

Les sukuk : un regard croisé en droit commercial islamique, français et luxembourgeois

Le projet de loi, appelé projet «Sukuk», a été approuvé par la Chambre des députés du Grand-Duché de Luxembourg le 9 juillet 2014. Dès lors, tous les feux semblent au vert pour permettre au Luxembourg d'émettre dans les mois qui viennent les premiers sukuk souverains libellés en euros. En France, un cadre juridique et fiscal dédié à la finance islamique a vu le jour depuis 2008. Si la volonté française de donner un support juridique aux sukuk a permis de définir tant la nature d'un sak que son traitement fiscal, la structuration de sukuk s'est en revanche heurtée à la question du «droit de propriété» du bénéficiaire d'une fiducie française, laissant ouverte la question de la nécessité d'appliquer la notion de propriété, au sens du Code civil, au droit des porteurs de sukuk pour répondre aux exigences chariatiques.

Le sak, singulier de sukuk, signifie «titre donnant droit à». Le sak confère ainsi un droit de propriété (co-propriété), directement ou indirectement via un mandat (wakala), sur les actifs d'un émetteur (actif tangible ou usufruit d'un actif tangible tels que des biens, des services, un projet déterminé ou une activité d'investissement privée). Son porteur reçoit une partie du profit attaché au rendement de l'actif sous-jacent. En pratique, un véhicule (SPV) détiendra un actif tangible (un immeuble par exemple) ou un projet et émettra des sukuk. La rémunération versée aux porteurs de sukuk devra être directement liée à la performance de l'actif ou de l'activité sous-jacente¹ et être proportionnelle à la participation de chacun de ces porteurs. La valeur des sukuk devra également fluctuer directement en fonction des variations de valeur de l'actif ou du projet sous-jacent. Ainsi, à la diffé-



Par **Valentine Baudouin**, avocat collaborateur, Kramer Levin LLP,



Quentin Rutsaert, avocat associé, Rutsaert Legal (Luxembourg),



et **Tarik Bengarai Abou Nour**, expert en finance islamique et membre du Chari'a Board CIFIE (Comité indépendant de finance islamique en Europe)

rence des détenteurs d'obligations classiques, le porteur de sukuk subit à la fois les hausses et les baisses de valeur de l'actif, les profits éventuels mais aussi les risques de destruction ou de disparition. Enfin, la cession de la part de l'actif sous-jacent par le (les) détenteur(s) des sukuk à l'échéance doit être faite au prix du marché au moment de la cession et non à prix déterminé à l'avance, ceci pour respecter le principe d'interdiction du Gharar et de la Jahâla. En effet, l'actif peut subir une perte de valeur ou au contraire une augmentation dans le temps, et le fait de déterminer un prix à l'avance pourrait générer un préjudice à l'une ou à l'autre partie contractante. C'est ainsi la méconnaissance de ce principe qui met en cause la compatibilité avec la charia de plusieurs sukuk émis sur le marché actuel. Les produits sous-jacents des sukuk peuvent être représentés par des contrats tels l'Ijara, la Musharaka ou la

Mudarahab : selon l'AAOIFI², et notamment la norme 17 concernant les sukuk, au moins 14 modalités de structuration des sukuk sont possibles. Dans la pratique, les plus usités sont les sukuk al ijara, les sukuk al wakala/mudarahab, les sukuk al musharaka et les sukuk al istisna.

2. Le Luxembourg : les premiers sukuk souverains libellés en euros

L'émission du premier sukuk souverain libellé en euros s'analyse en trois phases. Trois immeubles d'une valeur totale de 200 millions d'euros seront vendus par l'Etat à une société anonyme de type special purpose vehicle, dont l'Etat en sera l'unique actionnaire. Le prix d'achat sera payé avec le produit de l'émission des sukuk. La deuxième phase d'une durée de cinq années consistera

à donner les trois immeubles en location à l'Etat qui pourra ainsi continuer à les utiliser (pour l'un des trois) ou à les louer à son tour (pour les deux autres) sans interruption. Une petite partie des loyers servira à payer les frais liés à la structure du special purpose vehicle (tel que le domiciliataire, le comptable et autre prestataire) et ceux propres à ce type d'émission (tel que le comité d'experts en finance islamique et l'agence de notation le cas échéant). La plus grande partie des loyers servira à rémunérer les porteurs de sukuk au titre de «part du profit attaché au rendement des immeubles sous-jacents», et non au titre d'«intérêts». Enfin, cinq ans

après l'acquisition des immeubles (jour où les sukuk arriveront à maturité), le véhicule émetteur rétrocédera le droit de propriété sur les trois immeubles à l'Etat luxembourgeois au prix de vente de 200 millions d'euros³.

En réalité, ce projet se borne à respecter à la lettre une exigence constitutionnelle selon laquelle tout engagement de l'Etat dépassant les 40 millions d'euros requiert une loi. Ainsi, ce projet n'apporte rien de neuf quant aux principes juridiques applicables à toute émission de sukuk par une entité luxembourgeoise, soit-elle publique ou privée. Le texte du projet de loi tient en une seule page et ne contient d'ailleurs aucune référence à la finance islamique. Son objet est uniquement de permettre l'aliénation de trois immeubles à un véhicule ad hoc détenu par l'Etat, ainsi que de permettre à l'Etat de donner un certain nombre de garanties couvrant pour l'essentiel des risques qu'il assumerait de toute manière s'il restait propriétaire en direct des immeubles plutôt que sur une base consolidée. Un Charia Board devra donc obligatoirement analyser et certifier le montage au regard des règles du

droit commercial islamique et un audit charia régulier devra également avoir lieu pour assurer la continuité de respect des principes de la charia au fil des mouvements et des échanges liés aux sukuk en question.

Si l'objet du récent projet de loi est très restreint, l'objectif politique qu'il permet de déployer est considérable. Tant l'ancien gouvernement de Jean-Claude Juncker (parti populaire chrétien-social) que le nouveau gouvernement de Xavier Bettel (parti libéral) s'entendent sur la stratégie de développement du Luxembourg comme un centre financier favorable et adapté à la finance islamique. Le financement par voie de sukuk envisagé par le gouvernement fera ainsi office de précédent, voire de produit d'appel, ayant pour but de rassurer tout autre candidat émetteur tant de la faisabilité purement juridique que de la volonté politique clairement affichée par le Luxembourg de faciliter de telles émissions, ainsi que leur cotation et placement au sein de la communauté des investisseurs.

3. Le droit français ou le débat de la fiducie comme outil juridique de l'émission de sukuk

En France, le régime fiscal des sukuk et produits assimilés a été défini précisément par les instructions fiscales publiées au bulletin officiel 4 FE/09 n° 22 du 25 février 2009 et 4 FE/S2/10 n°78 du 24 Août 2010. Un exemple de schéma d'émission de sukuk en droit français figurait dans la première instruction. Le caractère passablement complexe de la structuration proposée pouvait laisser en outre perplexe face aux questions juridiques non résolues découlant du montage. Ce schéma illustre néanmoins la volonté dès 2008 de faire de la fiducie l'outil juridique pour acclimater les principes de la finance islamique dans le cadre d'une émission de sukuk. La seconde instruction fiscale ne comportait en revanche aucun schéma mais une définition des sukuk qui pouvaient laisser présager des débats sur le droit de propriété au sens du droit civil à conférer aux porteurs de sukuk. Les sukuk sont ainsi définis comme «des titres financiers hybrides négociables dont la rémunération et, le cas échéant, le principal sont indexés sur la performance d'un ou plusieurs actifs sous-jacents détenus directement ou indirectement par l'émetteur. Leur porteur bénéficie d'un droit assimilé à un droit de copropriété direct ou indirect sur ce ou ces actifs. Le ou les actifs concernés sont des services, biens ou droits ou l'usufruit de ces biens ou droits». On ne peut que rejoindre certains auteurs qui ont soulevé avec pertinence que plusieurs éléments de cette définition ne «raisonnent pas naturellement en droit français» et que la référence à un «droit assimilé à un droit de copropriété direct ou indirect» reflétait la difficulté de traduire les principes du droit commercial islamique dans une catégorie juridique connue du droit français⁴. La jeune fiducie est alors apparue comme le moyen le plus évident pour adapter en droit français le schéma du trust, bien connu des investisseurs du Moyen-Orient tout en conférant un «droit de propriété économique» aux porteurs de sukuk. Si les amendements

Si l'objet du récent projet de loi luxembourgeois est très restreint, l'objectif politique qu'il permet de déployer est considérable. Tant l'ancien gouvernement de Jean-Claude Juncker que le nouveau gouvernement de Xavier Bettel s'entendent sur la stratégie de développement du Luxembourg comme un centre financier favorable et adapté à la finance islamique.

En France, le régime fiscal des sukuk et produits assimilés a été défini précisément par les instructions fiscales publiées au bulletin officiel en août 2010.

législatifs ont été jugés «cavaliers» tant par le Conseil constitutionnel que par la doctrine, le principe même de la nécessité d'une réforme législative semble aujourd'hui questionné. Plutôt que de débattre sur les différentes notions de «propriété» au sens du droit anglais, français ou du droit commercial islamique, il est intéressant de revenir sur le fondement des exigences chariatiques qui considèrent l'argent comme un simple moyen d'échange ne pouvant à lui seul faire l'objet d'un contrat ou être utilisé comme un moyen de réaliser un profit. Cette prescription interdit de percevoir tout intérêt en contrepartie de la mise à disposition d'une somme d'argent. Elle favorise plutôt les activités de production créatrices de valeur ajoutée se rattachant directement à la sphère réelle et la prise de risque comme une condition nécessaire pour la réalisation du profit (principe du partage du profit et des pertes). De ces principes découle la nécessité d'adosser l'émission de sukuk à un actif tangible (ou à l'usufruit d'un actif tangible) afin que

la rémunération des porteurs de sukuk soit fonction de l'activité du sous-jacent et que le porteur de sukuk subisse une éventuelle perte en capital si le bien se déprécie ou un éventuel profit si la valeur du bien venait à augmenter. En revanche, la qualité de propriétaire, au sens du Code civil, des porteurs de sukuk ne semble pas une absolue nécessité, la pratique ayant en outre démontré que les comités de conformité à la charia n'ont pas attendu la réforme de la fiducie pour certifier l'émission de sukuk français de gré à gré émis par une société en participation ou lors d'un financement par émission d'obligations participatives. Plus que de se limiter à un schéma unique, nécessitant en outre des amendements législatifs incertains, l'émission de sukuk en droit français nécessite une collaboration entre techniques financière et juridique et principes religieux au cas par cas, aucun obstacle ne semblant à ce jour exister. ■

1. L'actif tangible ou l'activité (le sous-jacent) doit être obligatoirement licite au regard de la loi islamique.

2. AAOIFI : Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.

3. Le fait que le prix de vente soit fixé à l'avance semble critiquable pour que les sukuk soient conformes aux exigences chariatiques.

4. Propriété, fiducie et sukuk, étude par François Barrière.