoir ce produit et encourager les potentiels émetteurs et investisseurs à les émettre et les Souscrire. Néanmoins les résultats se font toujours attendre et aucune autre émission de ce produit n'a été effectuée depuis. Chose qui cache derrière des blocages. Ce travail se veut de déceler ces blocages à travers une étude quantitative via un sondage adressé aux marchés Corporate en tant qu'émetteur potentiel et au marché institutionnel en tant qu'investisseur potentiel. Pour ce faire, nous partons de l'hypothèse selon laquelle le cadre réglementaire et le couple risque-rendement impactent le développement des Sukuk sur ces deux marchés. Laquelle hypothèse sera vérifiée à travers notre étude quantitative effectuée auprès d'un échantillon composé des banques participatives, des entreprises cotés au premier compartiment et ayant déjà émis des obligations conventionnelles, des sociétés de gestion d'OPCVM et des assurances Takaful.

Mots clés : Sukuk, marché Corporate, marché institutionnel, cadre réglementaire, couple risque-rendement

Abstract

The Moroccan government issued Sovereign Ijara Sukuk in 2018 to promote this product and encourage potential issuers and investors to issue and subscribe to them. However, the results are still awaited, and no further issuances have taken place since then, revealing underlying obstacles. This study aims to identify these obstacles through a quantitative analysis using a survey directed at the corporate market as potential issuers and the institutional market as potential investors. We start with the hypothesis that the regulatory framework and the risk-return relationship impact the development of Sukuk in these two markets. This hypothesis will be tested through our quantitative study conducted with a sample consisting of participatory banks, publicly listed companies in the primary market that have already issued conventional bonds, mutual fund management companies, and Takaful insurance companies.

Keywords: Sukuk, corporate market, institutional market, regulatory framework, risk-return relationship.

Introduction

Les Sukuk constituent aujourd'hui un instrument phare de la finance islamique dite également participative. Leur importance se manifeste de plus en plus notamment avec la multiplication des banques islamiques tant à l'échelle mondiale qu'au niveau national. Ce produit, se présente comme l'unique moyen pour gérer la liquidité de ces banques. En effet, lorsqu'elles ont un excédent de liquidité, elles peuvent les investir en achetant des Sukuk, et les vendre sur le marché secondaire quand elles ont un besoin de liquidité. Ceci s'applique également aux investisseurs qui peuvent déployer leurs capitaux ou liquider leurs Sukuk quand ils le désirent. Les Sukuk permettent également l'injection dans l'économie des fonds inexploitable appartenant à des agents économiques sensibles aux convictions de la Charia. Cet instrument permet de les encourager à investir dans des projets réelles et conformes à la Charia tout en étant rentable. De même, ils sont une parfaite alternative pour financer des projets de grande ampleur que le budget de l'Etat ne pourrait à lui seul financer.

En 2018, le Maroc s'est rendu compte de l'importance de ce produit en émettant des Sukuk Souverain Ijara. Une telle émission avait pour but de constituer une référence pour les investisseurs et les émetteurs sur les marchés Corporate et Institutionnel marocains. Néanmoins le bilan semble mitigé et aucune autre émission des Sukuk n'a été entreprise depuis ce temps. Ce constat ne peut que cacher derrière un vrai blocage qu'il faudrait surmonter pour motiver notamment le marché Corporate, qui peut constituer un potentiel émetteur des Sukuk, et le marché Institutionnel, considéré comme un potentiel investisseur en Sukuk. Ceci dit, nous nous sommes interrogés sur les raisons de ce blocage, notamment que le gouvernement marocain a déployé des efforts louables qui se manifestent à travers la mise en place d'une réglementation tenant compte de ce produit.

Pour fixer l'objet de notre recherche nous nous sommes servis d'un entretien semi directif avec un expert-comptable spécialiste en finance islamique dont ses réponses nous ont permis de fixer la problématique suivante :

Le cadre réglementaire et le couple risque-rendement impactent-ils le développement des Sukuk sur les marchés corporate et institutionnel marocains ?

De cette problématique découlent les questions suivantes :

- Le cadre fiscal des Sukuk impacte-t-il leur développement ? Est-il adapté à la spécificité de ce produit ?
- Le régime juridique des Sukuk favorise-t-il le développement de ce produit ? Nécessite-t-il des amendements ?

- Le couple risque-rendement impacte-t-il la décision d'investir en Sukuk ?
- La structure des Sukuk impacte -t-elle son couple risque-rendement ?

Nous tenterons d'apporter quelques éléments de réponse à ces questions. L'objectif de cette recherche réside dans le fait de vérifier la relation d'impact entre le développement des Sukuk sur les marchés corporate et institutionnel marocains et le cadre réglementaire et le couple risque -rendement. Nous allons vérifier les hypothèses stipulant que: le régime fiscal et légal impactent le développement des Sukuk tant sur le marché Corporate qu'institutionnel et le couple risque rendement impacte la decision de souscrire des Sukuk sur le marché institutionnel.

Pour mener à bien notre recherche nous commencerons tout d'abord par définir les concepts clés et explorer la littérature les ayant traités, puis nous mènerons une étude quantitative via un questionnaire destiné aux potentiels investisseurs et émetteurs des Sukuk. Lequel questionnaire nous permettrait d'analyser leurs perceptions des Sukuk et du cadre réglementaire qui les régit ainsi que leur motivation d'émettre et souscrire ce produit.

1. Définition des Sukuk, du risque et du rendement

1.1 Les Sukuk : Définition et classification

1.1.1 Définition des Sukuk

Les Sukuk s'inscrivent dans le cadre du droit musulman des affaires qui régit les transactions tant commerciales que financières entre les individus. Ils ont été définis comme suit :

Selon l'organisation internationale d'audit et des normes comptables pour les institutions financières islamiques (AAOIFI), qui s'occupe de la comptabilité, de l'audit, de la gouvernance et des normes (Standards) Charia pour des institutions financières islamiques, les Sukuk sont : « des certificats de valeur égale représentant des parts indivises de propriété d'actifs tangibles, d'usufruits ou de services ; ou la propriété d'actif d'un projet particulier ou d'une activité d'investissement spécifique » (AAOIFI, 2008).

L'Islamic Financial Services board (IFSB)¹ définit les Sukuk comme étant : « Des certificats représentant un droit de propriété indivis proportionnel sur les immobilisations corporelles, ou un pool d'actifs principalement corporels, ou une entreprise commerciale. Ces actifs peuvent se trouver dans un projet spécifique ou une activité d'investissement conformément aux règles et principes de la Shari'ah » (IFSB, 2009).

¹ C'est un organisme de normalisation international ayant pour but de promouvoir et renforcer et la stabilité du marché financier islamique en publiant des normes prudentielles internationales.

La Commission Malaisienne des Valeurs Mobilières Islamiques (The Malaysia Securities Commission) définit quant à elle les Sukuk comme : « Des titres émis en vertu des principes de la Shari'ah et des concepts approuvés par le conseil de la conformité à la Shari'ah (The Shari'ah Advisory Council" SAC") de la Securities Commission, et par la suite, sont définis comme : « Un document ou un certificat qui représente la valeur d'un actif » (Securities Commission, 2004).

Enfin, le législateur marocain a appréhendé les Sukuk comme étant des parts de valeur égale représentant des droits indivis dans la propriété d'actifs éligibles acquis ou devant être acquis ou des investissements réalisés ou devant être réalisés par l'émetteur de ces titres. Les Sukuk donnent un droit de propriété sur les actifs de l'émetteur à son porteur qui reçoit un revenu représentant une partie du profit lié au rendement de l'actif sous-jacent. L'intérêt est substitué dans ce cas par un profit déterminé à l'avance. Ainsi, pouvons-nous déduire que les Sukuk représentent des certificats à parts égales donnant droit à la copropriété d'actifs tangibles, et qui sont rattachés à l'économie réelle.

1.1.2 Classification des Sukuk

➤ Classification selon la structure

Selon l'AAOIFI², il existe à peu près une quinzaine de structures de Sukuk dont le caractère Sharia compliance a été admis par le Sharia-Board de l'AAOIFI. Cependant, dans la pratique les structures les plus utilisés sont résumés dans le tableau suivant :

Tableau 1 : les Structures des Sukuk selon l'AAOIFI.

Type de Sukuk	Définition et conséquences sur les porteurs des Sukuk
Sukuk de Mousharaka	Titres de participation qui représentent une participation au capital d'un projet géré par l'un des associés ou un tiers. L'apport en capital est réalisé selon des pourcentages déterminés à l'avance. Les profits sont distribués selon des pourcentages définis dans un contrat. Ces profits peuvent différer de la part du capital investi mais les pertes sont réparties selon l'apport en capital.
	Ce sont des titres de participation aussi tout comme les Sukuk de Mousharaka.

² Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution, organisme de standardisation de l'industrie financière islamique basé au Bahreïn

<p>Sukuk de Moudharaba</p>	<p>Le gérant du projet (le moudarib) est désigné sans aucun apport de capital. Les détenteurs des Sukuk sont propriétaires des actifs de la Moudaraba. Les profits sont répartis selon des pourcentages déterminés contractuellement. Cependant, à la différence de la Mousharaka, les pertes ne sont supportées que par les investisseurs. Ce principe repose sur l'idée que la contribution du gérant dans le projet se fait par ses efforts et son expertise.</p>
<p>Sukuk de Wakala</p>	<p>Titres à valeurs égales qui représentent des projets gérés sous mandat en désignant le gérant (le wakil) des porteurs de Sukuk. Ceux-ci ont droit aux profits générés par l'investissement et le wakil est rémunéré selon le résultat réalisé. A la différence du Sukuk Moudaraba, les souscripteurs dans un sukuk Wakala ne partagent pas les profits selon un pourcentage déterminé mais perçoivent les profits définis dans le contrat. L'excès du revenu sera conservé par le Wakil comme rémunération de sa surperformance.</p>
<p>Sukuk de Ijara</p>	<p>Titres à valeurs égales émis par le propriétaire (ou un intermédiaire financier le représentant) d'actifs loués ou destinés à la location et ce dans le but de vendre les actifs et de recouvrer le prix de vente à travers les souscriptions. Cette opération représente un leasing islamique.</p>
<p>Sukuk de Mourabaha</p>	<p>Titres à valeurs égales émis dans le but de financer l'achat d'une marchandise afin de la revendre et réaliser une plus-value. Les détenteurs des Sukuk sont propriétaires de la marchandise en question et ils ont le droit de récupérer son prix de vente.</p>

Sukuk de Salam	Titres à valeurs égales émis dans le but de collecter les fonds propres pour financer la production d'une marchandise. Les détenteurs des Sukuk sont propriétaires de cette marchandise et ils ont le droit de récupérer son prix de vente.
Sukuk de l'Istisna	Titres à valeurs égales émis dans l'objectif de collecter des fonds pour financer la fabrication d'un bien (mobilier ou immobilier). Les souscripteurs sont propriétaires du bien fabriqué et ils ont le droit de récupérer son prix de vente.

Source : Ghazoui. H. « Les Sukuk souverains : Un instrument innovant pour financer les projets de l'Etat », 2022.

➤ **Classification des Sukuk selon le type d'émetteur**

Les Sukuk peuvent être émis par les entreprises, l'Etat ou les institutions financières. D'une façon générale les émetteurs des Sukuk se divisent en trois grandes catégories d'émetteurs que nous allons les présenter ci-dessous :

❖ **Les Sukuk Souverains**

Ce sont des titres émis par l'Etat dans l'objectif de lever les fonds nécessaires pour le financement de ses infrastructures et ses projets de développement.

❖ **Les Sukuk Corporates**

Ce sont des titres émis par les sociétés financières (les institutions participatives) ou non financières (les entreprises) afin de financer leur cycle d'investissement

❖ **Les Sukuk Quasi-souverains**

Ce sont des titres émis dans le cadre de partenariat public-privé.

➤ **Sukuk Asset Backed et Sukuk Asset Based**

la classification des Sukuk la plus répandue entre les chercheurs est celle retenue par les principales agences de notation financières qui distinguent deux types de Sukuk:

- **Asset-based Sukuk**: il s'agit du modèle le plus dominant sur le marché des Sukuk où seul l'usufruit de l'actif ou les flux de trésorerie qu'il génère qui sont transférés. Dans ce cas, les porteurs des Sukuk n'ont pas accès à cet actif en cas de défaut du Sukuk.

- **Asset-backed Sukuk**: dans ce cas, il y a une obligation de transfert de propriété « True sale » de l'actif sous-jacent, et les porteurs des Sukuk ont accès à cet actif en cas de défaut du Sukuk.

1.2 Le risque: définition et indicateurs.

1.2.1 Définition du risque d'un actif financier.

Le risque est communément perçu comme un danger ou une probabilité qu'un mal, un dommage ou un préjudice survient à un individu ou un groupe d'individus. En finance, le risque est souvent attaché à la volatilité des actifs. Ce risque financier apparaît lorsqu'un investisseur est confronté à une probabilité de perte par rapport à la valeur de ses actifs ou par rapport aux cash-flows futurs qu'il doit percevoir en lien avec ses placements. A titre d'exemple, la baisse probable du cours d'une action fait courir au détenteur un risque de moins-value par rapport au prix d'achat s'il souhaite la revendre et la conservation d'une obligation jusqu'à sa maturité fait courir à son porteur le risque de défaut ou de non remboursement de la dette par l'émetteur.

1.2.2 Les indicateurs de mesure et de suivi du risque

Divers indicateurs de mesure et de suivi sont utilisés pour identifier les risques financiers et leurs impacts, tels que la volatilité d'une action ou la notation d'une obligation. On cite, entre autres :

- La volatilité qui est une mesure des amplitudes des variations du cours d'un actif financier. De ce fait, l'investissement dans un actif serait considéré comme risqué lorsque sa volatilité est élevée. En principe, un actif plus risqué se couple à un rendement plus important; en effet, un investisseur informé et rationnel acceptera d'acquérir un actif dont la volatilité est plus importante si seulement si l'espérance du gain est plus élevée. On utilise généralement l'écart type des rendements financiers pour calculer la volatilité d'un actif.
- La corrélation permet de mesurer les interdépendances entre les comportements d'un couple d'actifs. Elle s'appréhende à travers la covariance entre les rendements de deux actifs.
- La Value at Risk ou VAR est définie comme le quantile de la distribution des gains et pertes pour un niveau de confiance fixé.
- La Tail Value at Risk ou la TVAR se définit comme l'espérance de ces pertes potentielles au-delà d'un niveau de confiance donné.

1.3 Définition du rendement d'un actif financier et son évaluation

Le rendement représente le retour financier réalisé suite à un investissement, autrement dit, le gain qu'obtiendra un agent, s'il décide d'investir un montant d'argent. Il correspond donc au pourcentage de performance d'un investissement. Il existe en effet, différents types de rendements tels que le rendement financier (gain obtenu grâce à des placements sur un livret

épargne par exemple), le rendement des actions (gain réalisé suite à l'achat d'actions) ou encore le rendement des obligations (gain obtenu suite à l'acquisition d'obligations). Il est ainsi souvent associé à deux types d'actifs : les actions et les obligations. Les rendements des actions s'expriment par un pourcentage du cours de l'action. Si le cours de l'action augmente, le rendement augmente. Le rendement des obligations s'exprime quant à lui, par pourcentage du prix de l'obligation lors de son émission. Dans la théorie, le rendement d'un actif financier suit une loi normale. Cet indicateur mesure pendant un intervalle de temps donné, la variation de la valeur d'un actif financier ou d'un portefeuille d'actifs. Pour une période donnée, on définit usuellement deux types de rendement d'un actif financier de type action par exemple, sans tenir compte des dividendes ou des cash-flows futurs :

- Le rendement arithmétique comme la variation relative de son prix $P(t)$ entre les instants t et $t - 1$ par :

Formule du rendement arithmétique

$$R(arith)(t) = \frac{P(t) - P(t-1)}{P(t-1)} = \frac{\Delta P(t)}{P(t-1)}$$

- Le rendement logarithmique, également appelé rendement géométrique, entre les instants t et $t - 1$ par :

Formule 3 : Calcul du rendement logarithmique.

$$R(\ln)(t) = \ln \frac{P(t)}{P(t-1)}$$

Le rendement des obligations est issu quant à lui du coupon versé par l'entreprise ou l'Etat. La rémunération du capital est la contrepartie du prêt de ce capital à une entité. Ainsi, d'une manière simplifiée le rendement d'une obligation est-il obtenu par la formule suivante :

$$\text{Rendement} = \text{Coupon} / \text{Cours de l'obligation}$$

2. Le couple Risque-rendement des Sukuk selon la littérature

L'évaluation des Sukuk constitue une lacune de la finance islamique. En effet, les caractéristiques de cet instrument financier rendent difficile le développement des modèles d'évaluation à l'instar des obligations. De même, l'appréhension du couple risque-rendement n'est également pas une chose facile sur le marché des Sukuk en raison toujours de leurs particularités et leurs complexités émanant notamment de leur adossement à des actifs réels et tangibles. Malgré cette difficulté, nombreux sont les chercheurs qui ont analysé le couple risque-rendement de cet instrument innovant en essayant de les comparer aux instruments financiers conventionnels

2.1 Cartographie des risques inhérents au Sukuk.

Les restructurations des Sukuk ont révélé tant des incohérences entre les principes théoriques de ce produit et ses structures réelle que des lacunes dans l'appréhension des risques par les investisseurs (Lukonga, 2015)³. En tant que produits financiers à long terme négociés sur le marché secondaire⁴, les Sukuk présentent une panoplie de risques potentiels. La plupart de ces risques sont semblables à ceux des instruments financiers conventionnels⁵ (Bacha et Mirakhor, 2013). Les risques les plus fréquemment rencontrés par les souscripteurs des Sukuk sont :

- **Le risque de marché** : Ce risque pourrait être considéré comme étant un risque de taux de rendement. Les Sukuk offrant une rémunération fixe (Ijara, Istitna ou Salam) sont tous exposés à ce type de risque en cas de changement des taux de marché. Aussi, les Sukuk, ayant comme benchmark le Libor, sont-ils indirectement exposés aux fluctuations des taux de marché. Par ailleurs, ceux dont la maturité est plus longue sont exposés à un risque de marché plus élevé, ce qui entraîne un risque de crédit.
- **Le risque de crédit** : Plusieurs facteurs entraînent un risque de crédit sur les Sukuk. En effet, par exemple, les émissions des Sukuk se font généralement dans des places financières émergentes où les méthodes de gestion de risques ne sont pas assez développées. De même, puisque l'intérêt est interdit par la charia, le rééchelonnement de la dette à des taux plus élevés est impossible, ce qui entraîne un risque de défaut plus important que dans les produits de financements conventionnels. De plus, il existe des risques spécifiques à certains Sukuk : un risque engendré par l'actif sous-jacent auquel ceux-ci sont adossés peut provoquer une réduction de montant du remboursement à maturité. Tels que :
 - Sukuk Mourabaha : Le risque de crédit dans un contrat de Mourabaha peut se manifester à travers
 - Défaut ou retard de paiement de l'acheteur du bien financé par la banque islamique.
 - Les indemnités de retard ne peuvent être appliquées.
 - Annulation du contrat par le client donneur d'ordre : l'une des conditions de validité de Mourabaha est basée sur le fait que la banque doit acheter le bien et transférer ensuite

³ Lukonga, I. 3Islamic Finance, Consumer Protection, and Financial Stability3. IMF Working paper. (2015). Pp 1-39.

⁴ Il convient de signaler que les Sukuk à court terme sont généralement structurés à base de contrats Salam. D'après AAOIFI (2017 : p.481), Sukuk Salam ne sont pas négociables

⁵ Bacha, O. I., & Mirakhor, A. "Islamic Capital Markets: A Comparative Approach". Singapore (2013). John Wiley & Sons. P : 187.

le droit de propriété au client. L'ordre émanant du client ne constitue pas un contrat de vente mais une simple promesse d'achat. Le client peut renoncer à la promesse d'achat. C'est le risque de contrepartie le plus important émanant du contrat Mourabaha.

- Non livraison du bien par le fournisseur et par conséquent aucune obligation de paiement du client donneur d'ordre.
- Sukuk Salam : Dans le cas du contrat Salam, le risque de crédit est survenu dans les cas suivants :
 - Retard ou défaut de livraison du bien à la date convenue selon la qualité et la quantité spécifiées dans le contrat.
 - Quand le Salam est adossé à un Salam parallèle, le défaut ou le retard de livraison par le vendeur est susceptible d'engager la responsabilité de la banque envers le deuxième acheteur. Donc la banque doit rembourser le prix et dédommager le deuxième acheteur ou acheter un bien similaire pour honorer le deuxième contrat.
 - La livraison du bien sans respecter les modalités spécifiées dans le contrat (qualité, quantité) ;
 - Défaut de paiement du client.
- Sukuk Istisna : Dans ce cas le risque de crédit est dû :
 - Au non achèvement de la construction ou fabrication de l'actif dans le contrat d'Istisna parallèle notamment lorsque la banque paie en avance et l'entreprise (le Sani) n'achève pas la construction dans les délais convenus. Le retard de livraison peut générer un surcoût.
 - A la réalisation de l'ouvrage sans respecter les prescriptions techniques et les modalités spécifiées dans le contrat.
 - A un défaut ou retard de paiement du client acheteur qui ne peut honorer ses engagements bien que la construction du bien progresse.
- Sukuk Ijara : Dans le cas d'Ijara le risque de crédit se manifeste quand il y'a :
Un défaut ou retard de paiement des loyers par le locataire. Ainsi, la banque islamique en tant que propriétaire du bien, peut saisir le bien loué si le locataire n'honore pas ses engagements.
- Sukuk Moudaraba et Moucharaka : Le risque de crédit survient dans le cas de la perte du capital investi.

- **Le risque de liquidité** : Ce risque apparaît lorsqu'il n'y a pas d'acheteur sur le marché secondaire pour les Sukuk. Chose qui contraint les détenteurs de les détenir jusqu'à la maturité.
- **Risque de prix** : Se manifeste lorsque des variations des taux d'intérêt provoquent des variations de la valeur d'un actif. Ainsi, étant donné que les Sukuk sont généralement émis et négociés dans des pays à système dual, toute modification du régime de taux d'intérêt affecterait les prix des Sukuk
- **Risque de change** : Il apparaît lorsque l'investissement dans des Sukuk se fait en devises étrangères. Les variations des cours des devises par rapport à la monnaie locale provoqueraient des variations du rendement espéré.
- **Risque macroéconomique** : La conjoncture macroéconomique, notamment concernant la nature systémique, peuvent impacter significativement la valeur des actifs financiers négociés dans une économie ou en provenance de cette dernière. Le risque macroéconomique apparaît généralement dans le cas des émissions des Sukuk souverains.
- **Le risque Charia ou de non-conformité** : On parle de risque Charia ou de non-conformité lorsque l'émetteur ne respecte pas les principes de la Charia dans la conclusion de ses contrats. Pour éviter ce risque, l'émetteur ne doit pas tomber dans l'excès d'innovation qui pourrait conduire à de nouvelles fatwas sur les Sukuk non conformes à la Charia et nuire par conséquent, à la réputation de l'arrangeur / émetteur.
- **Risque juridique** : Les Sukuk doivent être conformes à deux juridictions. En effet, ils doivent tout d'abord être conforme à la Charia et ensuite à la loi du pays où l'émission est faite. Ce risque représente la possibilité que certaines conditions imposées par la Charia ne soient pas reconnues par la loi du pays d'émission.

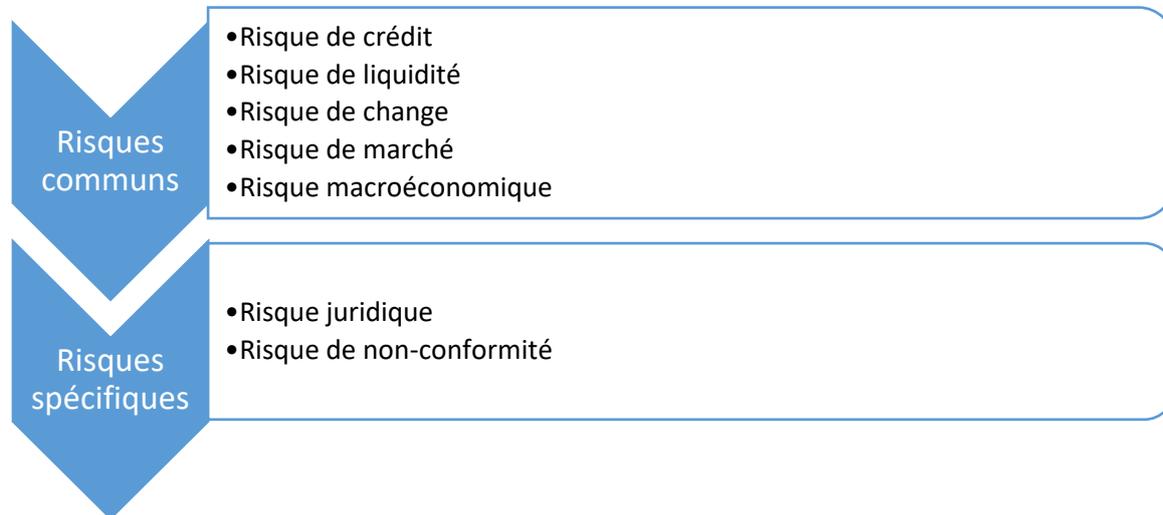
2.2 Risques des Sukuk et risques des obligations conventionnelles : Quelles différences ?

Les Sukuk permettent d'avoir des paiements réguliers tout comme les obligations, et un rendement qui peut être similaires à ces obligations. La différence réside dans la source des revenus. En effet, les Sukuk rémunèrent en fonction des revenus générés par les actifs alors que les obligations donnent une rémunération sous forme d'intérêt (Miller, Challoner, & Atta, 2007)⁶.

⁶ Miller, N. D., Challoner, J., & Atta, A. UK welcomes the sukuk. *International Financial Law Review*, 26 (5). (2007). Pp: 24-25.

Quant aux risques, certains risques sont communs aux Sukuk et aux obligations, tandis que d'autres sont plus spécifiques aux Sukuk, comme c'est illustré ci-dessous :

Figure 1 : Risque communs entre Sukuk et obligations conventionnelles et risques spécifiques aux sukuk



Source : Auteur

Cependant, la nature des risques auxquels les Sukuk sont exposés a créé une polémique. Ainsi, Tariq et Dar⁷ (2007) ont avancé que les Sukuk sont exposés à tous les risques des obligations conventionnelles en plus des risques qui leur sont spécifiques, tels que le risque de conformité à la charia. De même ils ont confirmé que le risque de Sukuk était plus important que celui des obligations conventionnelles. Ceci est dû aux facteurs de risque spécifiques aux Sukuk, en l'occurrence le risque de la Charia, le risque juridique en plus des facteurs de risque liés aux actifs sous-jacents auxquels ces titres sont adossés. Par ailleurs, Cakir et Raei⁸ (2007) ont déduit de leurs études empiriques que les portefeuilles qui se composaient tant des Sukuk que des obligations conventionnelles du même émetteur se caractérisaient par une Value-at-Risk qui était sensiblement plus faible qu'un portefeuille ne contenant que les obligations dudit émetteur. Ils ont également observé que les corrélations entre les Sukuk et les obligations conventionnelles sont plus faibles que les corrélations entre obligations. Ceci nous montre que ces instruments seraient distincts et donc que leurs rendements le sont probablement aussi.

⁷ Tariq, A. A., & Dar, H. "Risks of sukuk structures: Implications for resource mobilization". *Thunderbird International Business Review* (2007). 49 (2). Pp. 203-223.

⁸ Cakir, S., & Raei, F. "Sukuk vs. eurobonds: Is there a difference in value-at-risk?" *IMF Working Papers* (2007). Pp. 1-20.

2.3 Rendement et structure des Sukuk : quelle relation ?

Saad, N.M., Haniff, M.N. & Ali, N. (2018) ⁹ont analysé les performances de la structure de Sukuk sur le marché malaisien de 2005 à 2010 en utilisant un modèle de régression multivarié pour analyser la relation entre le rendement de Sukuk et les structures de Sukuk. Ils ont conclu à l'existence d'une relation statistiquement significative entre les variables. La plupart des Sukuk de l'étude sont basés sur la dette (68%) et la majorité est dans les secteurs des infrastructures et des services publics (53%). D'autres chercheurs ont comparé le rendement de la structure Sukuk Musharaka Mutanaqisa avec celui d'Ijara. Les résultats de leurs études ont révélé que les Sukuk Ijara sont plus rentable que celle de Sukuk Musharaka Mutanakisa quel que soit leurs maturités (12,5, 15, 17,5 et 19 ans) (Abdul. J & Abdul. R ,2012)¹⁰. Dans l'ensemble, les études montrent l'existence d'une relation entre la structure de Sukuk et le profil de rendement et de risque, quoi que la majorité de ces recherches sont d'ordre théorique et n'arrivent pas à expliquer d'une manière directe le lien entre la structure de Sukuk et la performance sur le plan de l'analyse du profil de rentabilité et de risque.

3. Méthodologie adoptée

3.1 Démarche et approche méthodologique

Nous avons opté pour une approche méthodologique quantitative via un questionnaire adressé aux émetteurs potentiels des Sukuk sur le Marché Corporate et les investisseurs potentiels des Sukuk sur le marché institutionnel. Ainsi deux questionnaires ont été préparés, l'un a pour but de vérifier l'hypothèse de l'impact du cadre réglementaire sur l'émission des Sukuk par les opérateurs du marché Corporate et l'autre est destiné à vérifier la relation d'impact entre le couple risque-rendement et le choix de souscrire des Sukuk par les investisseurs institutionnels. Ainsi la vérification des hypothèses ne peut se faire sans opter pour une approche déductive.

3.2 Echantillon et technique de collecte et de traitement des données

Comme nous l'avons déjà mentionné, nous nous sommes servis de deux questionnaires pour collecter les données à traiter. Chacun d'eux se compose de cinq axes englobant 20 questions qui nécessitent à peu près 30 minutes pour y répondre.

⁹ Saad, N.M., Haniff, M.N. & Ali, N. 2018. Long term conventional bonds versus long term sukuk issuances and their determinants in Malaysia. *International Journal of Business and Management* 2(2): 17–2

¹⁰ Abdul Jalil, M., and Abdul Rahman, Z. Sukuk investment: Comparison of the profits obtained by using Ijarah and Musharakah Mutanaqisah principles with long-term tenure. *Qualitative Research in Financial Markets* (2012). Vol. 4 Issue: 2/3. Pp.206-227.

3.2.1 Contenu du questionnaire destiné aux émetteurs potentiels et l'échantillon sélectionné

- **Le premier axe** est réservé à la présentation de l'entité sondée (Sa dénomination, son objet social et son siège social) ;
- **Le deuxième axe** porte sur l'expérience des sondés en termes d'une émission des obligations conventionnelles. Il se compose de cinq questions :
 - A travers la première question nous avons demandé aux sondés s'ils avaient déjà émis des obligations conventionnelles ;
 - La deuxième question les interroge sur l'atteinte de l'objectif de levé de fonds à travers cette émission ;
 - La troisième question porte sur la réussite du processus d'émission des obligations ;
 - La quatrième question est destinée aux sondés ayant déclaré que le processus d'émission des obligations a échoué. Nous les avons interrogés sur les causes de cette échec (Lenteur du processus, coût élevé de l'opération ou autres raison) ;
 - La dernière question leur a été réservé pour développer les autres raisons de l'échec de l'opération.
- **Le troisième axe** interroge les émetteurs sondés sur leur prédisposition à émettre des Sukuk. Cet axe se constitue de sept questions à travers lesquelles nous avons demandé aux sondés :
 - S'ils connaissent les Sukuk ;
 - S'ils considèrent les Sukuk comme un instrument complémentaire aux produits de financement conventionnels ou comme un substitut aux obligations ;
 - Quelles structures des Sukuk ils connaissent ;
 - S'ils envisagent d'émettre les Sukuk ;
 - Quelles structures ils préféreraient émettre ;
 - A quelles conditions ils pourraient émettre les Sukuk ;
 - De développer les autres conditions s'ils en ont.
- **Le quatrième axe**, quant à lui, porte sur le choix des émetteurs sondés entre émission des Sukuk ou des obligations conventionnelles en leur demandant à travers trois questions :
 - S'ils choisiraient d'émettre les Sukuk à la place des obligations conventionnelles et à quelles conditions ;

- Les raisons pour lesquelles ils choisiraient les Sukuk ;
- De développer les autres raisons s'ils en ont.
- **Enfin, le dernier axe** est consacré à la perception qu'ils ont du cadre réglementaire des Sukuk. Les questions posées dans cet axe concernent ;
 - L'impact de la fiscalité sur le développement des Sukuk ;
 - L'adaptabilité des cadres fiscal et juridique à la spécificité de cet instrument ;

Ce questionnaire a été adressé à un échantillon constitué des banques participatives et conventionnelles ainsi que certaines entreprises cotées au premier compartiment et ayant déjà émis des obligations conventionnelles.

3.2.2 Contenu du questionnaire adressé au marché institutionnel et l'échantillon choisi

Le questionnaire dédié aux sociétés de gestion d'OPCVM et les compagnies d'assurance Takaful marocaines en tant qu'investisseurs potentiels sur le marché des Sukuk, se compose également de cinq axes, présentés ci-dessous :

- Le premier axe est dédié à la présentation de la société sondée
- Le deuxième axe porte sur les facteurs motivant les décisions d'investissement, nous avons interrogé les sondés s'ils s'intéressent plus dans leurs décisions d'investissement au couple risque/rendement de l'actif, à sa liquidité, au besoin de financement exprimé par le client ou à autres facteurs que nous leur avons demandé de citer.
- Le troisième axe concerne la connaissance des Sukuk par les sondés et qui se compose des quatre questions suivantes :
 - A travers la première question nous avons demandé aux sondés s'ils connaissent les Sukuk ;
 - La deuxième porte sur leur avis sur l'attractivité des Sukuk ;
 - La troisième concerne leur connaissance en matière des structures des Sukuk qui existent ;
 - A travers la quatrième question nous avons demandé aux sondés si la structure des Sukuk a un impact sur son couple risque/ rendement.
- Le quatrième axe concerne la participation des sondés à l'émission inaugural des Sukuk souverains entreprise par l'Etat. Cet axe se compose de quatre questions :
 - A travers la première question nous avons demandé aux sondés s'ils sont informés de la première émission des Sukuk souverains par l'Etat ;
 - A travers la deuxième question nous leur avons demandé s'ils étaient parmi les souscripteurs des Sukuk souverains ;

- A travers la troisième question de cet axe, nous avons demandé aux sondés qui ont participé à la première émission des Sukuk souverain, si cette souscription répond à leur besoin d'investissement ou non.
- Et enfin, nous leur avons demandé s'ils sont prêts à souscrire des Sukuk si une autre émission est faite.
- o Le cinquième axe porte sur l'impact du cadre réglementaire sur la décision d'investissement en Sukuk. Cet axe, quant à lui, se compose des trois questions suivantes :
 - La première question porte sur l'impact de la fiscalité sur la décision d'investissement en Sukuk ;
 - La deuxième question concerne l'impact du cadre juridique sur la décision de souscrire des Sukuk ;

3.2.3 Technique de traitement des données

Nous avons utilisé des techniques de statistique descriptive et explicative pour traiter les données collectées

4. Résultats et discussion

Nous présentons les résultats de l'étude dans ce qui suit.

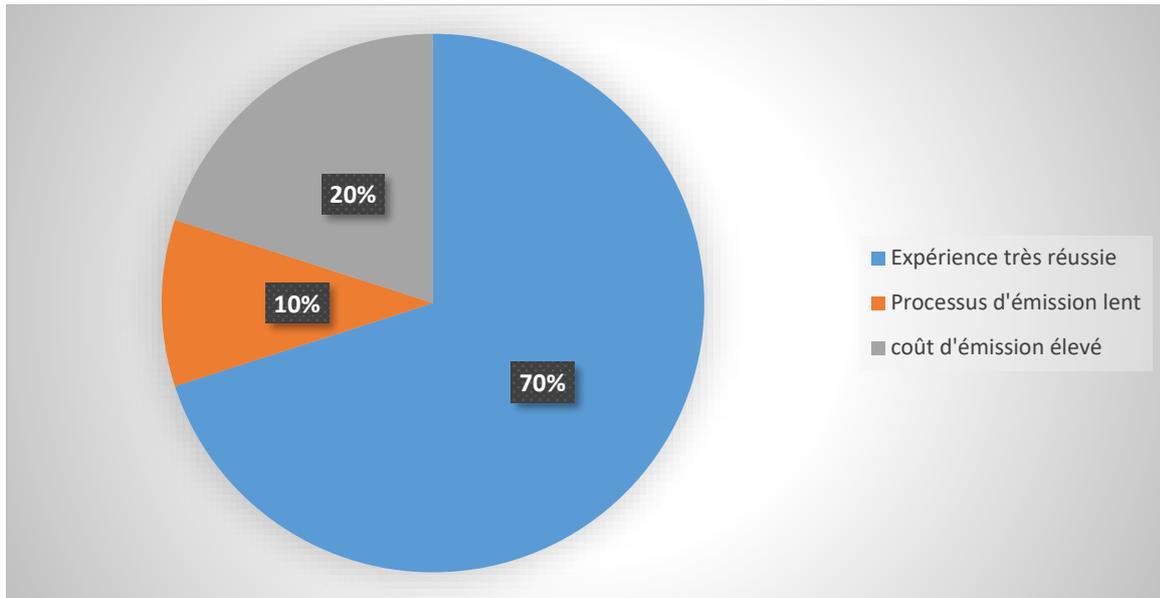
4.1 Analyse de la perception des émetteurs potentiels des Sukuk (marché Corporate)

4.1.1 Expérience par rapport à une émission des obligations conventionnelles

Cet axe a été prévu pour nous donner une idée par rapport à la disposition de l'échantillon d'émettre des Sukuk. En effet, à notre sens, avoir déjà émis des obligations pourrait encourager les émetteurs d'essayer les Sukuk aussi. Ainsi, hormis les banques participatives, tout le reste de l'échantillon a-t-il déclaré avoir déjà émis des obligations ce qui constitue 68% de notre échantillon et l'ensemble de ceux-ci déclare avoir réalisé avec succès son processus d'émission d'obligations.

La quasi-totalité déclare avoir atteint son objectif de levée de fonds et 70% jugent l'expérience très réussie tandis que 10% des sondés ont exprimé des réserves par rapport à la lenteur du processus et 20% par rapport au coût élevé d'une émission. Ceci est représenté dans le graphique suivant :

Graphique 1: Expérience par rapport à une émission des obligations

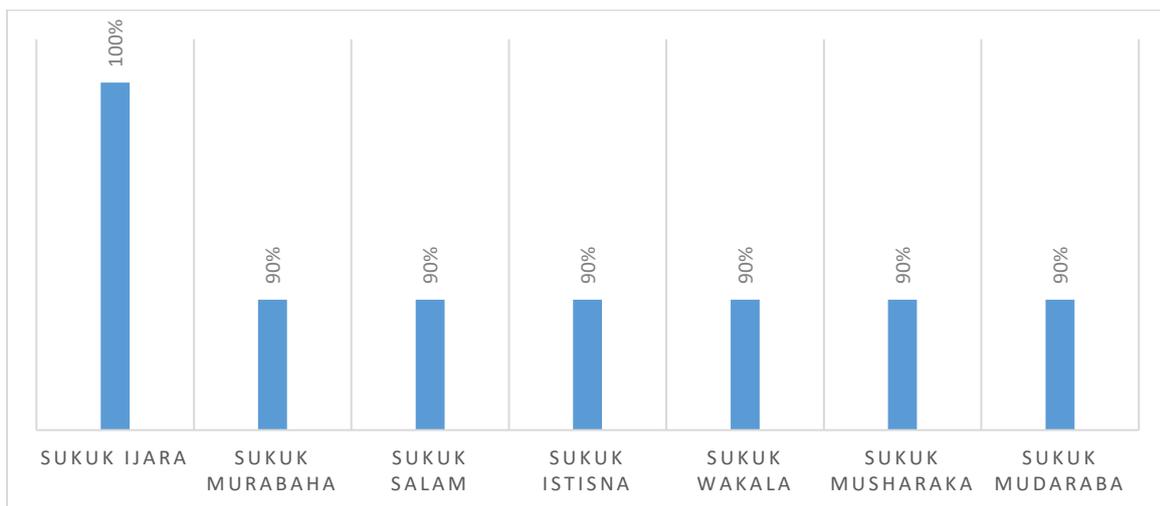


Source : Auteur

4.1.2 Prédiposition à une éventuelle émission des Sukuk

Le deuxième axe du questionnaire a porté sur la connaissance et la prédiposition des sondés à émettre des Sukuk. Tous les sondés ont déclaré connaître les Sukuk, 90% connaissent toutes les stuctures des Sukuk (Murabaha, Ijara, Istisna, Salam, Wakala, Musaharaka, Mudaraba) tandis que 10% n'en connaissent que les Sukuk Ijara.

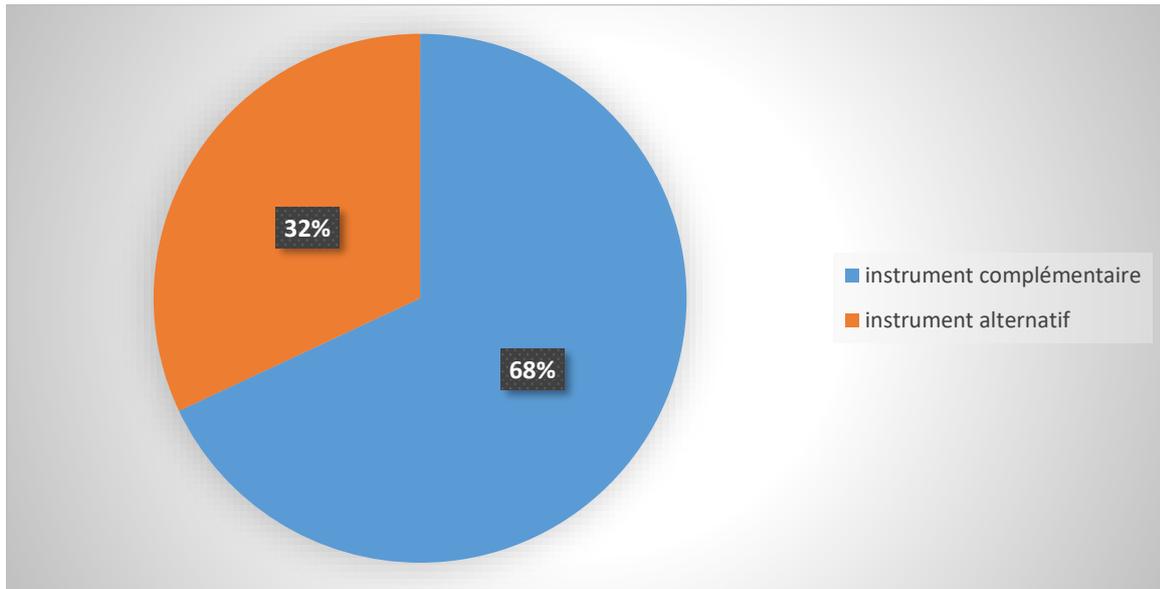
Graphique 2: Connaissance des structures des Sukuk



Source : Auteur

Par ailleurs, 68% de l'échantillon considèrent que les Sukuk représente un instrument complémentaire aux produits de financement conventionnels alors que 32% jugent qu'il s'agit d'un substitut aux obligations conventionnelles.

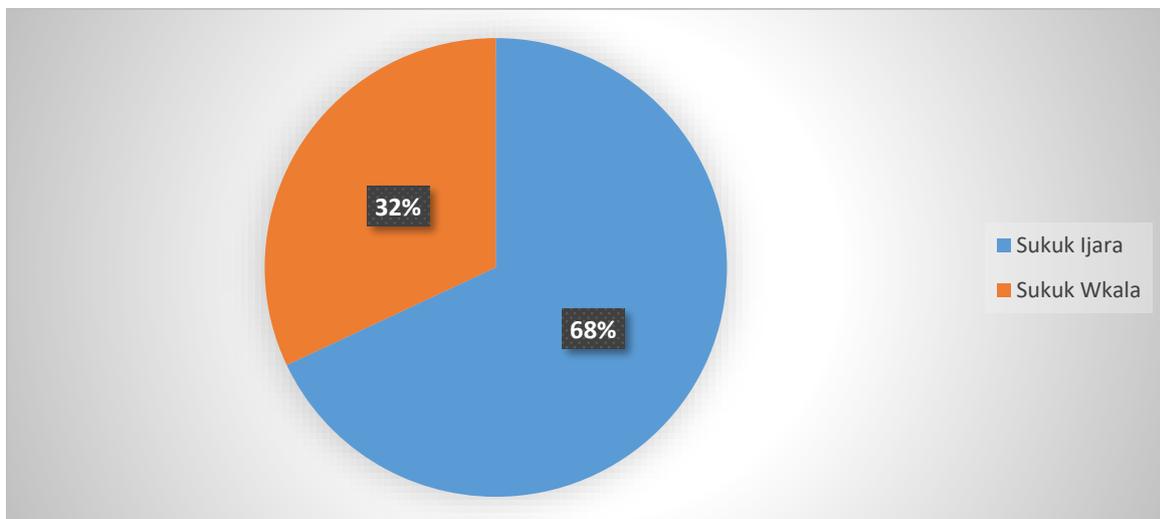
Graphique 3: Avis des sondés sur les Sukuk



Source : Auteur

La totalité ont montré leur prédisposition à émettre des Sukuk, 68% sont prêts à émettre des Sukuk Ijara tandis que 32% ne peuvent émettre que les Sukuk Wakala.

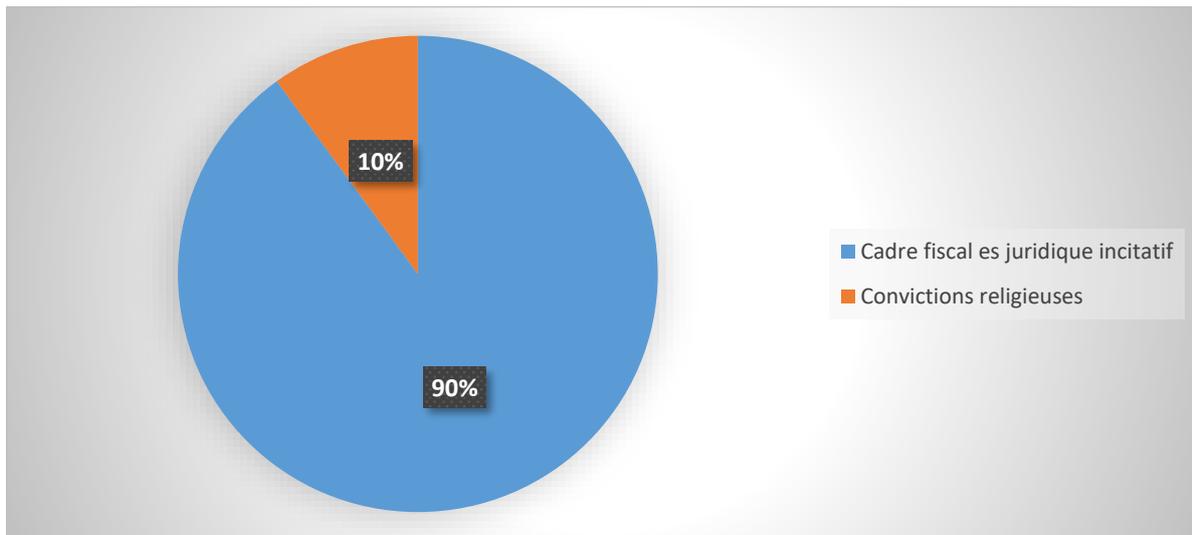
Graphique 4: Structures des Sukuk choisis par les sondés



Source : Auteur

Concernant les conditions auxquelles les sondés sont prêts à émettre des Sukuk, 90% de l'échantillon jugent que le cadre fiscal et juridique est important pour émettre cet instrument alors que 10% ont estimé qu'ils peuvent émettre les Sukuk pour des raisons liées à leurs convictions religieuses.

Graphique 5: Conditions exigées par les sondés pour émettre les Sukuk

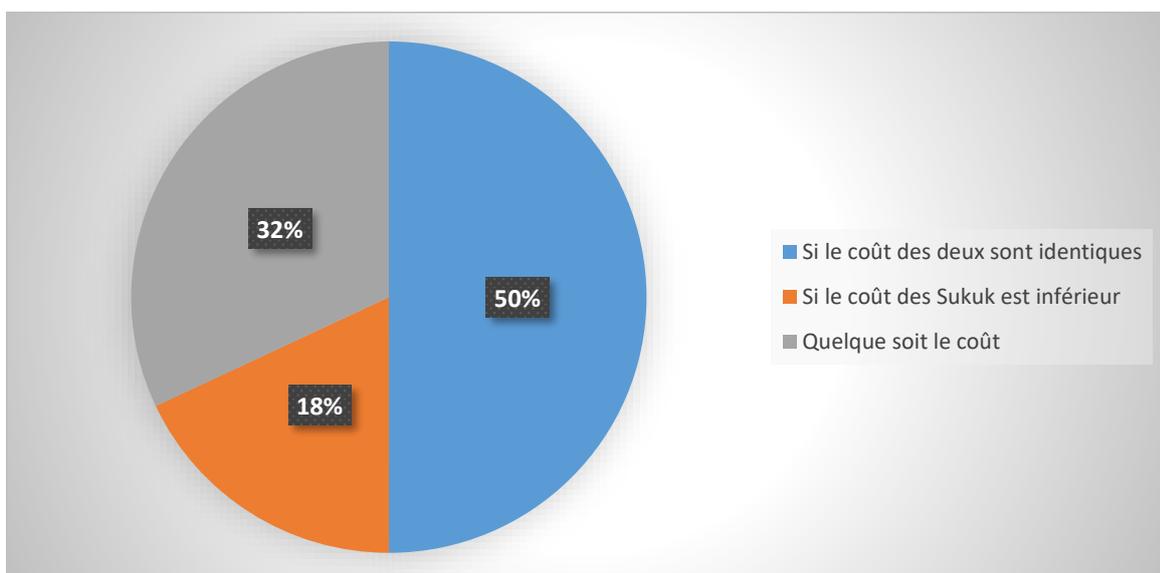


Source : Auteur

4.1.3 Choix entre émission des Sukuk ou des obligations conventionnelles

Cet axe a permis de mettre en exergue les préférences des sondés en termes d'émission. En effet, 50% de l'échantillon choisirait d'émettre les Sukuk à la place des obligations conventionnelles si les coûts relatifs à chaque instrument étaient identiques, 32% de l'échantillon opterait pour les Sukuk sans aucune considération du coût alors que 18% ne choisiraient les Sukuk que si leur coût est inférieur à celui des obligations conventionnelles.

Graphique 6: Choix des Sukuk à la place des Obligations en se basant sur leurs coûts

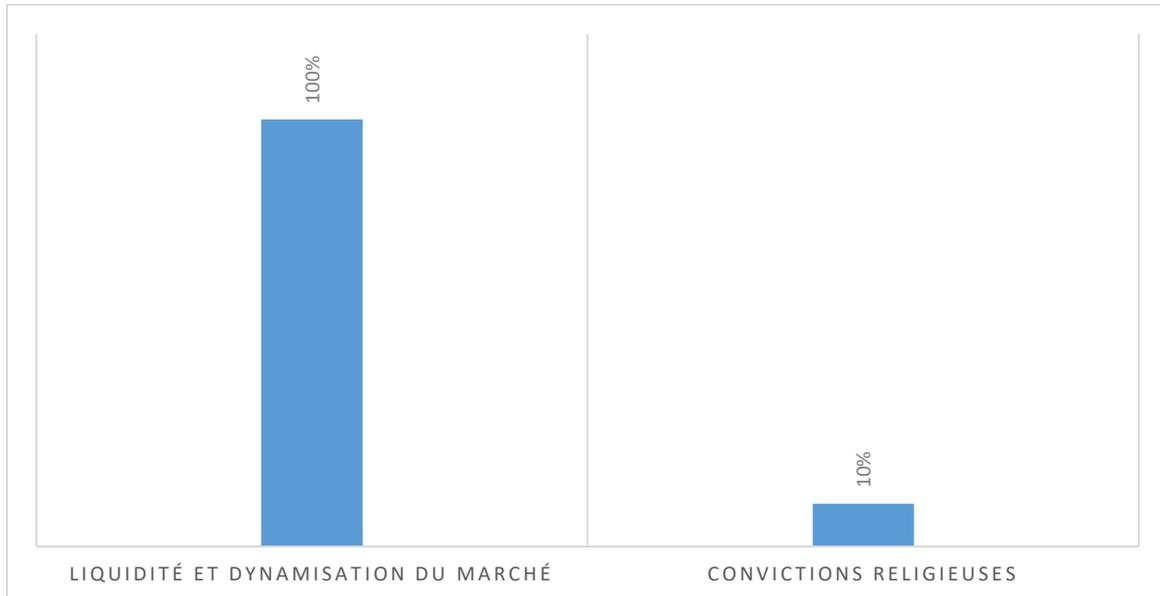


Source : Auteur

Par rapport aux motivations d'émettre les Sukuk à la place des Obligations conventionnelles, la totalité de l'échantillon a déclaré qu'ils choisiraient les Sukuk pour des raisons de liquidité

et de dynamisation du marché financier alors qu’uniquement 10% choisiraient les Sukuk pour des raisons religieuses.

Graphique 7: raisons du choix des Sukuk à la place des obligations conventionnelles

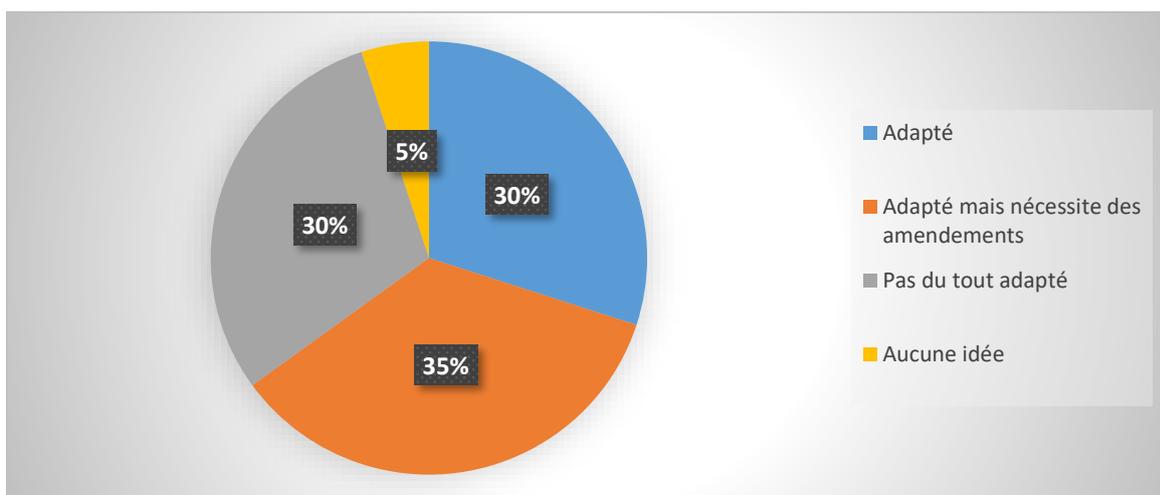


Source : Auteur

4.1.4 Perception des sondés du cadre réglementaire des Sukuk

Concernant le régime fiscal, la totalité des sondés affirment que la fiscalité des Sukuk a un impact sur leur coût et 35% de l’échantillon déclarent que ce régime est adapté aux Sukuk mais nécessite tout de même des amendements, 30% estime qu’il n’est pas du tout adapté, 30% jugent qu’il est adapté et 5% n’ont aucune idée sur l’adaptabilité du cadre fiscal aux Sukuk.

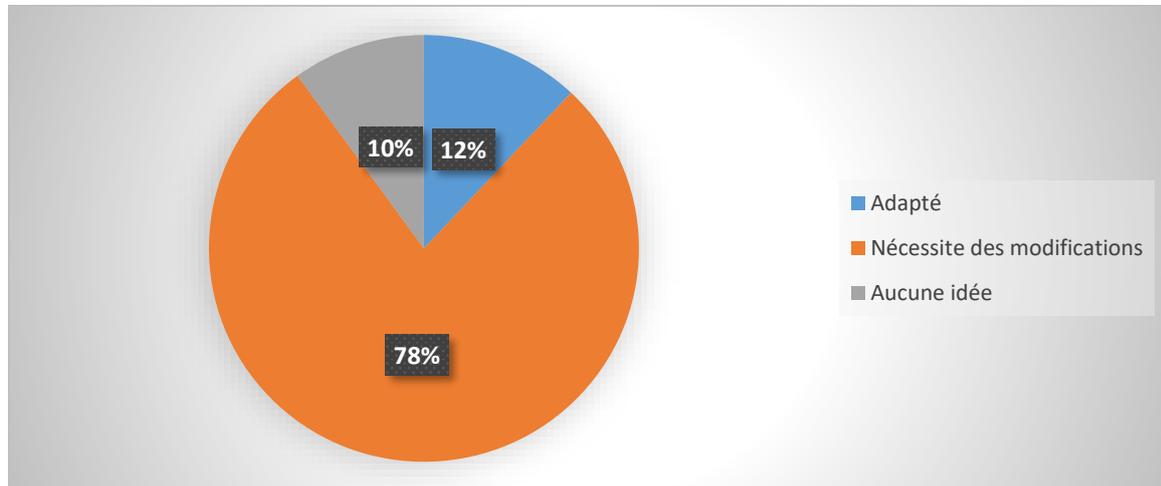
Graphique 8: Perception des sondés de l’adaptabilité du cadre fiscal aux Sukuk



Source : Auteur

Par rapport au cadre juridique, 12% de l'échantillon considèrent que ce cadre est adapté aux Sukuk, 78% estime qu'il nécessite certaines modifications alors 10% ont déclaré qu'ils n'en savent rien.

Graphique 9: Perception des sondés du cadre juridique



Source : Auteur

4.2 Analyse de la perception des Investisseurs potentiels des Sukuk (marché Institutionnel)

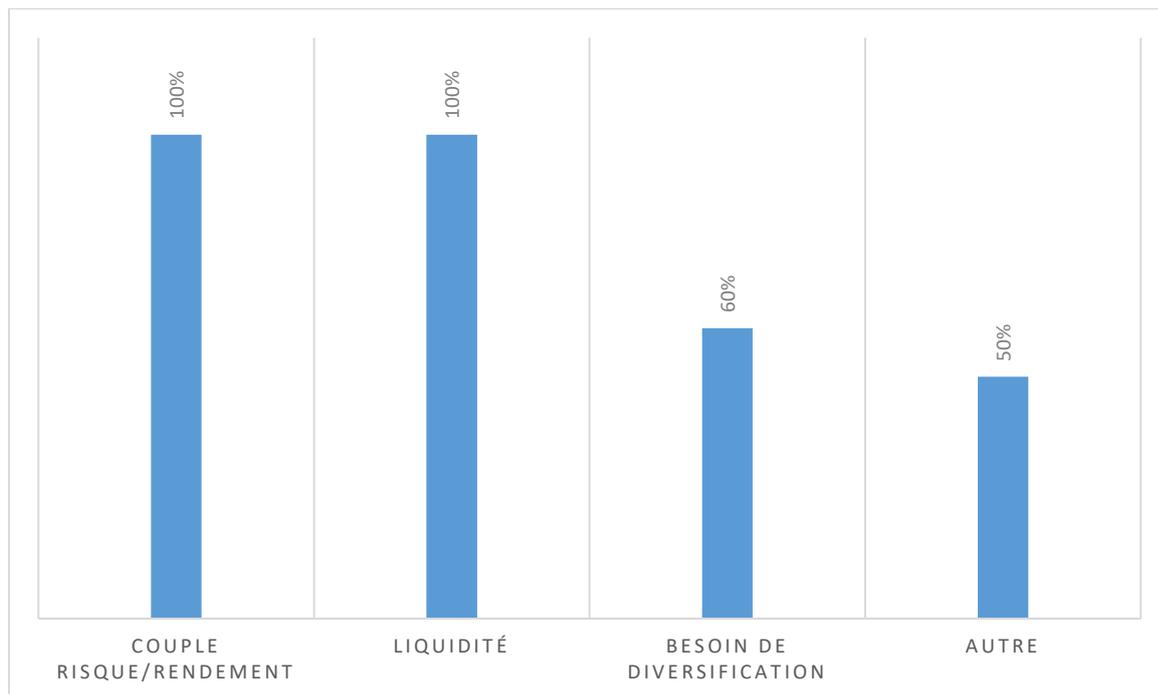
Nous présentons dans ce qui suit : les facteurs qui motivent la décision d'investissement des sondés, leur connaissance par rapport aux structures des Sukuk, leur perception de l'impact de ces structures sur le couple risque/rendement, leur participation à la première émission des Sukuk Souverains ainsi que leur prédisposition de souscrire des Sukuk si une autre émission sera opérée et enfin leur perception de l'impact du cadre réglementaire sur le développement des Sukuk

4.2.1 Facteurs motivant une décision d'investissement

En réponse à notre question se rapportant aux facteurs qui motive une décision d'investissement, la totalité de l'échantillon juge que le couple risque/rendement et la liquidité de l'instrument sont les principaux facteurs conditionnant leur choix d'un actif.

Quant au besoin de diversification 60% de l'échantillon donnent une importance à ce facteur dans leurs décisions d'investissement. Alors que, 50% des sondés ont cité d'autres facteurs tels que la maturité et la stratégie d'investissement.

Graphique 10 : Facteurs motivant le choix d'investissement



Source : Auteur

4.2.2 Connaissance des Sukuk

La totalité de l'échantillon déclare connaître les Sukuk et les qualifient d'attractifs. Tous les sondés connaissent toutes les structures de Sukuk utilisées dans la pratique.

Concernant l'impact de la structure des Sukuk sur leur couple risque/rendement, l'ensemble des sondés affirme qu'effectivement la structure des Sukuk a un impact sur le couple risque/rendement.

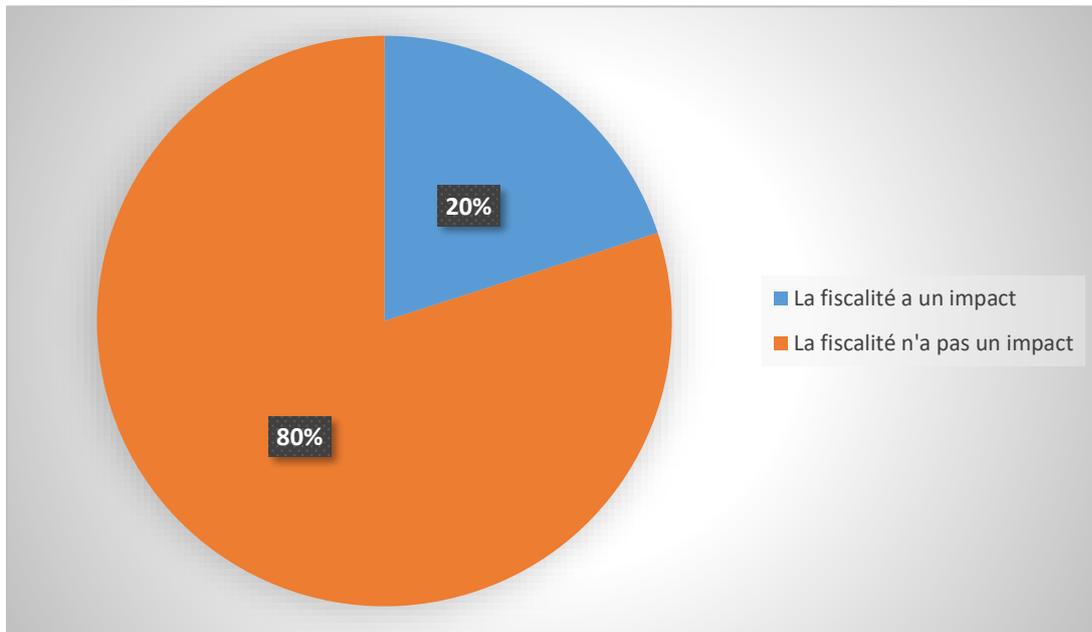
4.2.3 Participation à la première émission des Sukuk souverains entreprise par l'Etat et prédisposition à participer à une éventuelle émission des Sukuk

La totalité des sondés sont informés de la première émission des Sukuk souverains par l'Etat, alors que seulement 18% de l'échantillon déclare avoir participé à cette émission et juge que cette souscription répond à leur besoin d'investissement. La totalité des sondés exprime, par ailleurs, leur volonté de souscrire des Sukuk si une autre émission est faite.

4.2.4 L'impact du cadre réglementaire sur la décision d'investissement en Sukuk

20% des sondés jugent que la fiscalité a un impact sur la décision de souscrire les Sukuk, alors que 80% déclare que le régime fiscal des Sukuk ne les empêche pas de les Souscrire.

Graphique 11 : L'impact de la fiscalité sur la décision d'investissement en Sukuk



Source : Auteur

Quant à l'impact du cadre juridique sur la décision d'investir en Sukuk, 90% de l'échantillon estiment que ce cadre impacte une telle décision d'investissement.

Conclusion

En guise de conclusion, nous synthétisons les résultats obtenus comme suit :

- Du côté des émetteurs potentiels :

Cet instrument est attractif puisque la totalité des sondés est prédisposée à émettre des Sukuk à condition que leur cadre fiscal et juridique soit incitatif (A l'exception de 10% de l'échantillon qui choisiraient des Sukuk pour des raisons religieuses). La moitié de l'échantillon choisiraient, par ailleurs d'émettre des Sukuk à la place des obligations si leurs coûts d'émission sont identiques. Ce qui montre que les émetteurs ne sont pas réticents vis-à-vis de ce nouvel instrument. Par ailleurs, certains sondés (30%) estiment que le cadre fiscal des Sukuk n'est pas adapté à leurs spécificités alors que d'autres (35%) estiment qu'il est adapté mais nécessite des amendements et (30%) juge qu'il est adapté et sans aucune réserve. 78% des sondés voient que le cadre juridique quant à lui nécessite des amendements.

- Du côté des investisseurs potentiels :

La totalité des sondés déclare connaître les Sukuk qu'elle qualifie d'attractifs et affirme que les décisions d'investissement se basent sur le critère couple risque/ rendement et la liquidité de l'actif. De même, la totalité de l'échantillon juge que la structure des Sukuk a un impact sur leur couple risque/rendement. Nous avons interrogé également les sondés sur leur participation à la première émission des Sukuk souverains et seulement 18% de l'échantillon déclarent avoir participé à cette émission et juge que cette souscription répond à leur besoin d'investissement. De même, la totalité des sondés sont prêts à participer à une future émission des Sukuk. Enfin, par rapport à leurs avis sur l'impact du cadre réglementaire sur la décision d'investissement en Sukuk, uniquement 20% de l'échantillon estiment que la fiscalité a un impact sur leur décision de souscrire des Sukuk, 90% jugent que le cadre juridique impacte la décision de souscrire des Sukuk.

Cette étude a eu pour objectif de donner une visibilité générale mais non approfondie sur la perception des acteurs de l'impact du cadre réglementaire et du couple risque-rendement sur le développement des Sukuk. Laquelle étude pourrait être complétée par une étude qualitative creusant plus dans le sujet. Le choix de la méthode qualitative à notre sens, émane de la rareté de la théorie concernant cette thématique.

Bibliographie

- Abdul Jalil, M., and Abdul Rahman, Z. (2012). Sukuk investment: Comparison of the profits obtained by using Ijarah and Musharakah Mutanaqisah principles with long-term tenure. *Qualitative Research in Financial Markets*. Vol. 4 Issue: 2/3.
- Bacha, O. I., & Mirakhor, A. (2013). *Islamic Capital Markets: A Comparative Approach* Singapore: John Wiley & Sons.
- Cakir, S., & Raei, F. (2007). Sukuk vs. eurobonds: Is there a difference in value-at-risk? *IMF Working Papers*.
- Ghazoui. H. (2021). Les Sukuk souverains: Un instrument innovant pour financer les projets de l'Etat au Maroc. *Revue internationale de gestion*
- Lukonga, I. (2015). *Islamic Finance, Consumer Protection, and Financial Stability* by.
- Miller, N. D., Challoner, J., & Atta, A. (2007). UK welcomes the sukuk. *International Financial Law Review*, 26 (5).
- Tariq, A. A., & Dar, H. (2007). Risks of sukuk structures: Implications for resource mobilization. *Thunderbird International Business Review*. 49 (2).
- Saad, N.M., Haniff, M.N. & Ali, N (2018). Long term conventional bonds versus long term sukuk issuances and their determinants in Malaysia. *International Journal of Business and Management* 2(2).