Université Mohamed V
Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales Souissi Rabat

Publication de recherche

Revue scientifique du
Centre de Recherches Juridiques Economiques et Sociales

Thème de l'étude :

« L'innovation en ingénierie financière islamique »

Présentée en conférence lors des travaux du

Colloque International :

« Les Services financiers islamiques,
Aspects shariatiques, juridiques et économiques. »

du 3 et 4 Décembre 2012 à Rabat

Encadrant de recherche :
Professeur Abderrazak ELHIRI
Centre d'**E**tude et de **R**echerche en **A**nalyse et **P**rospection **E**conomique
Université Sidi Mohamed Ben Abdilah Fès

Etude réalisée par :
Mr Khalil LABNIOURI
Cadre bancaire
Doctorant en ingénierie financière islamique

k.labniouri@gmail.com

Résumé

L'avenir du développement du système financier islamique à travers un accroissement conséquent des actifs islamiques sous gestion est tributaire de deux grands piliers : d'une part la pérennisation de la solidité financière des banques islamiques et d'autre part leur capacité d'attraction commerciale au-delà de leurs marchés domestiques.

L'édification de ces deux piliers passe inéluctablement par une modernisation de leur offre et l'efficience de leurs mécanismes de gouvernance et de gestion des risques. Ainsi une nouvelle ère d'innovation d'instruments structurés et sophistiqués propre à l'industrie financière islamique serait un incontournable pré-requis.

Cela permettra d'abord de normer aux standards internationaux, l'ALM et le mode de couverture des risques des institutions financières islamiques et aux même temps développer un marketing fort et moderne autour d'une palette d'offre financière, bien évidement différenciée et affinitaire, mais surtout complète et compétitive, favorisant l'émergence de véritables marchés de capitaux islamiques matures et efficients capables de drainer de nouveaux entrants, jusqu'au là rompus à la finance conventionnelle.

Ainsi, seule une ingénierie financière moderne et créative, puisant dans l'immensité du Fikh, dans un esprit shariatique épanoui, novateur et indépendant, serait de même à faire sortir cette jeune industrie du sentier battu des produits réplicatifs « shari'a compliant » vers de nouveaux instruments propres « sharia based ».

A ce titre, l'innovation en ingénierie financière islamique, n'est pas un luxe, mais plutôt une condition de survie des institutions financières islamiques leur prodiguant les moyens de relever les défis qu'elles sont contraintes de confronter.

A travers cette présente recherche, nous essayerons de projeter la lumière sur la nature des besoins réels des banques islamiques en instruments structurés pour moderniser leur approche en matière de gestion actif-passif, Gestion dynamique d'actifs (hedges funds), Gestion indicielle, Gestion de liquidité (produits monétaires islamiques) et surtout Gestion des risques de marchés à travers l'usage à bon escient de nouveaux produits dérivés islamiques.

Aussi, cette étude à l'ambition d'éclairer les véritables obstacles à cette modernisation nécessaire à son développement, notamment : l'indépendance, la compétence technico-financière des Comités Fiqhiques et Shari'a Board et leur ouverture sur leur environnement. Eu égard à la carence manifeste en capital humain qualifié et à double compétence financière et shariatique (Fiqh Al-Mouamalat et Ousoul Al-Fikh), la recherche et développement reste très timide, l'innovation butte fréquemment sur la faible maitrise financière des scholars, eux-mêmes freinés dans leur élan par la faible actualisation de la jurisprudence, datant de plusieurs siècles et souffrant foncièrement d'une incohérence structurelle, objet de controverses perpétuelles entre les disciples de plusieurs écoles de pensée.

L'enjeu fondamental pour la finance islamique est d'identifier les pratiques et outils de gestion des risques les mieux adaptés à ses principes. Des efforts ont récemment été accomplis dans des pays tels que la Malaisie, l'Egypte et Bahreïn en vue de traiter cette question ainsi que l'ambiguïté juridique issue des différentes interprétations de la shari'a. Ces questions devraient s'estomper dans un avenir proche grâce aux progrès réalisés par les organismes de supervision tels que l'Islamic Financial Service Board (IFSB), l'International Islamic Financial Market (IIFM), l'Accounting and Auditing Organization of Islamic Finance Institutions (AAOIFI), et bien d'autres encore.

Enfin la finance islamique aura besoin aujourd'hui de construire définitivement un business modèle, fiable, moderne, complet, global et surtout universel.

k.labniouri@gmail.com

Abstract

The future development of the Islamic finance system through a substantial increase in managed Islamic assets is dependent on two principal pillars: the sustainability of the financial strength of Islamic banks and their ability to attract business beyond their domestic markets.

The construction of these two pillars inevitably calls for a modernization of the banks' products and services and of the efficiency of their governance mechanisms and risk management. A period of innovation of sophisticated and structured financial tools specific to the Islamic finance industry would thus be an essential prerequisite.

Firstly, this would bring the ALM and the Islamic finance institutions' way of hedging risks into compliance with international standards, and at the same time develop a strong and modern marketing based on a range of financial products and services that are not only differentiated and coherent, but more importantly, complete, competitive and contributing to the emergence of true Islamic capital markets capable of attracting investors from the conventional finance industry.

Only modern and creative financial engineering that taps into the immensity of Fiqh in a fulfilled spirit of Shariah-compliance and that is innovative and independent, will bring this take this young industry from the well-worn path of replicative "Sharia-compliant" products to its own, new, "Sharia-based" tools.

Innovation in Islamic financial engineering is therefore not a luxury, but a prerequisite to the survival of the Islamic finance institutions, enabling them to meet the challenges they face.

Through this current research, we are attempting to shed light on the nature of the Islamic banks' real need for structured tools to modernize their approach to asset-liability management, dynamic asset management (hedge funds), index management, liquidity management (Islamic money market products) and above all risk-management markets through the appropriate use of new Islamic derivative products.

This study also aims to shed light on the real obstacles in the way of this essential modernization, including: the independence and financial technical competence of Fiqh committees and Sharia boards, and their openness to their environment. Given the clear deficiency in dually qualified human capital - in possession of both financial and sharia expertise – (Fiqh Al-Mouamalat and Ousoul Al-Fikh), research and development remains restrained. Innovation is frequently hampered by the poor financial expertise of the scholars who are themselves held back by a poorly-updated system of jurisprudence that dates back several centuries and fundamentally suffers from structural incoherence, being itself the perpetual subject of controversy among adherents of different schools of thought.

The fundamental challenge facing Islamic finance is to identify the practices and tools of risk-management best-adapted to its principles. Efforts to address this issue and tackle juridical ambiguities stemming from different interpretations of the Sharia have recently been made in countries such as Malaysia, Egypt and Bahrain. Thanks to the progress made by supervisory bodies such as the Islamic Financial Services Board (IFSB), the International Islamic Financial Market (IIFM), the Accounting and Auditing Organization of Islamic Finance Institutions (AAOIFI) among many others, these issues should begin to fade away in the near future.

Finally, Islamic finance will need to construct a definitive business model that is reliable, modern, complete, comprehensive and above all, universal.

Sommaire

Introduction :

1) Volume du marché de la finance islamique
2) Raisons de l'engouement actuel
3) Défis de la finance islamique
4) Défis de l'innovation en finance islamique
5) Apports « saints » de l'ingénierie financière conventionnelle
6) Différence des Conceptions de gestion des risques des 2 écoles
7) Champs d'application possibles de l'ingénierie financière islamique
8) Problématique de la recherche

I-/ Défis de la Gestion Actif-Passif (ALM) des IFI :

1) Forte pénalisation par la non utilisation des produits dérivés
2) Concentration des Portefeuilles de financement
3) Expositions des financements à maturité prolongée face à des refinancements CT
4) Limites des solutions à Moyen et Long Terme
5) Disparité des échéances des flux attendus actif-passif
6) Limites des techniques de couverture par les réserves
7) Contrainte de prévention du Risque Commercial Déplacé RCD

II-/ Gestion dynamique d'actif en finance islamique :

1) Exigences spécifiques du choix d'actifs en finance islamique
2) Les fonds d'investissements islamiques

III-/ Gestion indicielle :

1) Les indices boursiers islamiques
2) Certificats sur indices islamiques

IV-/ Gestion de liquidité (produits monétaires islamiques) :

V-/ Gestion du risque de marché en banques islamiques :

A) Incorporation de composantes dérivées dans Salam et Istisnaa
B) Utilisation implicite des produits dérivés par les IFI
C) Utilisation « Explicite » des produits dérivés par les IFI
D) TAHAWWUT Master Agreement
E) Catalogue produits « Dérivés islamiques »
- E-1 ; 2 et 3) SALAM basique, bancaire classique et parallèle
- E-4) ISTISNAA
- E-5) URBUN
- E-6) WAAD
- E-7) WAAD based mourabaha
- E-8) KHIYAR
- E-9) ISTIJRAR
- E-10) MOURAJAHA
- E-11) MOUBADALATOU AL-ARBAH
- E-12) BAI AL-UHDA
- E-13) TAWARUK Organisé
- E-14) BAI AL-INAH

F) Analyse d'un cas d'expérience novatrice : CIFIE

Conclusion

1) L'intérêt d'une réflexion juridico-financière autour des Produits dérivés islamiques
2) Progrès réalisés en innovation financière islamique
3) Risques d'une innovation imitative à défaut d'une innovation créative et autonome
4) L'avenir des IFI est tributaire de leur capacité à innover

Introduction

1) Volume du marché de la finance islamique :

Malgré l'engouement actuel à l'égard de la finance islamique à travers le monde, il faut tout de même se rendre à l'évidence que la taille de ce marché, à fin 2011, n'est finalement que de 1.140 Milliards $ [1]. Ce qui ne dépasse guerre 1% du volume mondial des actifs financiers. A titre de comparaison illustrative, c'est tout simplement l'équivalent du bilan du groupe BNP.

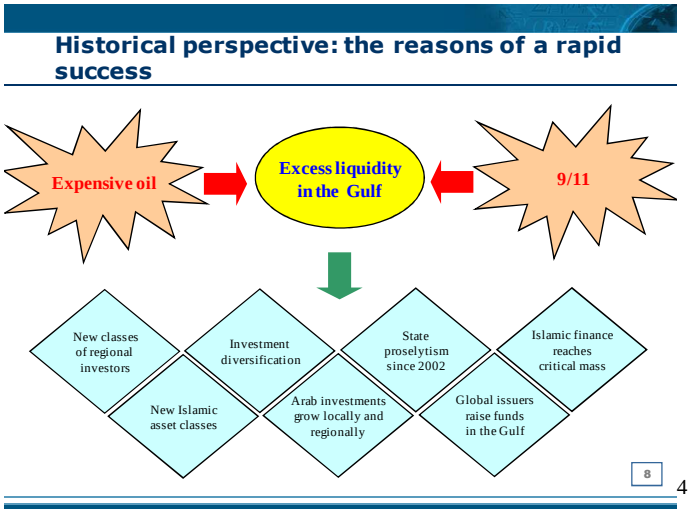
Ceci étant, cette nouvelle industrie financière reste une niche intéressante, de part son taux de croissance annuel exceptionnel de 15% à 20%, soit une projection de 4.000 Milliards $ d'ici 2020[2]. A cette échéance, les institutions financières islamiques affichent une ambition certaine de drainer 50% des dépôts des musulmans, qui constitueront d'ici là, plus de 24% de la population mondiale.

2) Raisons de l'engouement actuel :

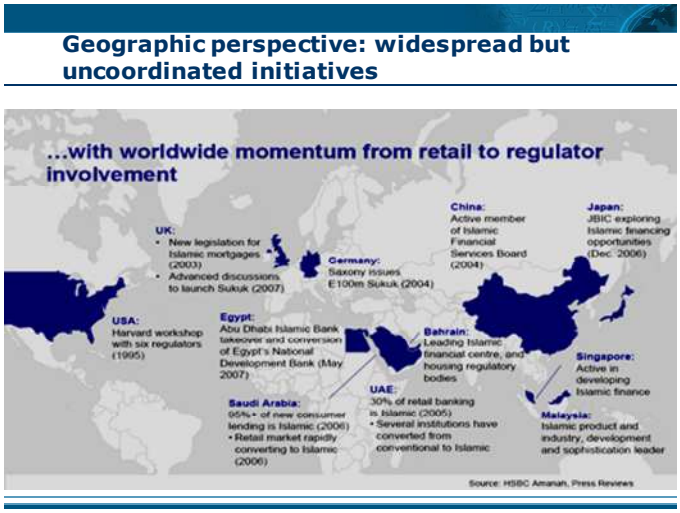
L'attrait impressionnant que connaît aujourd'hui la finance islamique à travers le monde, trouve ses explications de manière pragmatique dans les trois éléments suivants :

Tout d'abord les Banques islamiques ont affiché jusqu'à présent une solide performance, en dépit des turbulences des dernières crises financières, auxquelles elles ont démontré une étanchéité plus qu'intéressante aux yeux des marchés.

Aussi, les places financières occidentales, surtout celles qui ont eu une véritable longueur d'avance comme Londres, New York ou Luxembourg ont profité d'une manne extraordinaire à travers l'attraction des capitaux du moyen orient, surtout en ces temps de crise de liquidité. A lire, à titre d'exemple, l'intitulé du rapport PASTRE JOUINY : « 10 Propositions pour drainer 100 Milliards $ » [3], on voit clairement que l'unique intérêt qui a animé la France dans sa récente ouverture, assez tardive, sur la finance islamique est tout simplement d'avoir sa part de marché de ces levées de fonds alléchantes en provenance des pays du golf.



[4]



Enfin, le dernier printemps arabe a propulsé en devant de la scène politique de plusieurs pays, des gouvernements islamistes, propices à l'adoption d'une telle industrie financière « shari'a compliant ». ce qui est de nature à accroitre significativement le volume des actifs financiers islamiques sous gestion.

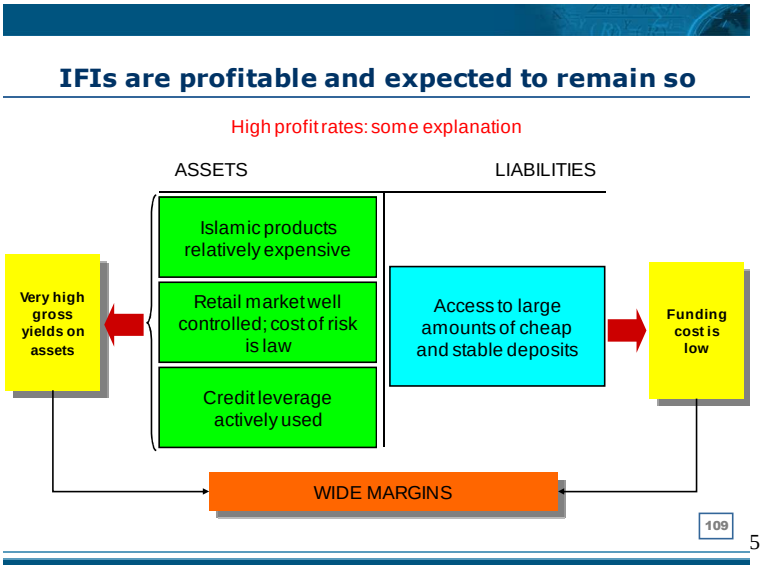
---

[1] Rapport Annuel 2011 S&P
[2] Rapport Annuel 2011 S&P
[3] PARIS EUROPLACE, Rapport Pastre Jouiny, Janvier 2008
[4] Introduction to Islamic Capital Market par Anouar Hassoune

3) Défis de la finance islamique :

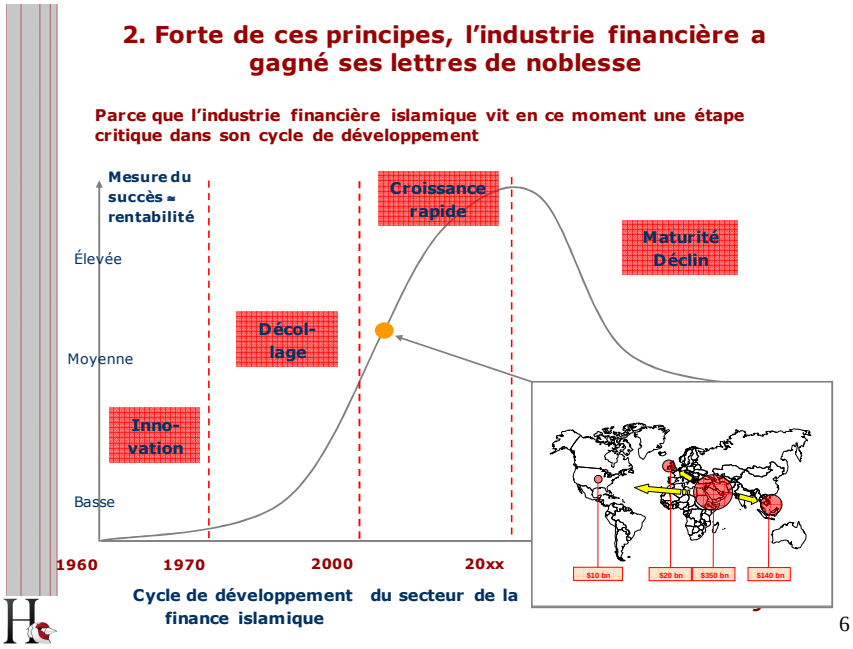
Certes, la finance islamique est en droit d'espérer de beaux jours à venir, mais cela reste tributaire, inéluctablement, de sa capacité à relever certains défis stratégiques :

Tout d'abord, la solidité des performances affichées par les banques islamiques durant ces dernières années, relèvent plus de l'euphorie du marché pétrolier qui est appelé à connaitre tôt ou tard de probables fluctuations. De même, cette solidité trouve également ses explications dans le soutien systémique des gouvernements de leur pays.



[5]

Pérenniser à long terme ces performances sera un véritable défi pour les IFI, surtout en dehors de leur marché domestique et seront ainsi amenées à faire face à une compétitivité réelle, loin de tout effet d'éviction d'ordre politique ou religieux.



[6]

Sur le même chapitre, les banques islamiques, sont contraintes à moderniser leur mode de gouvernance et leurs outils de gestion Actif-Passif (ALM) dans le but d'assurer une pérennité à LT. Selon Moody's : « Les

[5] Introduction to Islamic Capital Market par Anouar Hassoune
[6] Finance Islamique, Présentation cabinet Hassoune Conseils, Octobre 2012

IFI sont confrontés à trois difficultés : l'enchevêtrement des risques au sein de leurs portefeuilles d'actifs, l'inadaptation de leur gestion actif-passif et l'absence d'une structure de gouvernance attentive aux risques extra-financiers. Toutefois, le recours combiné de la titrisation et des produits dérivés offre aux IFI de réelles perspectives de réduction de leurs expositions au risque, leur permettant par voie de conséquence d'améliorer leur capacité de répondre en temps et en heure à leurs échéances. [7]»

En effet, une réelle ouverture sur les marchés de capitaux serait un pré requis et une nécessité de premier ordre, afin d'optimiser leur mécanismes de gestion de risque de marché et de liquidité. Pourtant ces risques pourraient considérablement être atténués par le recours aux produits structurés innovants, conçus à cette fin. En revanche ne pas prendre en compte ces difficultés entravera systématiquement la croissance dont les Institutions financières islamiques ont vitalement besoin pour concurrencer les géants internationaux que sont HSBC, UBS ou Citigroup.

Or, cette modernisation s'affronte à un sérieux obstacle, dur à franchir : c'est l'indépendance, la compétence technico-financière des Comités Fiqhiques et Sharia Board et leur ouverture sur leur environnement.

Cependant et eu égard à la carence manifeste en capital humain qualifié et à double compétence financière et shariatique (Fiqh Al-Mouamalat et Ousoul Al-Fikh), la recherche et développement reste très timide. L'innovation butte fréquemment sur la faible maitrise financière des scholars, eux-mêmes freinés dans leur élan par la faible actualisation de la jurisprudence, datant de plusieurs siècles et souffrant foncièrement d'une incohérence structurelle, objet de controverses perpétuelles entre les disciples des quatre écoles de pensée.

[7] Commentaire Moody's Avril 2010 : Dérivés et Finance Islamique par Anouar Hassoune (vice président / Senior credit officer)
[8] Finance Islamique, Présentation cabinet Hassoune Conseils, Octobre 2012

4) Défis de l'innovation en finance islamique :

Le besoin de renforcement de la technicité financière des scholars, s'élucide essentiellement à travers leur faible prédisposition d'assimiler la réelle distinction entre couverture et spéculation et ensuite à travers leurs divisions d'opinion quant à la spécification exacte des aspects actuels du Gharar (incertitude ou asymétrie des risques) et du Maysir (spéculation) et leur dimension dans l'usage des outils financiers modernes. « Tandis que les experts contemporains ont expliqué en détail la manière dont les éléments de gharar ont été comprimés en raison des évolutions de la réglementation et des contrôles instaurés sur les marchés financiers [9]»

Au demeurant, la profonde incohérence et l'hétérogénéité des avis des jurisconsultes, ont suffisamment de quoi décourager les initiatives d'innovation par les critiques omniprésentes des instances de référence. A ce sujet, n'oubliant surtout pas qu'en 2006, par exemple, Mr Mohamed Taki Usmani, Secrétaire Général de l'AAOIFI[10] a déclaré que 85 % des Sukuk sur le marché sont non conformes à la shari'a ! Ce qui a donné un grand coup de froid aussi bien à la confiance des clients, qu'aux ardeurs d'innovation des ingénieurs financiers islamiques, malgré la rétraction « ou plutôt les précisions explicatives » donné à postériori par cet organisme sous formes de recommandations shari'a compliant.

Autre défit majeur de l'innovation en finance islamique, C'est de basculer d'une gamme de produits « sharia compliant », fruit d'une ingénierie purement « réplicative », à une véritable création d'une toute nouvelle gamme de produits « shari'a based », dans un esprit de novation tout à fait propre et autonome. Cela passe inéluctablement par la capacité des ingénieurs financiers islamiques de se détacher du modèle conventionnel et créer leurs propres instruments en puisant dans l'immensité du « Fikh Mouamalat », plutôt que de répliquer et remodeler l'offre conventionnelle selon les principes du droit commercial islamique.
A vrai dire c'est très tentant de succomber à la séduction des instruments de l'ingénierie financière conventionnelle, compte tenu de sa richesse et de son recul. Réciproquement à l'histoire de l'avènement de l'islam, il n'y avait pas principalement d'innovations par rapport aux contrats commerciaux déjà existants mais plutôt de simples règles de restrictions de leur usage, en tout respect du principe de base des Oussoul Fikh : « L'origine par défaut des choses étant la licéité, tant qu'il n'y a pas de texte explicite stipulant son illicéité ».

5) Apports « saints » de l'ingénierie financière conventionnelle :

Certes, l'ingénierie financière conventionnelle est usuellement critiquée au lendemain de chaque nouvelle crise financière, eu égard à la nocivité de l'usage, outre mesure, des produits dérivés et leur impact sur la génération de bulles spéculatives et sur l'accélération des effets de contagion. Mais en réalité, c'est dans le mauvais usage de ces outils où réside le problème et non pas dans leur concept en soi même, qui justement a pour finalité de minimiser le risque marché des investisseurs et institutions financières et renforcer leur efficience et leur compétitivité, quand ils sont bien évidement utilisés à bon escient. Chose qui peut tout simplement faire objet des compressions réglementaires idoines.

Contrairement à ce qu'avancent nombre d'observateurs y compris la quasi majorité des jurisconsultes musulmans, les récentes crises financières ne sont pas imputés uniquement à l'utilisation spéculative de ces mêmes produits dérivés complexes. En réalité, ces crises sont le résultat de la combinaison de plusieurs facteurs, notamment les insuffisances des mécanismes de gestion et de quantification des risques. La bulle spéculative touchant l'industrie des dérivés et née d'un phénomène d'imitation et de packaging à l'infini, dans lequel les banques conventionnelles se sont exposées à des risques excessifs, très largement supérieurs à leurs engagements nominaux, conférant ainsi à leur bilans le schéma d'une pyramide inversée.

[9] Islamic Commercial Law – An Analysis of Futures and Options – par Mohammad Hashmi Kamali
[10] Auditing and Accounting Organization of Islamic Financial Institutions

Certes, ces crises ont contraint les banques conventionnelles à revoir leur modèle de gestion de risque et doser de manière plus rationnelle l'usage des produits dérivés, mais sans pour autant stopper l'innovation y afférente, compte tenu de leurs apports incontournables en matière de gestion des risques.

En effet, les Futures par exemple ont pour but de réduire les risques d'incertitude, en fixant prix et quantité à T+1. Les options quant à elles donnent la possibilité de décider plus tard, de la réalisation ou non d'une transaction, confortant ainsi l'investisseur dans ces choix de positionnement. Enfin les Swaps offrent la possibilité d'échanger des positions de risques à différentes maturité et/ou en différentes devises, évitant ainsi aux opérateurs de courir un risque démesuré en matière de liquidité ou de change.

Or, l'adaptation de ces outils aux principes de base de la shari'a se heurte à une différence structurelle entre la conception de la gestion du risque en finance conventionnelle et celle de la finance islamique.

6) Différence des Conceptions de gestion des risques des 2 écoles :

L'application des techniques modernes de l'ingénierie financière conventionnelle, n'est pas directement adaptée à l'usage des banques islamiques car, « la finance conventionnelle cherche foncièrement à : séparer le risque de l'actif sous-jacent, alors que la finance islamique s'efforce à intégrer le risque à l'activité réelle et le partager équitablement entre les parties prenantes d'un contrat parfaitement équilibré, où le gain de l'un n'est pas basé sur la perte de l'autre [11]».

7) Champs d'application possibles de l'ingénierie financière islamique :

Par le biais de structuration de produits sophistiqués adaptés aux préceptes de la sharia, on peut envisager d'intéressants mécanismes de couverture et d'arbitrage en matière de gestion de risque de marché et de gestion bilancielle (ALM) des institutions financières islamiques visant à optimiser le rendement, à travers l'efficience des prix et assurer la liquidité tout en réalisant des gains sur les variations des risques. Ce qui est de même à permettre un niveau de rentabilité et de stabilité conformes aux attentes des investisseurs et réconforter la clientèle bénéficiaires de ce rendement dans son choix de sa banque « islamique ».

En définitif, l'usage de l'ingénierie financière islamique n'est pas un luxe, duquel peut s'en passer les institutions financières, mais plutôt une nécessité vitale pour assurer la pérennité de leurs performances financières en milieu concurrentiel.

L'affirmation de cette jeune industrie financière islamique entant que niche viable à LT, passe donc inéluctablement par l'optimisation des modes de gouvernance et des mécanismes de gestion de risque modernes et évolués.

D'un autre côté, l'exploitation de cette modernisation entant qu'important atout marketing, sera capitale pour drainer de nouveaux entrants rompus à l'offre conventionnelle et à la richesse de sa palette de produits.

Offrir à la clientèle des solutions financières islamiques complètes « One-Stop-Shop », est le gage d'assurer aux banques islamiques un développement de portefeuilles commerciaux conséquents, aujourd'hui toujours servis en banques conventionnelles.

Cependant et à travers des shari'a board, qui se doivent d'être compétents et autonomes, les banques islamiques doivent impérativement observer une extrême rigueur dans le respect du droit commercial islamique, afin de ne jamais se priver de leur qualité socio-éthique et de leur statut distinctif associé aux fondamentaux religieux et qui attirent une part croissante et considérable de clients musulmans. C'est la raison pour laquelle une nouvelle phase d'innovation semble s'imposer à cette jeune industrie.

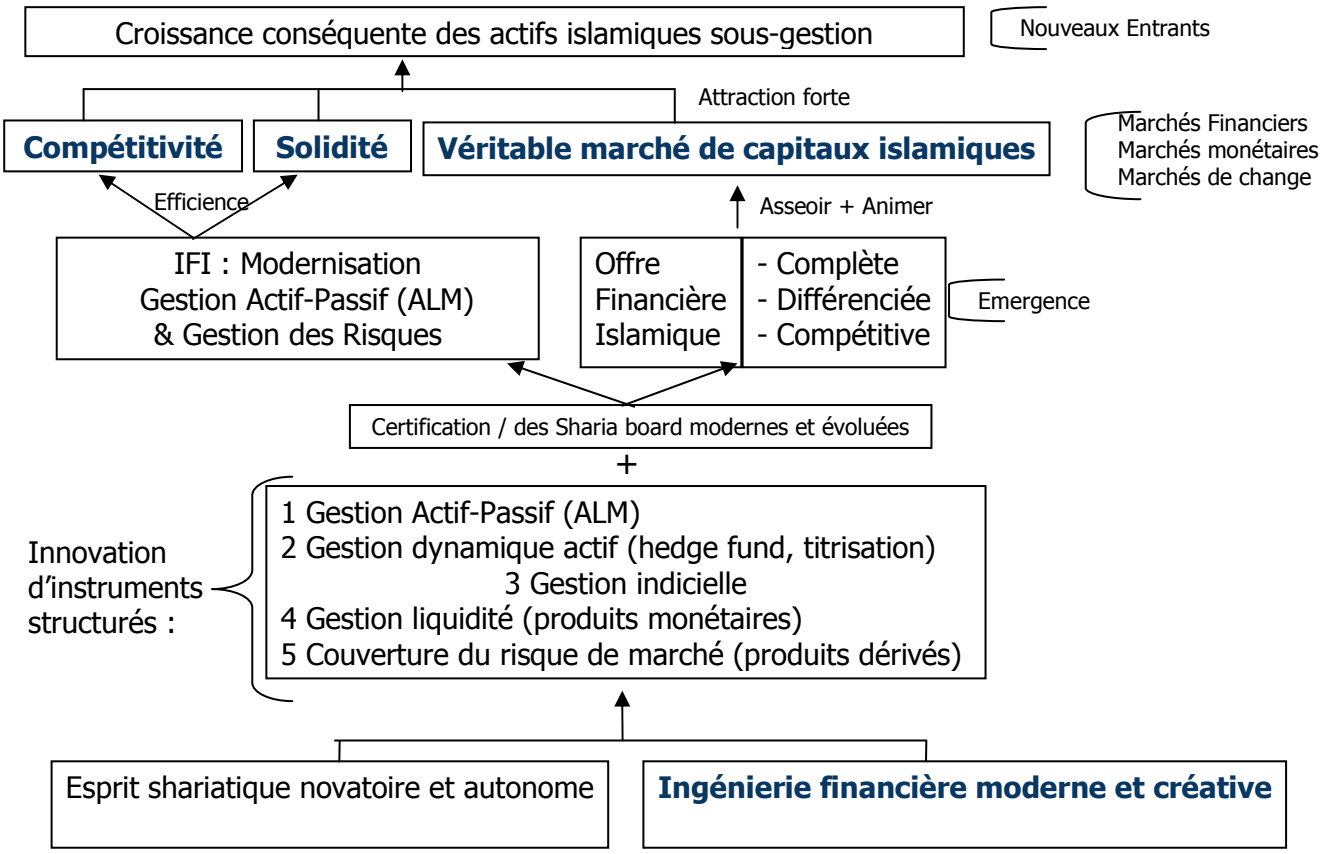
[11] Understanding Islamic Finance : Local Innovation and Global Integration par shamshad akhtar, Robert Hefner et Frank vogel.

« Problématique de la recherche : »

Une ingénierie financière, moderne, créative et conforme à la Shari'a, pourra elle constituer un levier stratégique de développement du système financier islamique, à travers l'innovation d'instruments structurés, plus sophistiqués de gestion d'actif-passif (ALM), gestion dynamique d'actif (Hedge Funds et titrisation), gestion indicielle, gestion de liquidité (produits monétaires), et couverture du risque de marché (Produits dérivés).

L'émergence d'une telle offre complète, différenciée et compétitive, dans un esprit shariatique tout à fait novatoire et autonome, serait elle un indispensable pré requis, pour accroitre l'efficience, la solidité et la compétitivité des banques islamiques et asseoir et animer de véritables marchés de capitaux islamiques, propices à l'attraction de nouveaux investisseurs et organismes financiers, assurant ainsi une croissance conséquente des actifs islamiques sous gestion ?

« Développement du Système Financier Islamique »



I-/ Défis de la Gestion Actif-Passif (ALM) des IFI :

1) Forte pénalisation par la non utilisation des produits dérivés :

Selon Anouar Hassoune, ex vice-président et senior credit officer chez moody's, responsable de notation des banques islamiques : « les capacités des IFI en matière de contrôle des risques sont limitées en raison de faiblesses qualitatives dans des domaines tels que la gouvernance et la quantification des risques, elles-mêmes reflétées par une gestion d'actif-passif encore largement perfectible, des portefeuilles d'investissements concentrés et des contraintes structurelles en matière de management de la liquidité. Malgré des bilans très liquides, les IFI ont toujours eu des difficultés à opérer une gestion actif-passif dynamique et efficiente. Ces difficultés sont exacerbées par le manque d'instruments alternatifs. La minimisation des risques inhérents aux transactions financières, passe par la création de différents produits et instruments de couverture, susceptibles en retour de favoriser l'innovation nécessaire dans le champs des produits structurés [12] ».

En effet la modernisation et l'efficience de la gestion actif-passif des Banques Islamiques est tributaire de l'emploi d'instruments structurés innovants, répondant aux besoins crucials de ces jeunes institutions à relever de grands défis de gouvernance et de gestion bilancielle.

2) Concentration des Portefeuilles de financement :

La majorité des instruments islamiques similaires aux produits dérivés, utilisés exclusivement pour des fins de couverture de risque de liquidité et/ou des risques de marchés, impliquent des transactions parallèles, des actifs tangibles et des tierces parties, ce qui limitent tant leur récurrence que leur flexibilité et par voie de conséquence, réduisent consécutivement la marge de manœuvre des risk manager.

« Les dérivés conformes à la loi islamique sont en effet très rares. C'est ce qui explique la concentration des portefeuilles de financement sur des solutions à courtes échéance autorisant un processus de re-tarification par le biais d'instruments tels que IJARA ou MOUSHARAKA, généralement re-tarifiées trimestriellement et qui se comporte comme des prêts à taux de profit variable. [13] »

3) Expositions des financements à maturité prolongée face à des refinancements CT :

Compte tenu de leur business model, les IFI s'exposent de plus en plus à des financements à LT. Alors que leur profil de refinancement est souvent très court. En conséquence et outre les mécanismes de re-tarifications périodiques capables de protéger les marges d'intermédiation, il serait également indispensable que les banques islamiques puissent faire face à ces défis de disparité grandissante des échéances actif-passif. L'ASSET-LIABILITIES MANAGEMENT passera dés lors probablement par un recours accru à des produits dérivés et/ou à des techniques de titrisation shari'a compliant.

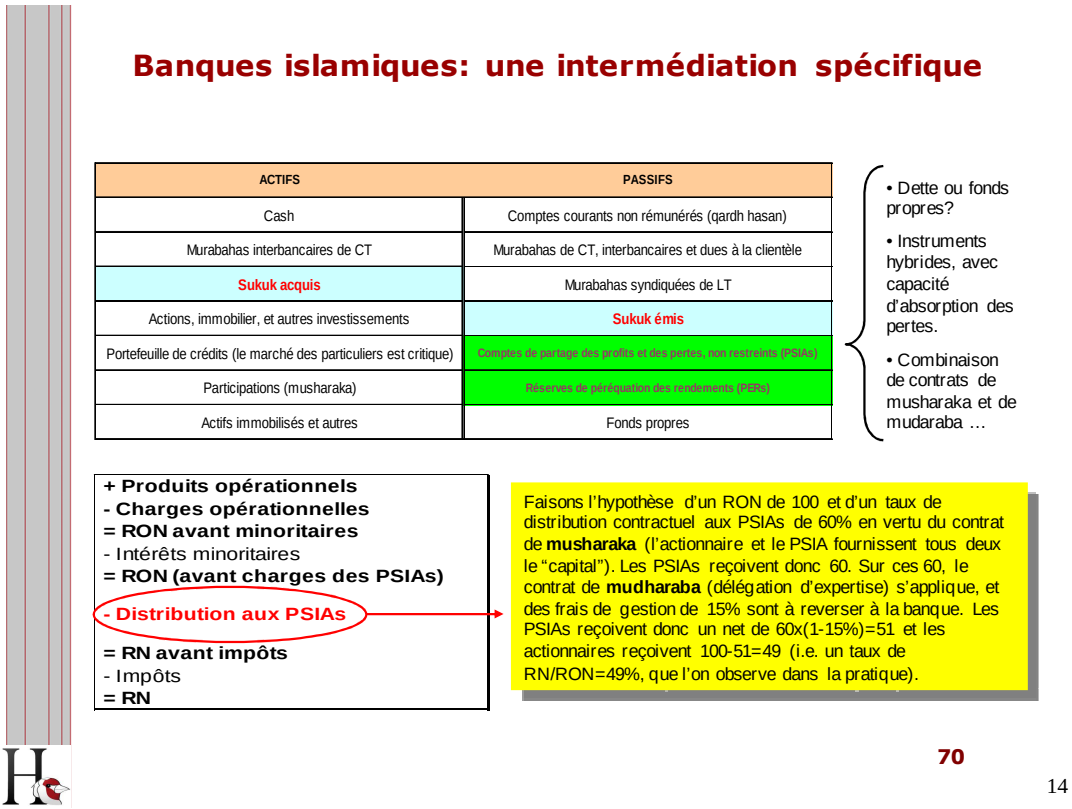
4) Limites des solutions à Moyen et Long Terme :

Malgré l'apparition de certaines évolutions sur le segment des échéances moyennes et longues par le biais des sukuks, ce marché reste étroit et illiquide, dont la taille se chiffre à peine à 110 Milliards $. Ces sources de financement, certes en rapide croissance, ne représentent en fait qu'une infime part des bilans des IFI, compte tenu de l'absence d'un marché secondaire favorisant les possibilités de refinancement y afférents.

[12] Annouar Hassoune, commentaire Moody's : Finance islamique, état des lieux de l'innovation. Avril 2010.
[13] Risk Issues at islamic financial institutions, rapport Moody's Janvier 2008.

5) Disparité des échéances des flux attendus actif-passif

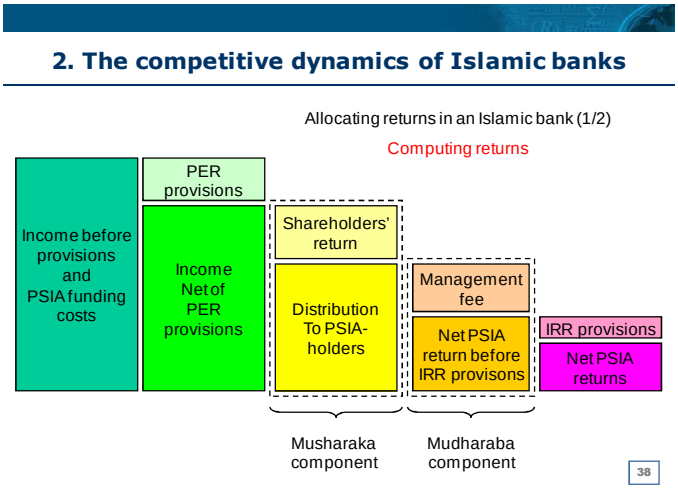
Les banques islamiques détiennent simultanément un portefeuille d'actifs à revenu fixe et un autre générant des taux de profit variable. A ce titre elles sont confrontées au défi d'identification, d'évaluation et de contrôle de risques issus des flux attendus d'actif et de passif en fonction de leurs échéances. Ces aspects de risques sont inhérents aux Bilans des IFI à cause de leur recours, comme source de financement, aux Comptes de Partage des Profits et des Pertes, CPPP et qui engendrent des rendements à priori volatils.

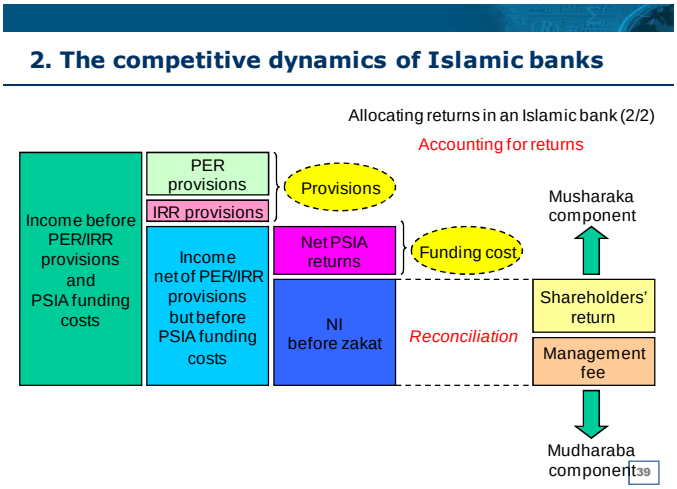


6) Limites des techniques de couverture par les réserves :

Contrairement aux banques conventionnelles qui ont recours aux instruments de SWAP, les IFI et dans l'objectif de minimiser l'impact de la fluctuation des taux de profit, ne peuvent s'appuyer actuellement que sur le lissage des rendements sur CPPP au moyen de :

- Réserves de péréquation des profits
- Réserves pour risque d'investissement



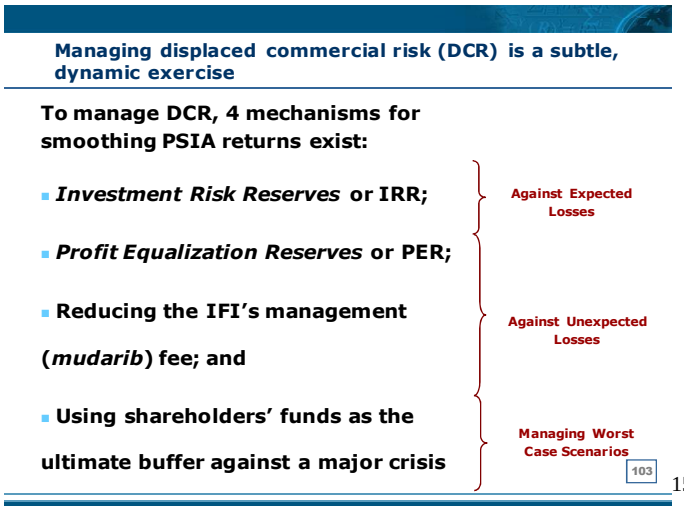


[14] Introduction to Islamic Capital Market par Anouar Hassoune

Or, la limite de cette démarche réside dans la difficulté grandissante de surveillance permanente et de normalisation des taux de profit surtout sur un cycle long, comparativement aux dépôts conventionnels, en prévention du Risque Commercial Déplacé « RCD ».

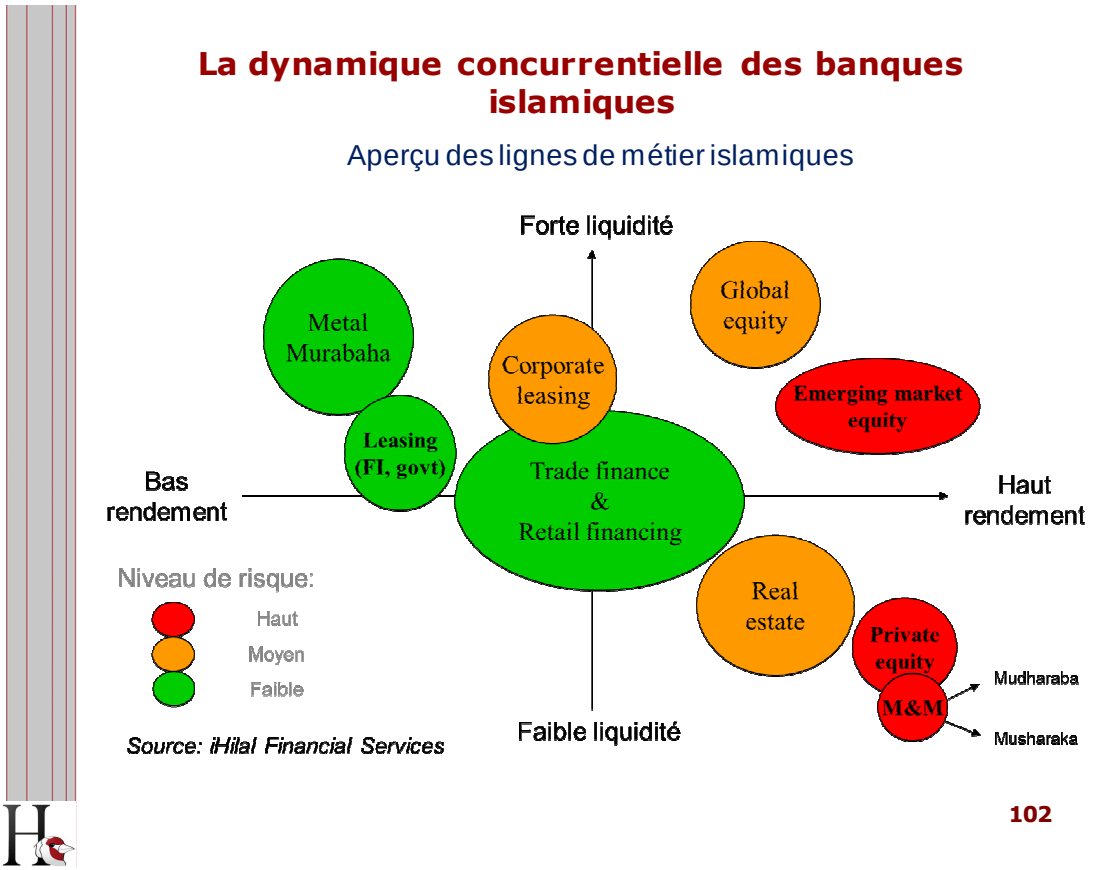
7) Contrainte de prévention du Risque Commercial Déplacé RCD :

Dans le cas où le rendement des CPPP ou PSIA « Profit Sharing Investment Account » est inférieur aux attentes des clients, le risque de retrait massif des fonds en direction de banques conventionnelles plus compétitives, reste omniprésent.



[15]

Cette situation risque d'affecter sérieusement la liquidité d'une banque islamique, voire même sa solvabilité. Face à cette contrainte les IFI recourent fréquemment et simplement à des ajustements, voire des indexations aux taux LIBOR à 6 mois, entant que benchmark.



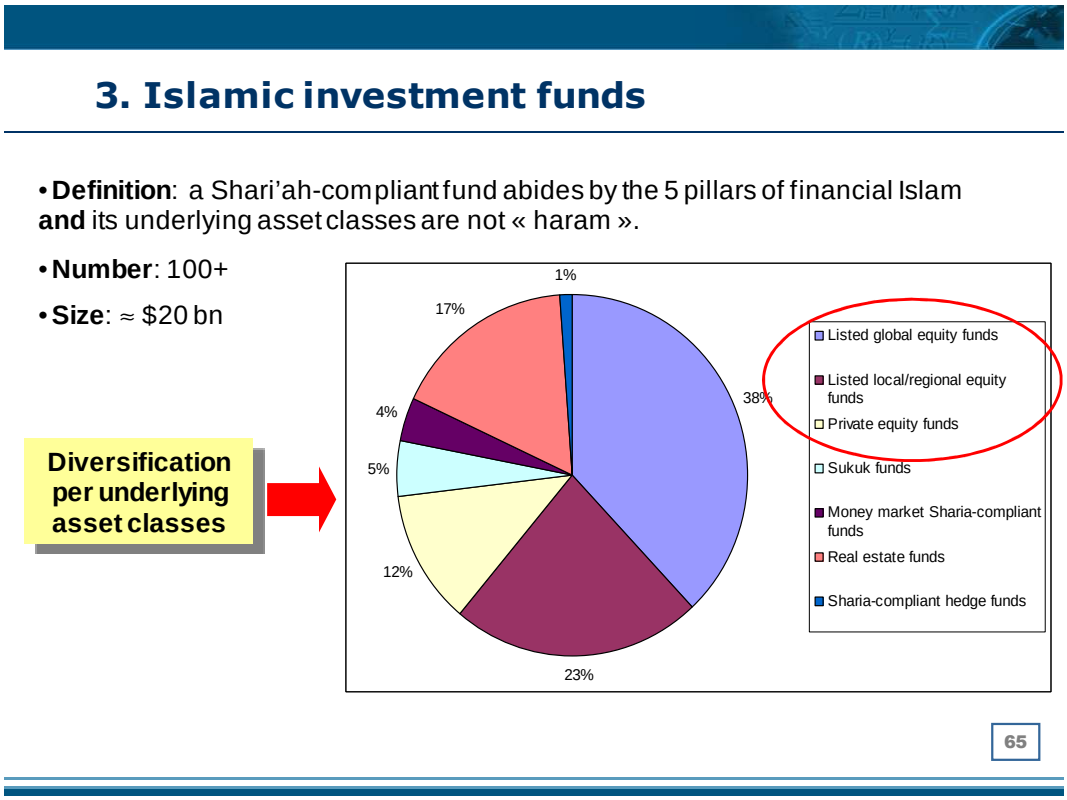
[15] Introduction to Islamic Capital Market par Anouar Hassoune

II-/ Gestion dynamique d'actif en finance islamique :

Les fonds islamiques de gestion d'actifs sont répandus et très appréciés car leur gestion est, par construction, plus transparente que celle des banques du fait de leur objectif unique : faire fructifier des fonds levés auprès d'investisseurs. Bien entendu, les conditions prévues par le droit islamique doivent prévaloir. C'est ainsi qu'il n'est pas possible de mettre des dettes dans l'actif des fonds.

« Les fonds islamiques peuvent être classés en trois grandes catégories : les fonds de dette, les fonds d'actions et les *hedge funds*. Dans tous les cas de figure, on crée, dans un premier temps, un fonds en utilisant la structure du *mudaraba* ou du *musharaka*. Le fonds émet alors des certificats, que l'on peut appeler *sukuk*, titres qui matérialisent l'investissement et donnent droit aux revenus correspondants. Ces certificats permettent au fonds de lever des ressources. La démarche varie ensuite selon la nature de l'actif traité. »[16]

On distinguera lors de cette recherche ces trois familles de fonds d'investissement islamiques :
- Fonds de dettes : Mourabaha et Ijara générant des revenus fixes (Fix-income)
- Fonds d'actions : Moudaraba et Mousharaka (Real estate, Private equity,...)
- Hedge Funds : Fortement Controversés et à prépondérance d'arbitrage spéculatifs et Produits dérivés.



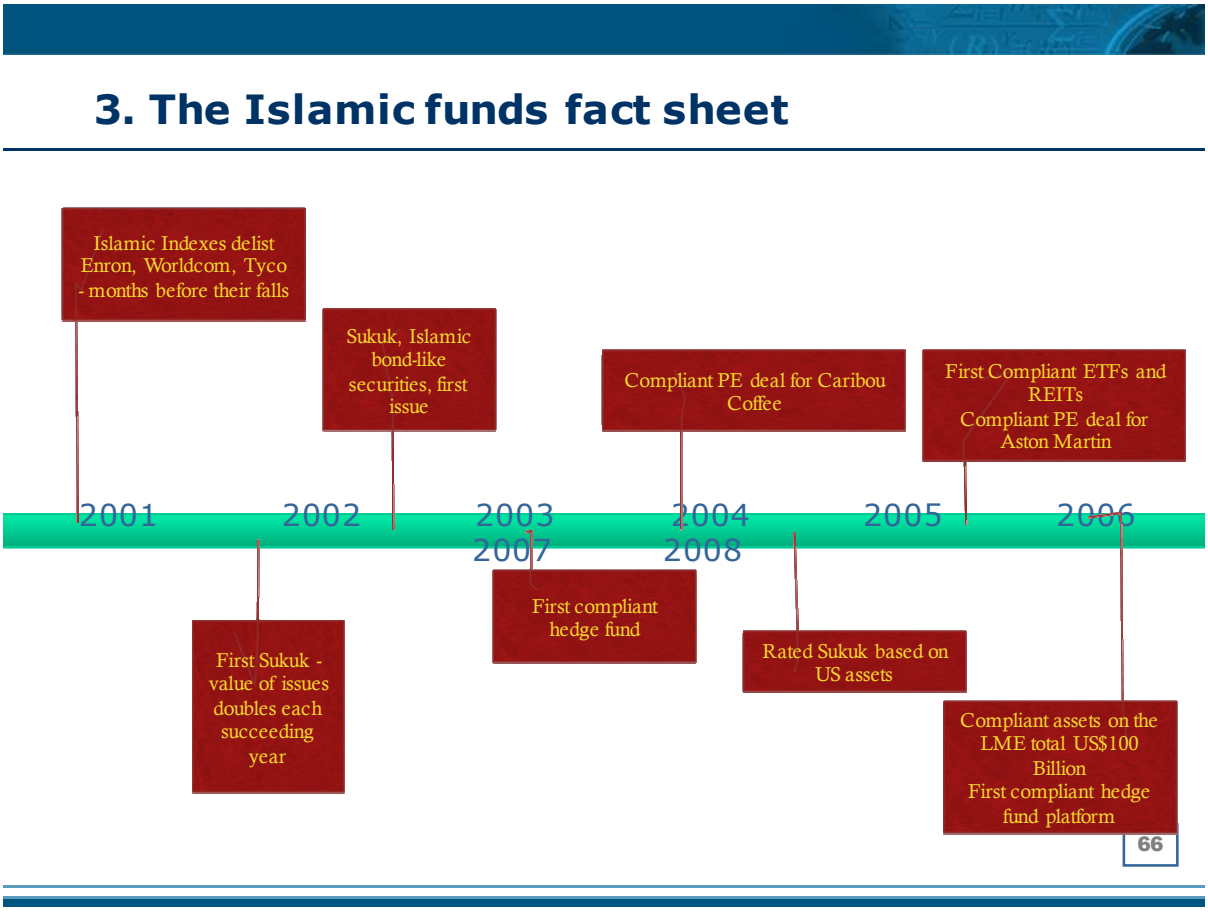
1) Les fonds d'actions :

Ce type de fonds investit dans des titres dont le revenu est variable comme ceux des *mudaraba*, des *musharaka* et les titres de capital (actions) licites au regard du droit islamique. En ce qui concerne ces derniers, les juristes modernes font la distinction entre les sociétés personnelles (*partnership*) et les sociétés anonymes.

Dans le premier cas, les décisions prises peuvent être attribuées à chacun des associés. Dans le second cas, la politique de l'entreprise étant fixée par la majorité des actionnaires, une décision donnée ne peut être attribuée à chacun des actionnaires en tant qu'individu. C'est ainsi que, si une société active dans un marché

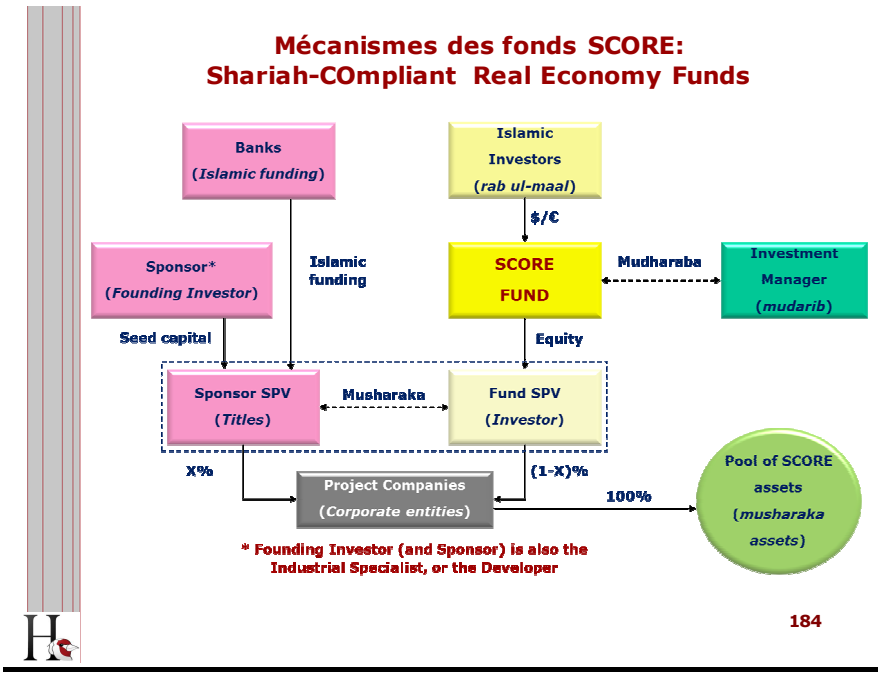
[16] Finance islamique, une illustration de la finance éthique, François Gueranger

licite perçoit incidemment un intérêt, cela ne rend pas pour autant l'ensemble de l'activité illicite. Le point illicite ne peut, en tout cas, être imputé à chaque actionnaire.



Un certain nombre de critères ont été établis pour l'investissement en actions :

- Critères de choix qualitatifs : Screenning négatif à travers l'exclusion des secteurs illicites
- Critères quantitatifs : éliminer les activités trop liées aux marchés de la dette
  - Total dettes / Capitalisation Moyenne Annuelle < 33%
  - Total créances / Capitalisation Moyenne Annuelle < 33%
  - Titres de trésorerie / Capitalisation Moyenne Annuelle < 33%
  - Intérêts perçus / Revenu global < 5%



1) Les fonds de dettes :

Les fonds levés sont investis dans des opérations de *murabaha* et d'*ijara*, produits de dettes classiques de la finance islamique qui sont à même de produire un revenu fixe. Le montant de ces revenus peut être prévu avec une bonne approximation. Cela permet, une fois déduite la rémunération du gestionnaire (*mudarib*), de servir ensuite à l'investisseur (*rabb al-maal*) porteur de certificat un revenu garanti.

On distinguera les fonds utilisant la *murabaha* des fonds basés sur l'*ijara*.

Les fonds basés sur la murabaha :

Un fonds utilisant la technique du *murabaha* pourra investir, notamment, dans des matières premières. Celles-ci, une fois acquises, seront revendues immédiatement à un tiers mais avec un paiement différé qui constitue une créance pour le fonds. Le profit de la vente représente le revenu du fonds, distribué au prorata entre les investisseurs.

Dans ces conditions, le portefeuille du fonds ne contient plus d'actifs réels mais compte de la trésorerie et des créances. Ni l'une ni les autres ne sont négociables au regard du droit islamique. Pour être licite au regard du droit islamique, le fonds doit donc avoir un capital fermé et ses certificats ne peuvent être négociables, sauf à être échangés à la valeur nominale.

Les fonds basés sur l'ijara :

La technique de l'*ijara* se rapportant à la location ou à la location-vente, l'actif des fonds de location est investi dans l'achat d'actifs réels comme des biens immobiliers ou mobiliers (équipements, véhicules…) afin de les mettre en location. La propriété des biens demeure au fonds qui récupère les loyers et distribue ces revenus aux investisseurs au prorata de leurs apports une fois prélevée la commission de gestion, fixe ou proportionnelle aux loyers.

Les certificats (*sukuk*) représentant une part de la propriété d'actifs réels, ils sont négociables notamment sur un marché secondaire. Leur prix s'établit sur la base des cours du marché.

2-3) Les Hedge Funds :

Les techniques développées par les *hedge funds* entrent difficilement dans le cadre du droit islamique : en effet, celui-ci interdit les opérations spéculatives, les ventes à découvert, l'utilisation des produits dérivés conventionnels (options, *futures*…).

Toutefois, l'ingénierie financière islamique peut amener à constituer des fonds dont les résultats pourraient être comparables aux *hedge funds* conventionnels. Les produits décrits dans les chapitre suivants peuvent être les briques pour bâtir des produits plus élaborés.

Le recours au contrat de *bai-salam* permet de synthétiser des contrats de *futures* dont le sous-jacent est composé d'actions en réglant immédiatement le prix d'actions à livrer ultérieurement à une date convenue.

Le *bai al-urbun* peut également se révéler utile pour synthétiser une option conventionnelle.

III-/ Gestion indicielle :

1- Les indices boursiers islamiques :

Les plus grands indices boursiers tels que le FTSE et le Dow Jones ont ainsi développé des indices islamiques, qui suivent un panier d'entreprises respectant la Shari'a. Ainsi, pour servir de repères aux investissements des institutions financières islamiques, le Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI) et le FTSE Global Islamic Index Series (GIIS) ont été lancés dès 1999, suivis en 2007 par les S&P 500 Shari'a.

Des grands savants musulmans spécialistes en droit commercial musulman participent à ces indices.

Le Dow Jones Islamic Market Index, indice boursier conforme à la Shari'a s'adresse aux entreprises ne pratiquant pas l'usure (Ribâ). Cet indice inclut ainsi des actifs de plusieurs pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord comme la Tunisie, nouvel arrivant. Au total, 150 entreprises y sont associées, représentant un marché de 7 milliards de dollars (4,8 milliards d'euros).

Les S&P 500 Shari'a, S&P Europe 350 Shari'a et S&P Japan 500 Shari'a ont été fondés sur des indices préexistants: S&P 500, S&P Europe 350 et S&P Japan 500, eux-mêmes « screenés » pour les rendre conformes aux principes de la Shari'a.

L'indice S&P/TSX 60 Shari'a créé récemment en 2009, exclut les sociétés proposant des produits et services non conformes à la loi islamique, telles les actions des sociétés dont les activités sont liées à l'alcool, aux jeux de hasard, aux produits du porc, au tabac… Les indices S&P Shari'a sont validés par Rating Intelligence Partners, une société de conseils établie au Koweït et spécialisée dans le marché d'investissement islamique. Les chercheurs de Ratings Intelligence Partners travaillent directement avec un conseil de surveillance islamique. Le conseil comprend des universitaires spécialistes de la loi islamique, dont le rôle est d'interpréter les questions d'affaires de même que les pratiques financières puis de faire des recommandations concernant la gestion de l'indice islamique.[17]

[18]

[17] Comprendre la finance islamique : Principes, pratiques et éthique par Tarik BENGARAI SG de CIFIE
[18] La finance islamique à la française, Jean paul Laramet, Figure Abdel Maoula Chaar

2- Deux exemples de certificats sur indices islamiques :

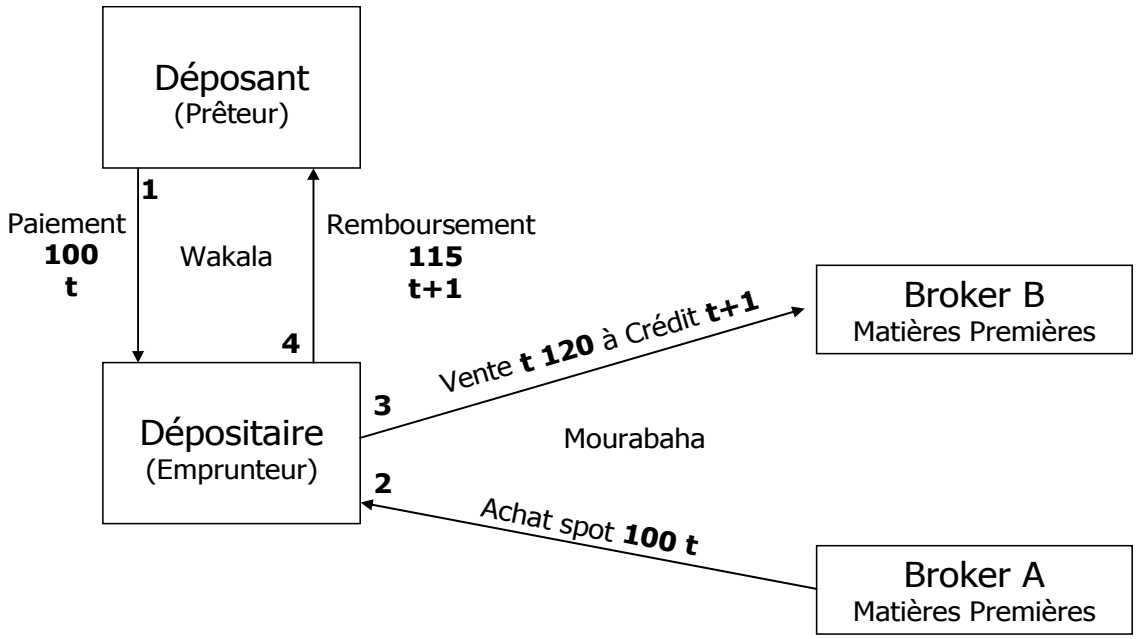
1- LLBI : « Islamic Certificat on the LLB Top 20 Middel east total return index »
- Emis par ABN AMRO Bank gestionnaire du certificat (the trustee / wakala)
- Géré par Lichtenschteinische Landers Bank (Moudarib / Invest Agent)
- Liquidité (waad swap) ⟍ Possibilité d'entrée et sortie par double waad

2- Five year Capital Protected Notes : Deutsh Bank et Dubai Islamic Bank
- Indexé au hedge funds de Goldman Sachs : DB-GSAM alps index
- Conformité Critiquée par Yusuf Talal Delorenzo (shuyukh Wall Street)

IV-/ Gestion de liquidité (Produits monétaires islamiques) :

Parallèlement à la Malaisie qui est entrain d'expérimenter une initiative très novatrice de marché interbancaire basé sur moudaraba au jour le jour, d'autres méthodes en l'occurrence en golf persique, sont actuellement utilisées pour la gestion de liquidité interbancaire à savoir les Quard Hassan Parallèles interbancaires avec des lignes réciproques entre établissements.

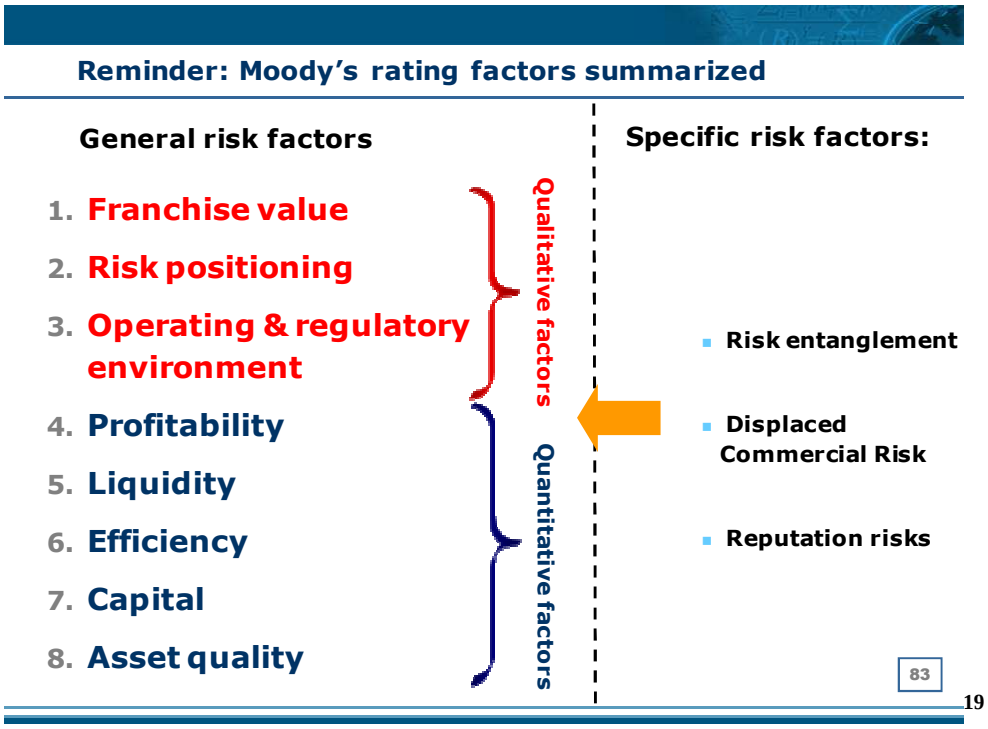
Mais ce qui reste communément usuel et le modèle basique de commodity-based mourabaha :



V-/ Gestion du risque de marché en banques islamiques :

Les IFI sont confrontés à sept catégories de risque :

- Risques Opérationnels
- Risques de liquidité
- Risques de change
- Risques de remboursement anticipés
- Risques de Taux de profit
- Et risques de volatilité des prix d'actifs (risque de marché)



[19]

Théoriquement, la plupart des acteurs de l'industrie financière islamique considèrent les dérivés comme hautement spéculatifs. Par ailleurs le rejet par les IFI des transactions à fort effet de levier, impliquant les dérivés aux fins de transfert de risque, prive les banques islamiques d'intéressantes possibilités de réduire le risque de marché et indirectement renforcer leur liquidité.

Cependant en droit commercial islamique, il existe pourtant deux grands types d'accords contractuels qui présentent des caractéristiques similaires aux dérivés et permettent la vente d'objets intangibles. Ces contrats, qui ont pour nom salam (paiement anticipé et livraison différée) et istisnaa (financement progressif et livraison différée), sont antérieurs à l'Islam mais ont été approuvés par les compilateurs de la tradition prophétique. Les principes qui les régissent sont les mêmes que ceux des contrats à terme conventionnels, mais ils demeurent, à certains égards, sujets à controverse aux yeux des juristes classiques.

Mais en réalité, les IFI recourent effectivement à l'usage implicite et parfois même explicite de produits dérivés que nous essayerons d'étayer ci-après :

[19] Introduction to Islamic Capital Market par Anouar Hassoune

A) Incorporation de composantes dérivées dans Salam et Istisnaa :

En dehors de tout stratagème de contournement, il fallait tout simplement se rendre à l'évidence que même les contrats classiques de la finance islamique et qui ont été directement et explicitement autorisés par le Prophète (que le salut et la prière soient sur son âme), incorporent clairement des composantes dérivées, relevant du pure gharar (incertitude et asymétrie du risque) non modéré (yassir) et qui peuvent éventuellement nourrir une sérieuse réflexion autour des raisons de leur licéité, tirant ses soubassements théologiques de la maslaha (intérêt de la communauté) pour le bien général de l'économie.

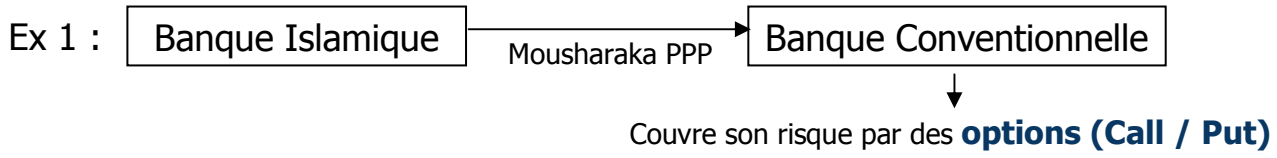
En effet le SALAM et l'ISTISNAA présentent les intéressantes caractéristiques suivantes et qui sont sources d'inspiration des ingénieurs financiers islamiques dont leur quête de création d'instrument islamiques de couverture de risque (dérivées) :

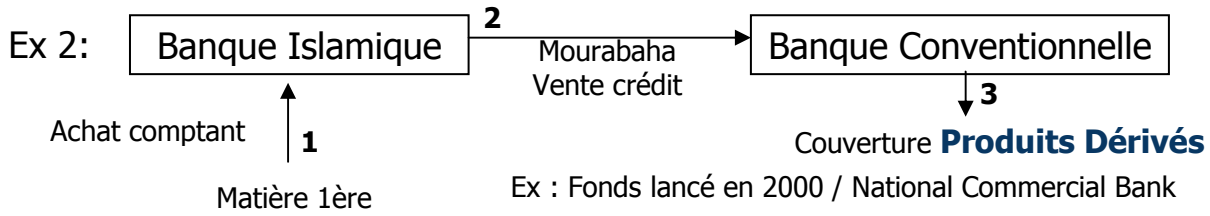
- Montrent une claire flexibilité quant aux : Délai de paiement, Prix et Existence préalable du sous-jacent
- Portent en eux l'esprit des dérivés : paiement anticipé avec livraison à terme et descriptif du livrable
- Acceptent explicitement un gharar utile : Négociation du prix à terme portant le risque d'être biaisé
- Acceptent implicitement un surcout rémunérant le délai d'attente du bailleur de fonds

Un autre exemple pratique d'utilisation implicite des dérivés dans des contrats courants et usuels de la finance islamique et celui des Sukuk convertibles en actions qui sont tout simplement assortie clairement de bon de souscription en action !

B) Utilisation implicite des produits dérivés par les IFI :

En pratique et tout en restant parfaitement et proprement à distance, certains IFI sous-traitent ou délèguent cette gestion du risque de marché, auprès de banques conventionnelles soient à travers des mourabaha dans une optique de pure transfert de risque ou carrément des moucharaka, laissant le soin à son associé « conventionnel » d'opérer pour le compte de leur entreprise commune, les transactions nécessaires sur les dérivés pour assurer le « sale boulot » à sa place, sans qu'elles y soient directement impliquées.





Ex 3 : Fonds lancé par la National Commercial Bank en Arabie Saoudite en 2000

« Ce fonds opère comme un fonds commun de placement ordinaire mais fait intervenir des opérations de murabaha et des options d'achat (stratégie de spread haussière) par le biais d'un intermédiaire-conseil tel qu'une banque d'affaires. Le fonds vise à réaliser une plus-value dans une limite prédéterminée dictée par le taux de participation dans l'indice sous-jacent. Les investisseurs réalisent une plus-value uniquement par le biais d'un fonds murabaha fermé, dont les actifs sous-jacents ne leur appartiennent pas, ce qui les met dans l'impossibilité d'émettre une option (urbun) pour se couvrir contre une baisse potentielle de l'indice sous-jacent. Dans ce cas, la banque d'investissement (la partie négociatrice) sert de tampon entre l'IFI et la

transaction financière et est utilisée pour tirer parti des instruments dérivés. La banque d'investissement achète un call (qu'elle n'exercera qu'en cas de baisse de l'indice) et vend simultanément un call à découvert. Le prix d'exercice plafond est le niveau de l'indice majoré du bénéfice, et lorsque ce plafond est franchi en raison d'une hausse de l'indice, l'intermédiaire vend le long call qu'il reçoit et perçoit alors sa commission. L'argument de commercialisation du fonds était la protection du capital, obtenue par le biais du call, sans garantie. [20]».

Cet exemple du recours à un 'intermédiaire' est l'une des nombreuses techniques que les IFI utilisent, par le biais des services de banques d'investissement conventionnelles, afin d'éloigner les investisseurs islamiques de stratégies considérées comme inacceptables, car saturées de produits dérivés.

C) Utilisation « Explicite » des produits dérivés par les IFI :

Tout d'abord il serait judicieux d'élucider les deux principales sources de controverse relative à l'utilisation des produits dérivés :

- 1ère Objection « Gharar » : Asymétrie du risque entre les parties, manque de transparence, information inadéquate, incertitude,…

- 2ème Objection « Maysir » : Spéculation Hasardeuse

Dans une tentative d'explorer les pistes de clarification des aspects fondamentaux du Gharar et du Maysir et d'expliciter distinctivement les séparations concrètes entre la spéculation et la couverture, des experts jurisconsultes contemporains et par commodité (maslaha moursala) et intérêt de bon fonctionnement de l'économie, ont commencé à autoriser l'usage de certains dérivés islamiques favorisant la stabilité des prix et présentant des bénéfices de couverture largement supérieurs aux effets négatifs de leur composante gharar.

Certains professionnels du secteur réexaminent depuis peu l'ingénierie des contrats islamiques, dans le but de créer des instruments dérivés conformes à la shari'a. Ainsi, des ingénieurs financiers hautement compétents au sein de banques conventionnelles à fenêtres islamiques, des banques islamiques des plus évoluées, des économistes et quelques experts de la shari'a ont associé leurs efforts pour développer des produits dérivés islamiques.

Dans ce cadre, les juristes se penchent de plus en plus sur des concepts tels que le khiar, l'urbun et le wa'ad afin de les constituer en contrats.

Le khiar concerne la possibilité d'ajouter une modalité conditionnelle à un contrat.

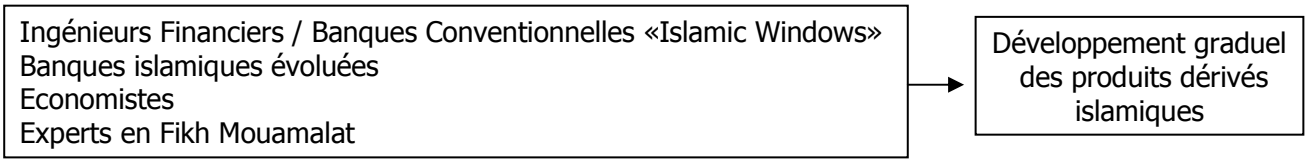
L'urbun consiste en un acompte versé par l'acheteur pour montrer sa bonne foi au vendeur quant à la réalisation future d'une transaction commerciale.

Le wa'ad, (le concept le plus récent mis en avant, mais aussi sans doute le plus controversé), est une promesse unilatérale généralement irrévocable. Bien qu'il continue de faire l'objet de critiques du point de vue conceptuel.

« Cet instrument est en pratique devenu une promesse contractuelle du fait de la grande flexibilité qu'il offre. Il permet par exemple de répliquer le profil d'un contrat de change à terme : l'émetteur du contrat s'engage unilatéralement à acheter ou à vendre un montant donné d'une devise contre une autre à une date et à un taux prédéterminés. Si le contrat prévoit que la promesse n'a pas force obligatoire, l'acheteur peut alors

[20] Islamic Finance - Law, economics, and Proactive - par Mahmoud A. EL-Gamal

choisir d'exécuter ou non le wa'ad en échange d'une commission non-remboursable, ce qui en définitive est équivalent à un put ou un call[21] ».



Ainsi une première concrétisation d'initiative d'innovation en la matière a pu voir le jour grâce à la collaboration entre l'ISDA[22] et l'IIFM[23], produisant ainsi un cadre contractuel explicatif des transactions dérivées conformes à la shari'a dénommé TAHAWWUT Master Agreement

D) TAHAWWUT Master Agreement :

L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) est l'une des plus grandes associations financières internationales, regroupant 830 membres dans 58 pays à travers le monde. Depuis sa création en 1985, elle représente les acteurs du secteur des dérivés de gré à gré et vise à renforcer le recours aux dérivés comme outil de gestion des risques.

Sa principale contribution tient au développement des ISDA Master Agreements (1992, 2002 et 2010), une série de documents couvrant un large éventail de transactions dérivées. Elle émet également des opinions juridiques sur le secteur et favorise la compréhension et le traitement des dérivés et de la gestion du risque du point de vue des politiques et des règlements publics.

En collaboration avec l'International Islamic Financial Market (IIFM), dont le but est de développer la finance islamique grâce à de nouveaux produits normalisés conformes à la shari'a, l'ISDA vient de publier le Tahawwut (couverture) Master Agreement. Supervisé par le Conseil de Conformité de l'IIFM et conçu avec l'aide des acteurs du marché, il fournit un cadre contractuel explicatif traitant des transactions dérivées conformes à la shari'a.

En les documentant, le Tahawwut Master Agreement confirme la validité des quelques transactions dérivées déjà utilisées dans le monde de la finance islamique. Il détaille en outre le fonctionnement des transactions susceptibles d'intervenir dans le futur (Designated Future Transactions), telles que les Profit Rate Swaps et les échanges de dépôts. Par ailleurs, il précise les modalités concernant les défauts et la compensation de chacune des transactions prévues par les ISDA Master Agreements en 1992 et 2002. Il fournit également des avis sur la conformité à la shari'a et sa représentation, le droit applicable et la résolution des litiges, le dénouement anticipé et les mécanismes de double clôture.

Les parties désirant conclure des transactions au titre du Master Agreement sont tenues de fournir les documents de confirmation y afférents, et une documentation doit être créée lorsque les parties proposent de conclure des Designated Future Transactions.

Une fois les termes juridiques standardisés et lorsque le cadre réglementaire sera devenu plus favorable, il faudra s'attendre à ce que le marché des produits dérivés islamiques connaisse un nouvel essor.

[21] Etude réalisée sur le Waad par Allen & Overy
[22] International Swap and Dérivative Association à Londres
[23] International Islamic Financial Market

E) Catalogue produits « Dérivés islamiques » :

Salam	Vente avec paiement anticipé et livraison différée
Istisnaa	Fabrication sur commande avec paiement échelonné

Urbun	Promesse d'achat ou vente à terme / versement d'arrhes
Waad	Promesse unilatérale irrévocable d'achat ou de vente
Khiyar al-shart	Option de stipulation : droit d'annulation / une période
Khiyar al-tayeen	Option de choix : 1 article parmi une variété d'un objet

Istijrar	Mourabaha MP + option fixation prix par intervalle
Mourajaha	Swap de devise : Qard Hassan parallèle de 2 devises
Mouadalatou arbah	Profit Rate Swap : échange de mourabah CT par LT

Bai al-uhda	Reprise du bien vendu si restitution du prix
Bai al-wafa	Bai al-uhda mais avec mise en gage « Rahn »
Bai al-istighlal	Vente Propriété + location (usufruit) du bien vendu

Tawaruq	Reverse mourabaha sur le même bien / un tiers
Bai al-ina	Buy Back : double vente avec ou sans tiers
Bai al-dain	Dérivés de crédit : Vente de dette

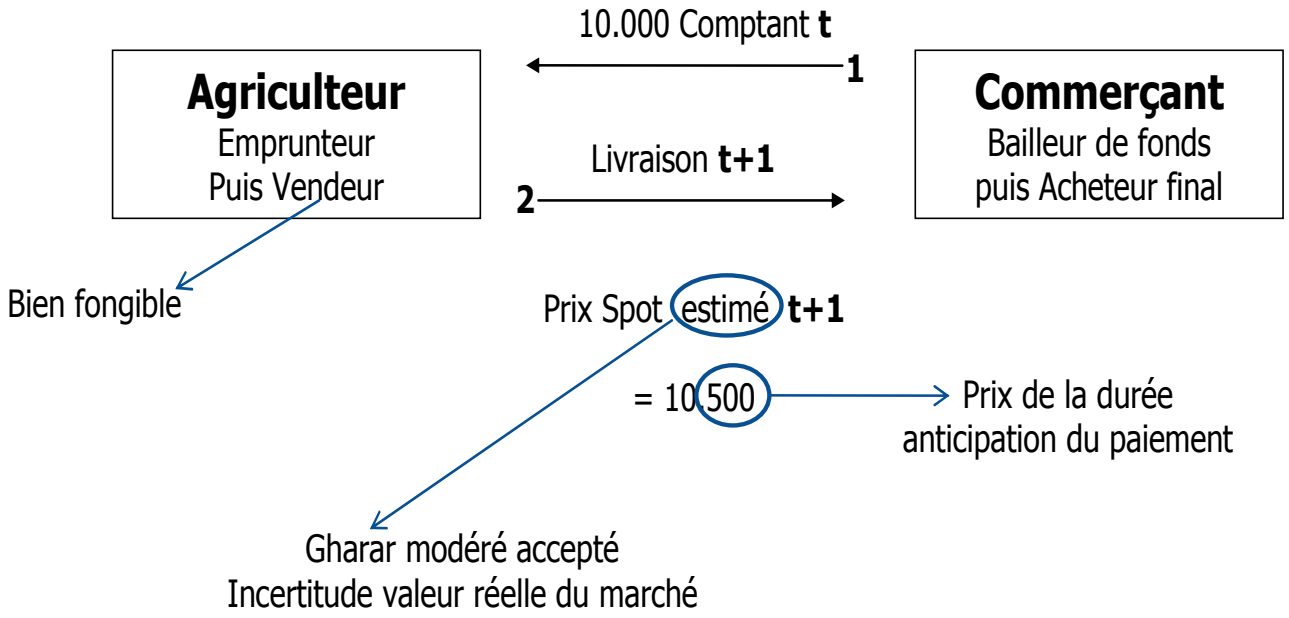
Illicite

E-1) SALAM basique :

Dans le cas du salam, les jurisconsultes ont conscience du besoin économique pour ce type de contrat, notamment pour permettre aux agriculteurs d'avoir accès au capital par le biais du prix payé pour le salam, grâce auquel ils peuvent se procurer semences et engrais.

Les juristes mettent également en lumière un degré de spéculation incorporé au contrat, puisque le prix à terme est généralement supérieur au prix payé à l'avance. En raison de cette incertitude, les juristes classiques ont stipulé un certain nombre de restrictions pour éliminer les éléments de gharar et de riba.

L'imposition de ces restrictions sévères montre que certains experts islamiques ont tendance à mettre l'accent sur une interprétation étroite des termes du contrat. Leurs études et leur interprétation sont parfois excessivement juridiques et rigides, en faisant fi des bénéfices que ces instruments peuvent apporter lorsqu'ils sont utilisés aux fins de couverture contre divers facteurs de risque.

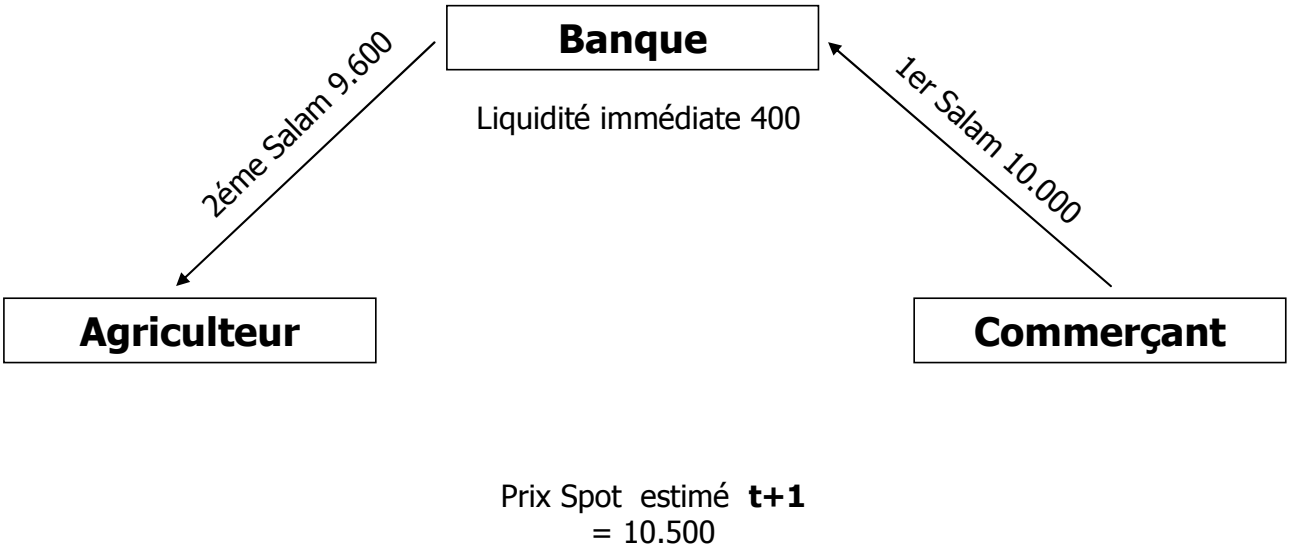


Le Salam ou Bay al-Salam (vente avec paiement anticipé et livraison différée du bien) reste un contrat approuvé à l'origine pour la livraison différée afin de faciliter l'activité des agriculteurs dans l'attente de la récolte. De nos jours, il est également appliqué à la production de matières premières et de biens fongibles[24] en général. Les conditions généralement admises sont que la date de livraison, le lieu, la qualité et la quantité doivent être spécifiés à l'avance, sachant que toute déviation par rapport aux termes du contrat peut conduire à son annulation.

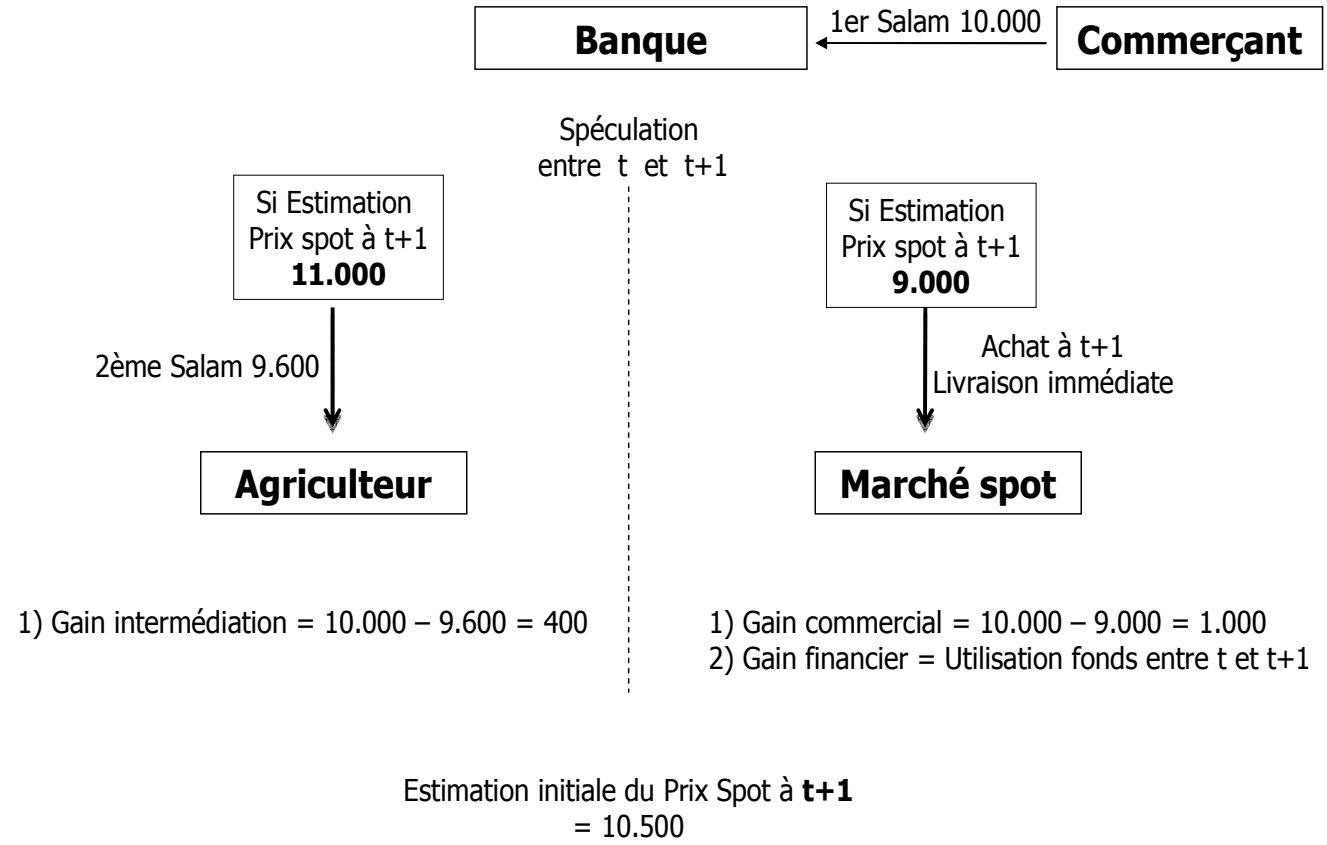
Si la plupart des experts s'accordent sur les principes généraux, les opinions divergent cependant quant à savoir si cet instrument peut être utilisé à des fins purement financières, sans la vente d'un actif sous-jacent. Actuellement, seule l'école Malikite[25] entérine l'usage financier des contrats de salam mais il s'agit là d'une opinion minoritaire, peu répandue parmi les pays islamiques. L'école Malikite permet également la vente d'un actif à un tiers avant sa livraison dans le cadre d'un contrat de salam. Ces deux pratiques ont fait l'objet d'une attention considérable en raison des divergences d'opinion des experts, mais l'absence de conclusion définitive à cet égard freine leur application généralisée au sein des marchés financiers islamiques.

[24] Biens échangeables ou remplaçables en tout ou partie. Exemples : matières premières ou valeurs mobilières
[25] La troisième des plus importantes écoles de *fiqh* (sunnites), dominante en Afrique et suivie par 15% des Musulmans.

E-2) SALAM bancaire classique :



E-3) SALAM bancaire parallèle :



C'est une autre version du contrat de salam digne d'attention car faisant l'objet d'un plus large consensus parmi les juristes classiques. Les experts contemporains et les banques islamiques ont rendu son application légitime en exploitant des failles dans la jurisprudence islamique.

Comme son nom le laisse entendre, le salam parallèle permet la signature simultanée de deux contrats, le salam court (vendeur) et le salam long (acheteur), et peut également impliquer un tiers (intermédiaire) de telle manière à ce que les deux contrats ne soient pas liés.

Cet arrangement permet aux deux parties d'avoir des engagements l'un envers l'autre pour la livraison du même montant au même lieu. Ces engagements mutuels peuvent être annulés en vertu du principe dit de 'liquidation de dette', sachant que la dette ne peut pas faire l'objet d'un échange. A l'origine, ce contrat était réservé uniquement aux particuliers mais suite à plusieurs appels contre cette règle, son utilisation a désormais été étendue aux entreprises afin d'aider les établissements financiers islamiques à concurrencer les banques conventionnelles.

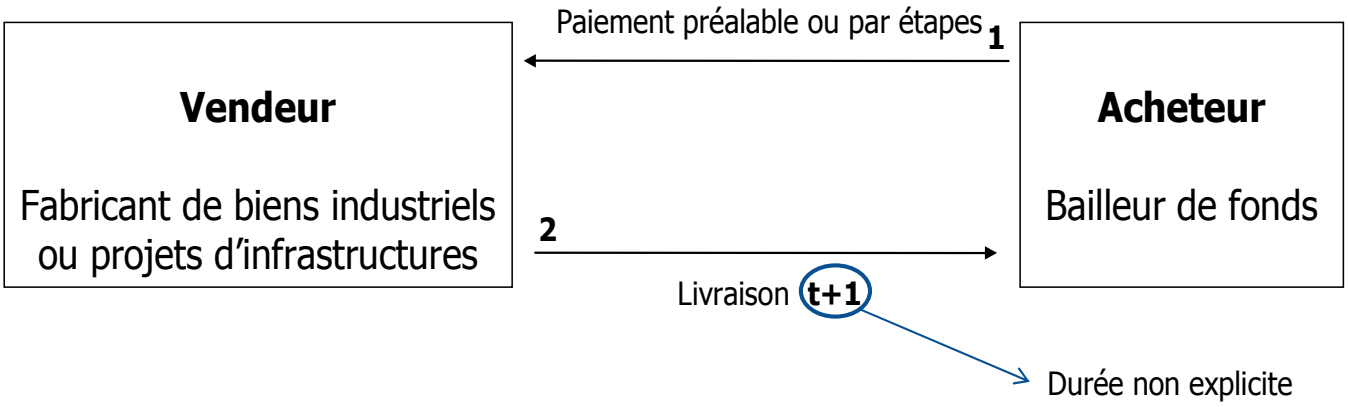
Certains Conseils de Conformité ont en outre dénoncé la restriction originelle, en soulignant l'efficience de ce contrat, en ce sens qu'il permet un accès sécurisé au marché ainsi que la réduction des risques politiques et inflationnistes.

E-4) ISTISNAA :

L'Istisnaa, littéralement « demande de fabrication », est un contrat portant sur une opération de troc avec livraison différée qui s'applique à des biens précis fabriqués sur commande.

Les principes généralement admis sur lesquels se fonde cette pratique restent flous, mais il diffère du contrat de salam au regard des aspects suivants: le bien concerné est toujours non-fongible[26], la date de livraison n'est pas prédéfinie, le prix total n'est pas payé à la signature, et il peut être annulé mais uniquement avant que le vendeur ne commence le processus de fabrication. Son point commun avec le salam est qu'il sert à financer la production d'un bien à venir, ce qui apparaît au passif du bilan du vendeur.

Toutefois, en raison de sa nature axée sur la fabrication, l'opération et le transfert de droits de propriété (notamment en matière de financement de projets et d'infrastructure), l'application de ce contrat à des fins purement financières est limitée, et il est utilisé principalement dans le cadre de transactions de leasing ou de titrisation d'obligations islamiques.



Montage souvent associé au contrat IJARA
BOT (Build, Operate and Transfer)

[26] Biens non-remplaçables tels que des projets, ponts, routes etc.

E-5) URBUN :

Le concept de Urbun (vente avec versement d'arrhes) présente des caractéristiques très similaires aux calls avec des conditions non-contraignantes pour l'acheteur, mais pas pour le vendeur, de l'opinion des juristes tant classiques que contemporains.

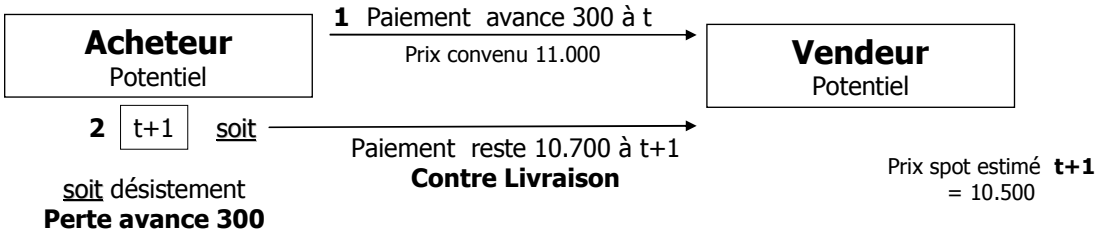
Toutefois, les avis sont partagés quant à sa permissibilité, bien que les ventes avec versement d'arrhes soient désormais largement répandues et que le vendeur soit compensé du fait de devoir attendre au moyen d'une option incorporée.

L'urbun est un contrat qui permet à l'acheteur d'un bien de verser un acompte (prime) avant d'en prendre livraison. Si la vente est menée à bien, cet acompte est déduit du prix final du bien. Dans le cas contraire, il est cédé au vendeur à titre de don.

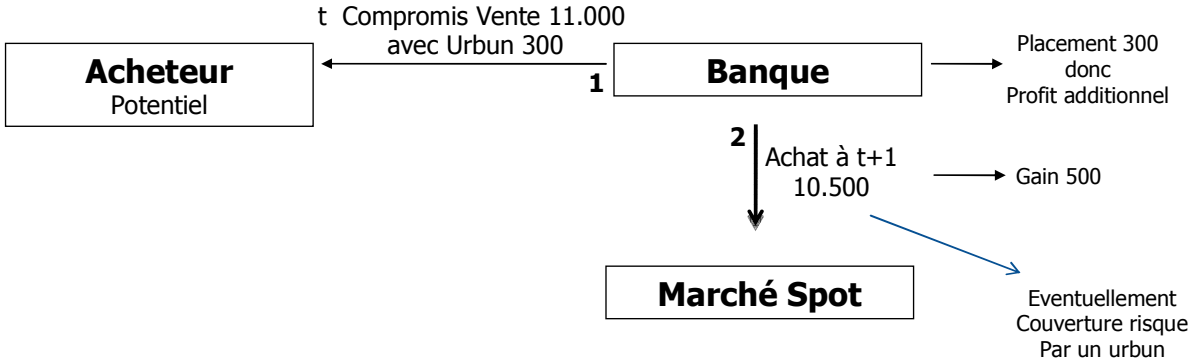
Cette pratique était interdite par les juristes classiques pour des raisons de tradition prophétique et de gharar puisqu'aucun délai précis n'est fixé pour compenser le vendeur, qui ne devrait pas avoir à attendre indéfiniment pour que l'acheteur exécute la vente. Toutefois, au vu des doutes entourant la « chaîne de narration »[27], l'Académie du Fiqh (l'organisme juridique international le plus prestigieux) a décidé de déclarer permissible la vente avec versement d'acompte. Cette décision finale a été annoncée à Brunei en 1993.

Il existe une différence juridique mineure entre un call américaine et une vente avec versement d'acompte, mais celle-ci n'est généralement pas prise en considération dans le cadre de transactions reposant sur un contrat urbun (le mot arabe décrivant la vente d'option).

Cette différence tient au paiement final lors de l'exercice de l'option, versé à l'émetteur du call, qui exclut la prime, déduite du prix total. De surcroît, en général, le « dépôt » attaché à un urbun peut différer significativement en valeur de la prime versée au titre d'une option conventionnelle équivalente.



NB : revente urbun illicite → détachement actif sous-jacent → conversion en actif monétaire



[27] La Chaîne de narration ou *hadith* est un recueil de textes rapportant les paroles, actions et acquiescement ou désapprobation implicites ou explicites du Prophète.

Il est à souligner que la permissibilité des options dans le contexte de la finance islamique est tout aussi révélatrice. L'argument est qu'il existe une différence entre une option (le droit mais pas l'obligation de décider d'une action) et le négoce de ladite option.

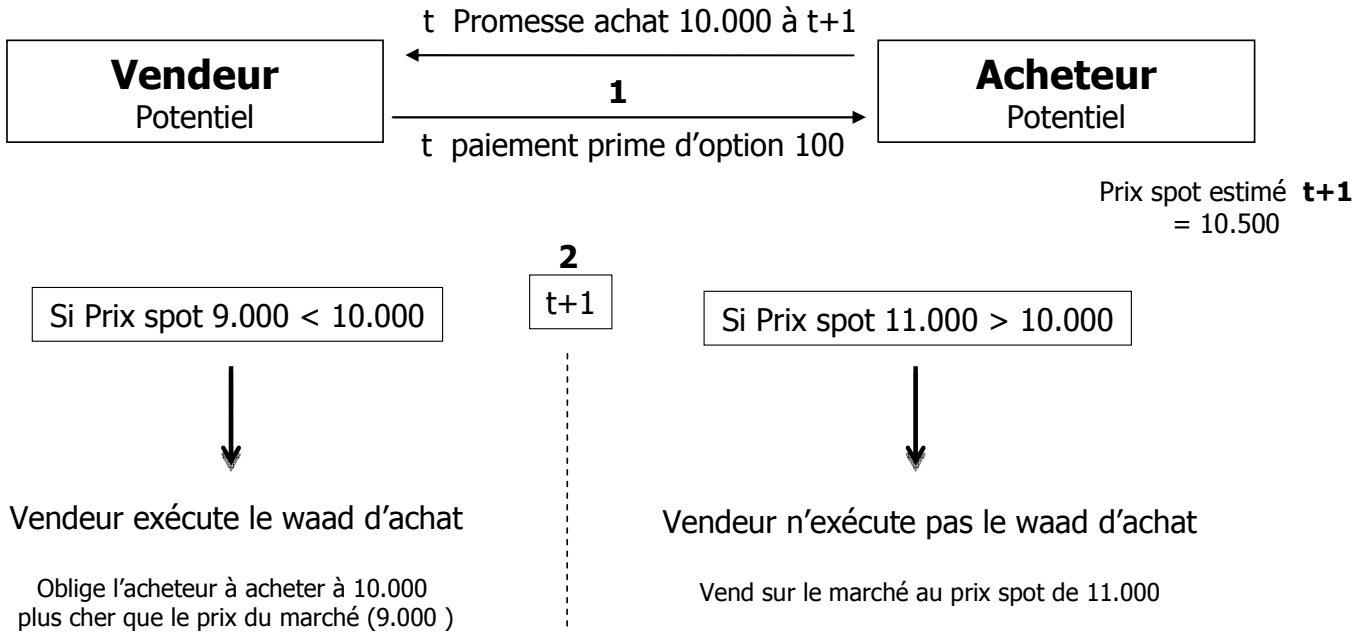
Si l'option est adossée à la livraison d'un actif, elle est alors compatible avec les modèles islamiques de permissibilité. En revanche, lorsqu'une option est convertie en un actif monétaire dans le cadre de son négoce, elle entre alors dans le champ de l'interdiction du riba car les droits ne peuvent être négociés moyennant un prix[28]. Kamali estime que l'exercice et le négoce d'une option ne sauraient être contestables car il s'agit d'opérations similaires aux négoces d'autres types (mubâh) qui représentent l'expression plus large d'une liberté fondamentale. En raison des divergences d'opinions parmi les experts classiques et contemporains, seule l'incorporation d'options est autorisée à l'heure actuelle.

E-6) WAAD :

Le concept du Waad est le plus récent en matière de loi coranique pouvant faciliter la création de dérivés islamiques. A l'origine, cette promesse unilatérale (mais qui a généralement force obligatoire) a été examinée dans le contexte d'un contrat de murabaha.

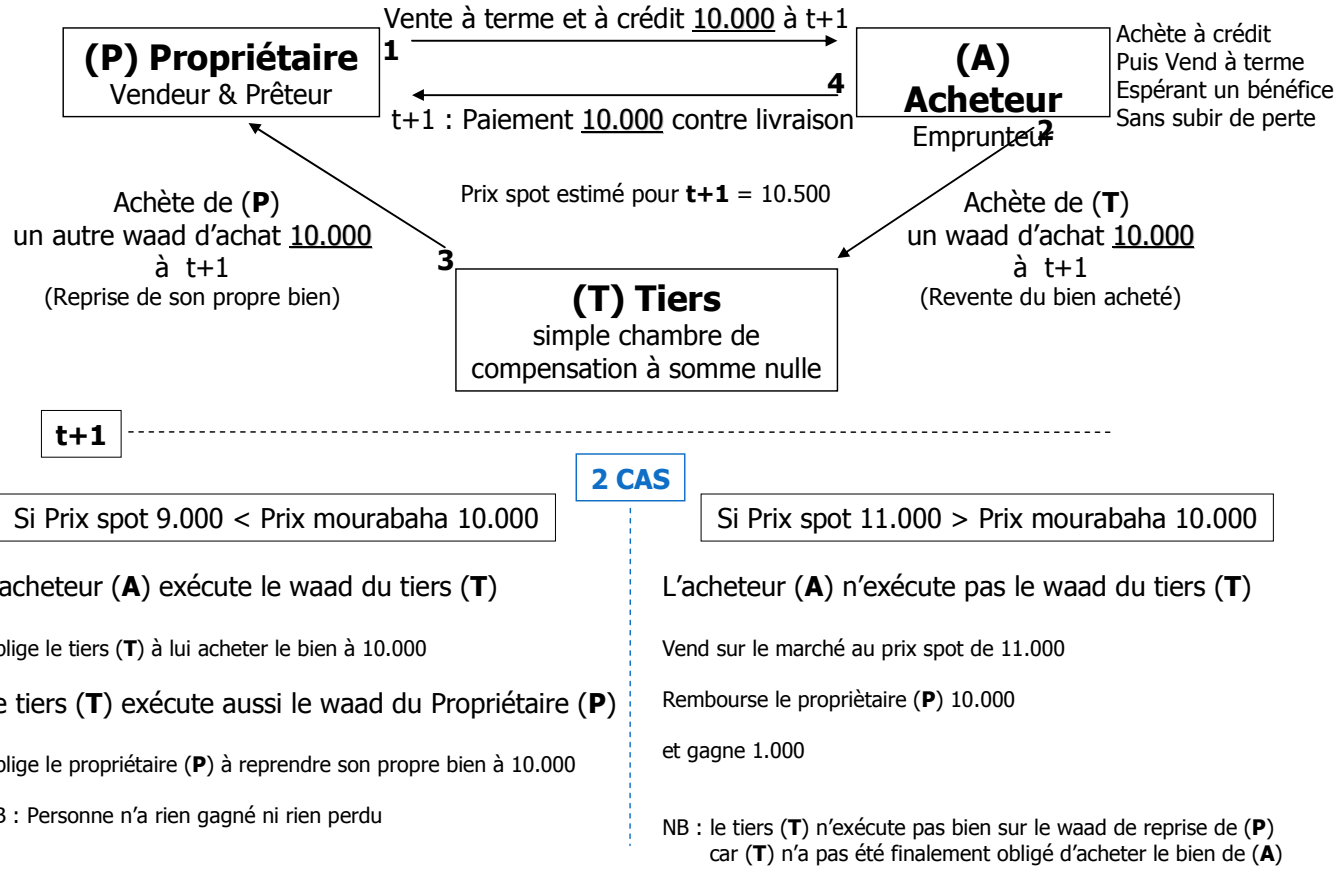
Vers la fin des années 80, l'Académie du Fiqh a entériné la validité du wa'ad dans le contexte d'un contrat de murabaha en vertu de son caractère contraignant pour la partie donnant la promesse et du possible impact négatif sur la partie qui l'accepte.

Par la suite, l'AAOIFI à étendu l'application du wa'ad aux transactions de change, suggérant la possibilité d'un usage plus large de ce contrat. En outre, comme évoqué plus haut, le wa'ad pourrait accroître la flexibilité des contrats islamiques tant que la transaction dans son essence est conforme à la shari'a. Il pourrait par exemple être utilisé dans le cadre d'un contrat d'option ou de swap.



[28] Tariqullah Khan

E-7) WAAD based mourabaha :



E-8) KHIYAR :

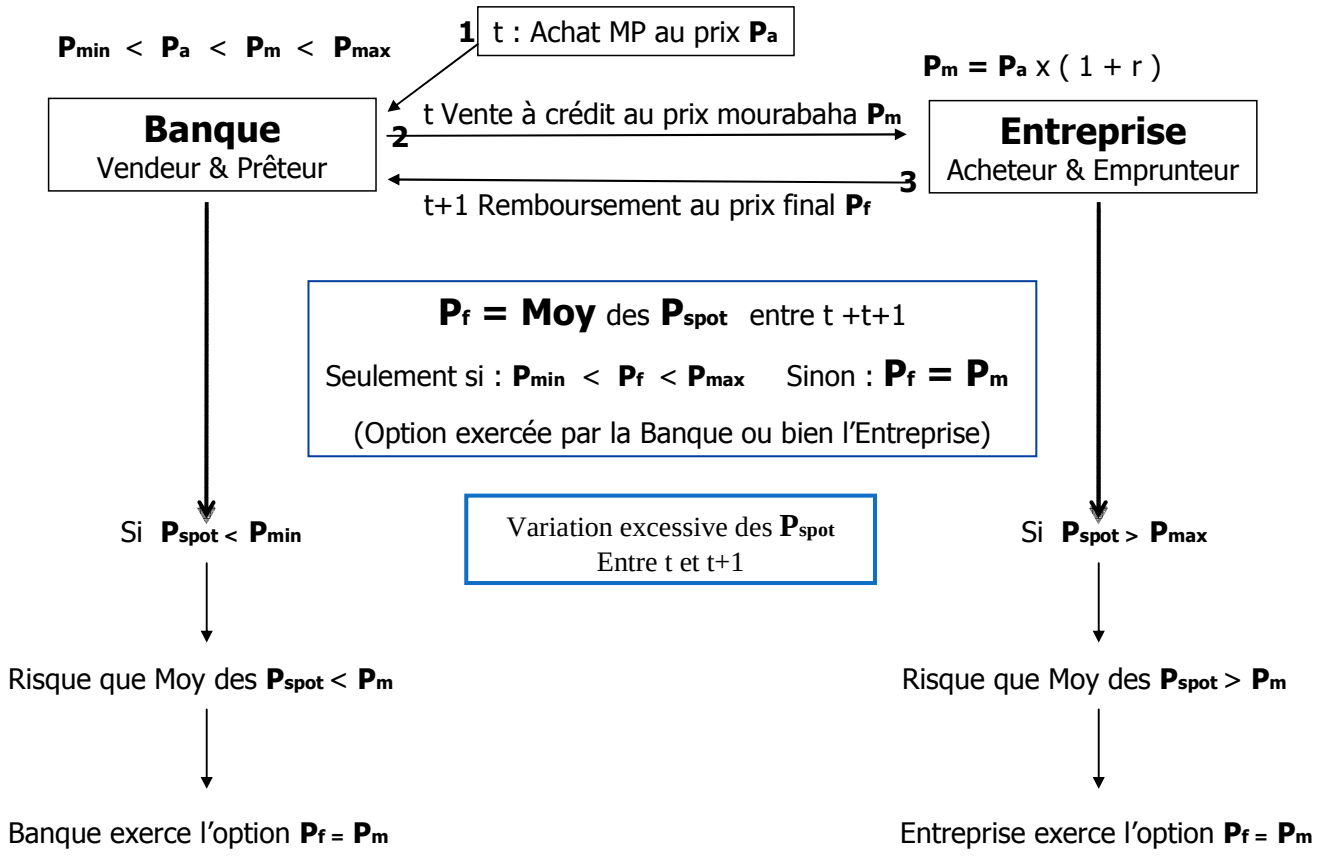
Khiyar al-shart (option de stipulation)

Droit des 2 parties d'un contrat d'échange de valeur,
de **confirmer ou** d'**annuler** pendant une période déterminée, ledit contrat.

Khiyar al-tayeen (option de choix)

Droit exerçable à tout moment par un acheteur ou un vendeur,
d'acquérir ou de céder, **un article** particulier **parmi plusieurs** variétés d'un objet.

E-9) ISTIJRAR :



E-10) MOURAJAHA :

SWAP conventionnel : Contrat de change à terme = Echange de cash flow → Prédispose au Riba (Inclure une composante de taux d'intérêt dans le taux de change SUFTAJA illicite)

Swap Islamique à base de sukuk : En cours d'élaboration (problème de liquidité et négociabilité des sukuk)

Qard hassan paralléle : Echange de 2 dettes (sans intérêt) libellées en devises différentes t : échange de 2 devises au taux en vigueur / t +1 : échange inverse même montant Les parties assument le risque de change et profitent des possibilités de placement entre t et t+1 Exemple : Echange € / $ instantané en France aux taux du jour suivi par un prêt remboursable en USA

WAAD peut permettre de répliquer le profil d'un contrat de change à terme : L'émetteur du waad : s'engage unilatéralement d'acheter ou vendre € contre $ à un taux et une date fixes

Le swap est un autre instrument fréquemment utilisé en finance conventionnelle pour réduire l'exposition associée à la fluctuation des rendements et aux risques de change, en restructurant la nature des engagements.

Selon une autre méthode similaire aux swaps, les cash flows sont échangés sans recours à un taux d'intérêt et les parties assument le risque de change (qardh hassan parallèle dans deux devises différentes).

Ces deux méthodes sont coûteuses et économiquement sous-optimales, en raison de leur application limitée. « Les banquiers islamiques sont sur le point de développer des instruments semblables aux swaps et conformes à la shari'a, fondés sur la structure des sukuk[29] ». Or, des obstacles demeurent à l'heure actuelle en raison de la faible liquidité et négociabilité des sukuk.

Le recours aux contrats à terme conventionnels est très controversé en finance islamique et est rejeté par l'opinion majoritaire qui prévaut dans la plupart des pays, à l'exception de la Malaisie. Le fondement de cette objection tient à l'élément de spéculation lié au fait que ces instruments se caractérisent par un paiement et une livraison à une date future.

Selon les juristes classiques, le fait que la qualité du bien n'est pas connue génère une incertitude (gharar) qui peut rendre la transaction défectueuse et porter préjudice à l'acheteur. Ils soulignent également que l'objectif ultime de ce service est de fournir un capital au vendeur, qui bénéficie immédiatement de la vente et n'a pas besoin d'attendre de recevoir des fonds à une date ultérieure.

Ces deux objections sont de plus en plus contestées par les juristes contemporains, qui font valoir qu'en raison des récentes évolutions en matière d'ingénierie financière visant à standardiser les transactions, les risques associés à la livraison future, à la disponibilité et à la qualité d'un bien donné pourraient ne pas être applicables.

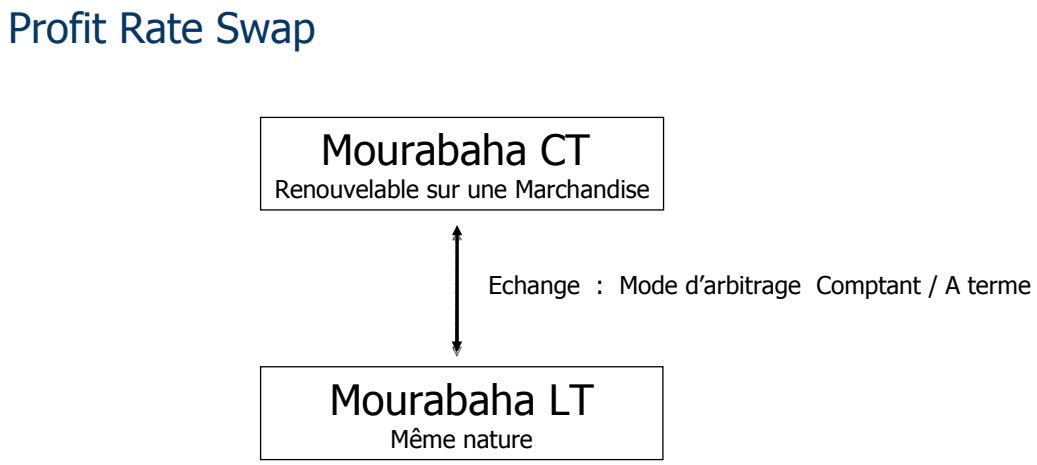
La Malaisie fait actuellement figure de pionnier s'agissant de définir un cadre à l'usage des dérivés en finance islamique, et permet les transactions portant sur des contrats à terme islamiques. Les banquiers et les juristes malais mettent les restrictions actuelles en doute au motif que la Chaîne de narration est incertaine sur la base des travaux réalisés par Al-Shafi et Hashmi Kamali. Pour autant, la majorité des érudits s'en tiennent à une interprétation plus stricte de la tradition prophétique.

E-11) MOUBADALATOU AL-ARBAH :

De façon générale, les swaps sont jugés illicites au motif que l'échange de cash flows prédispose au riba[30].

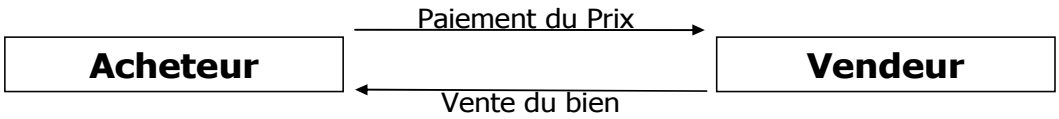
En lieu et place, les IFI utilisent des contrats murabaha court terme renouvelables sur une marchandise contre des contrats murabaha à long terme de même nature sur le mode de l'arbitrage comptant/à terme.

Il s'agit des Profit-Rate Swaps (ou PRS, qui sont des swaps de taux islamiques) :



[29] The Futures of Sukuk : subtance over form ? – Commentaire de Moody's mai 2009.
[30] Structuring Islamic Finance Transactions – par Abdulkader S. Thomas, Stella cox et Bryan Kraty.

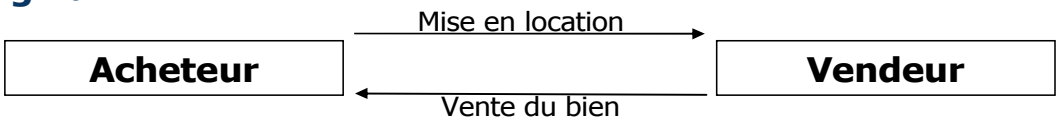
E-12) BAI AL-UHDA :



Avec Condition de : Reprise du bien par le vendeur en cas de Restitution du montant d'achat

Bai al-wafa : Bai al-uhda avec mise en gage rahn pour garantir la reprise du bien

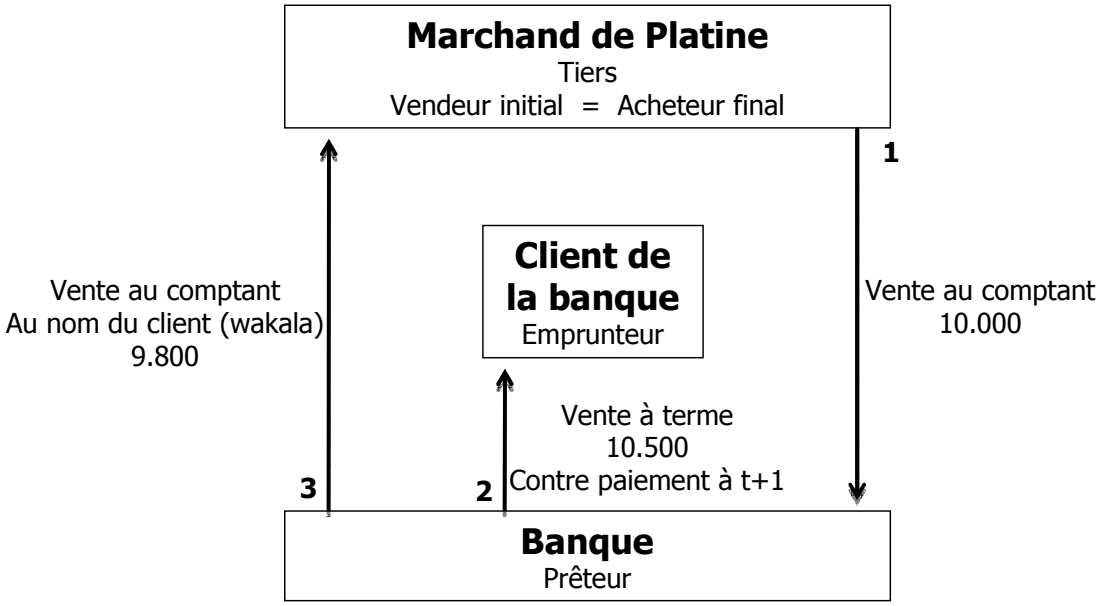
Bai al-istighlal



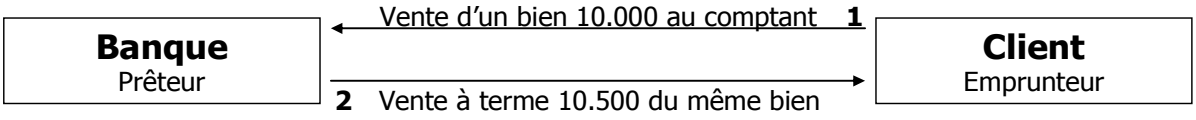
Les 2 parties ont la faculté de résilier le contrat à tout moment

E-13) TAWARUK Organisé :

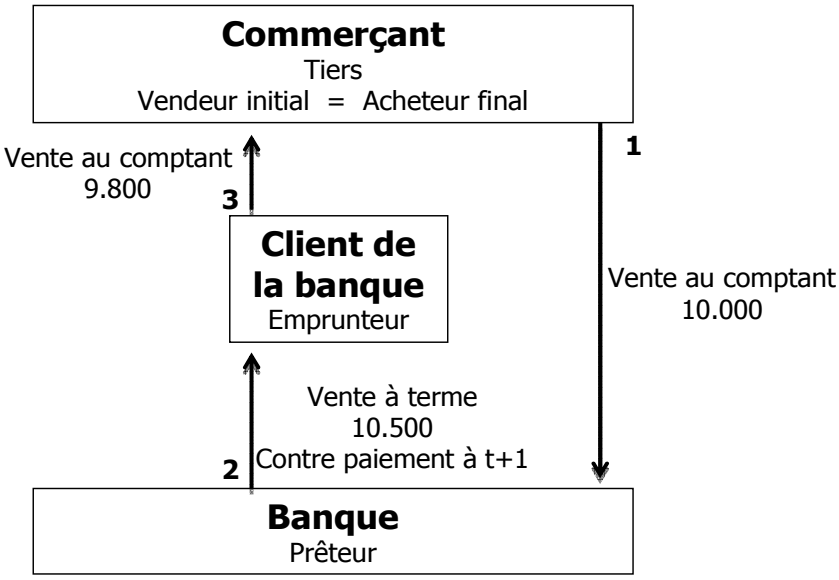
Platine : échappe aux règles régissant l'interdiction de vente à terme comme l'or et l'argent
NB : La revente reste illicite jusqu'à possession effective du métal



E-14) BAI AL-INAH :



2ème Variante :



Illicite

Bai al-dain : Dérivé de crédit illicite par unanimité car gharar sur l'information sur l'emprunteur
Position abusive de la banque à l'égard de la compagnie d'assurance (acheteuse de la dette)

Les dérivés de crédit sont actuellement frappés d'une interdiction totale au titre de la shari'a, du fait d'un manque de surveillance et de transparence, qui résulte en *gharar*. Ainsi, le nombre d'instruments conformes à la shari'a qui imitent les dérivés de crédit est négligeable, et ceux qui existent sont jugés peu orthodoxes du point de vue du *fiqh*. De surcroît, lors d'une défaillance de crédit, l'une des parties (la banque vendeuse du risque) détient davantage d'informations sur l'émetteur que la compagnie d'assurance acheteuse du risque par exemple, ce qui pourrait inciter la partie privilégiée à manipuler la transaction pour en tirer parti, ce qui là encore résulte en *gharar*.

F) Analyse d'un cas d'expérience novatrice « CIFIE » :

Grâce à une organisation novatrice et authentique, le Comité Indépendant de la Finance Islamique en Europe a pu en moins de 2 ans, édifier une structure polyvalente qui transcende les 3 métiers de base essentiels dans l'exercice d'innovation en ingénierie financière islamique à savoir : La shari'a, le droit et la finance.

En effet, et parallèlement à l'expertise terrain et l'ouverture de ces sept scholars sur l'environnement réel du métier de banque islamique, le CIFIE a su mettre à profit la double compétence à la fois financière et shari'atique de ses deux membres fondateurs :

- Le Professeur et Scholar Moulay Mounir ELKADIRI (Double doctorat / Dar Hadith Hassania et Sorbonne, Intelligence économique / Ecole de Guerre,…)

- L'ingénieur Tarik Bengarai (Consultant Senior Risque Bâle II, chercheur et auteur en jurisprudence islamique, EMI, ENPC, IAE et EPHE…)

De même, CIFIE s'est doté de partenaires rompus à la technicité financière spécialisée en banque islamique tel que :

- Anouar Hassoune , Fondateur du cabinet « Hassoune Conseils » et fort d'une longue expertise en finance islamique auprès de Standard and Poors et Moody's, entant que vice président et responsable notation des banques islamiques à travers le monde.

Ainsi les résultats ne sont pas fait attendre. Raison pour laquelle nous avions jugé opportun de les citer à titre d'illustration de ce qui est possible à réaliser, ***quand les Oulamas « scholars » forts de leur maitrise financière arrivent à communiquer avec les financiers bien formés en sharia*** :

Comité Indépendant de la Finance Islamique en Europe

Membre de la commission finance islamique de Paris-EUROPLACE

Innovation en Structure Organisationnelle de CIFIE :

Comité des Jurisconsultes : Dirigé par **Moulay Mounir El Kadiri**, Président Fondateur
Comité des Financiers : Experts de la finance conventionnelle
Comité des Juristes : Spécialistes du droit français
Comité Mixte : Dirigé par **Tarik BENGARAI** Secrétaire Général et co-fondateur
Requiert la **double compétence (rare)** en sharia et en finance

Innovations en ingénierie financière certifiés et audités par CIFIE :

- Montage avec le cabinet **Annouar Hassoun** Salam Epargne & Placement pour **SwissLife** + UCITS : Salam-Pax Ethical-Funds of Funds géré par CASA4Funds
- Montage pour **Legendre Patrimoine** des Sukuk Ijâra et Musharaka structuré autour d'un projet de **centrales photovoltaïques** produisant de l'énergie renouvelable à **EDF**

Autres réalisations et contributions :

- Traduction vingt 1er normes charia de l'**AAOIFI** en français pour **Paris-Europlace**
- Certification charte **micro crédit islamique** pour **Real Economy Partners**
- Certification de **crédit bail islamique,** 1er hyper halal pour JARS PAPPINI & ASSOCIES
- Certification charte **Boursa Ethica** pour la bourse européenne des PME Alternativa
- Contribution à 2 Master FI à **l'Université Paris-Dauphine** et **l'EM de Strasbourg**
- Création de la **filiale marocaine CIFIM** (en cours)

www.cifie.fr
contact@cifie.fr

Conclusion

1) L'intérêt d'une réflexion juridico-financière autour des produits dérivés islamiques :

Les produits dérivés présentent de nombreux avantages en termes de transfert de risque, que n'offrent ni les politiques commerciales ni les instruments de dette et de capitaux propres conventionnels. Ces avantages incluent la diversification, la stabilisation des prix, la gestion efficiente des liquidités, une meilleure planification/stabilité financière, sans parler de coûts de financement plus intéressants.

A l'heure actuelle, en l'absence d'authentiques fondements juridiques, les avis des scholars sont particulièrement partagés en raison de la faiblesse de l'exégèse shari'atique en la matière et de la complexité technique de ces instruments. Il se peut dès lors que les interprétations les plus courantes omettent d'intégrer une vue d'ensemble.

Toutefois, certains parmi les jurisconsultes invoquent le principe de l'ibaha[31] (dans le cas où les bénéfices escomptés l'emportent sur le potentiel des pertes) pour lever certaines des objections les plus répandues. De nombreux érudits contemporains estiment que, la jurisprudence fiqhique n'a pas lieu de renier le rôle essentiel des dérivés, et que le secteur de la finance islamique devrait être en mesure de concevoir ses propres équivalents.

2) Progrès réalisés en innovation financière islamique :

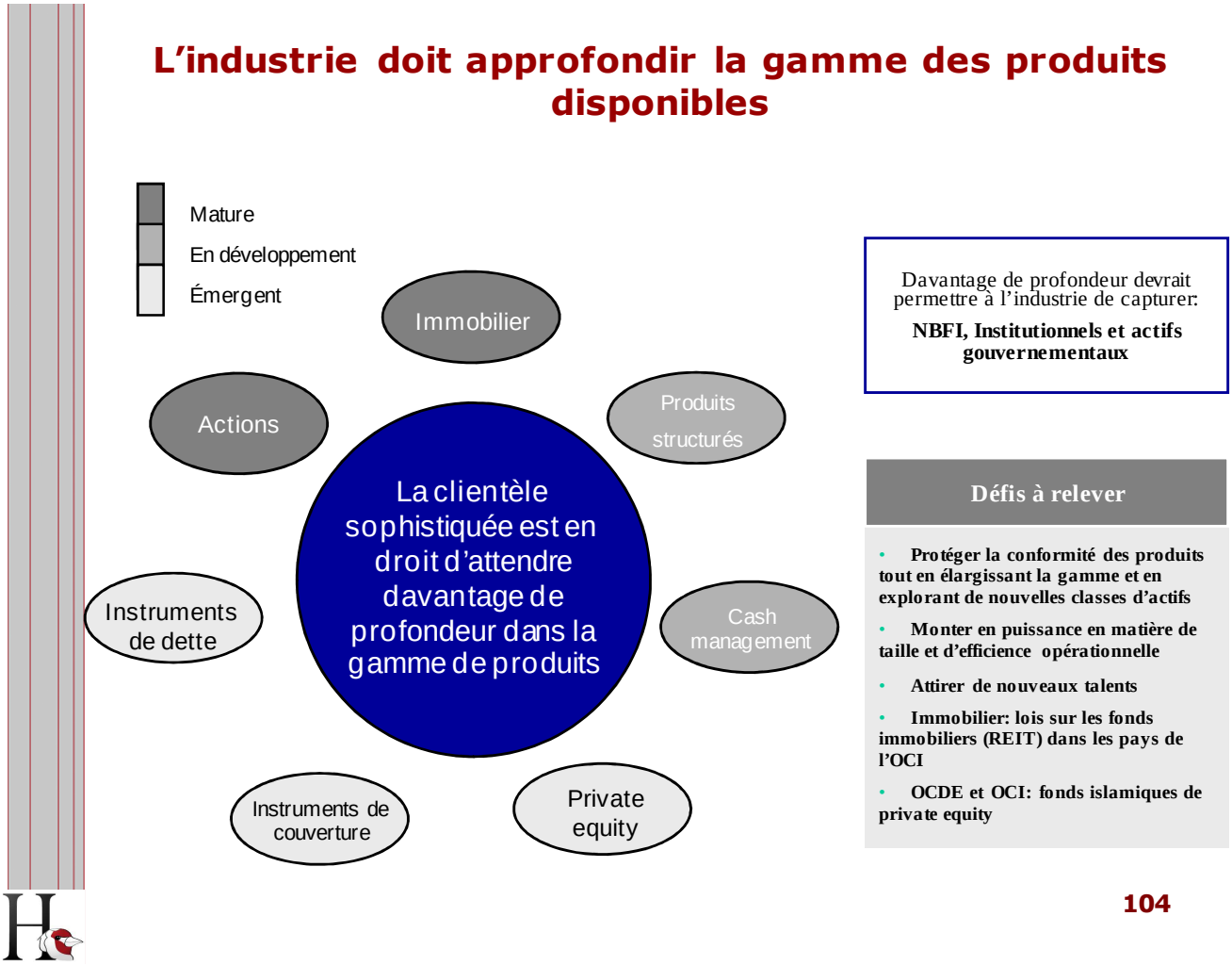
Encore loin de disposer d'un éventail complet de produits dérivés, la tendance dans le secteur de la finance islamique est d'entamer le développement des produits dérivés islamiques explicites, de manière graduelle. Par le biais d'une ingénierie conforme à la shari'a, il est désormais possible de répliquer des contrats de change à terme, des calls sur sukuk, titres ou matières premières, des swaps de taux de profit, des swaps de devises, et même des swaps de rendement total, du moins conceptuellement.

L'enjeu fondamental pour la finance islamique est d'identifier les pratiques et outils de gestion des risques les mieux adaptés à ses principes. Des efforts ont récemment été accomplis dans des pays tels que la Malaisie, l'Egypte et Bahreïn en vue de traiter cette question ainsi que l'ambiguïté juridique issue des différentes interprétations de la shari'a. Ces questions devraient s'estomper dans un avenir proche grâce aux progrès réalisés par les organismes de supervision tels que l'Islamic Financial Service Board (IFSB), l'International Islamic Financial Market (IIFM), l'Accounting and Auditing Organization of Islamic Finance Institutions (AAOIFI), et bien d'autres encore.

L'enracinement de ces institutions ces dernières années tient à la prise de conscience par les banques islamiques et les investisseurs de l'importance pour les organismes de gouvernance et de réglementation de s'attaquer au désaccord persistant concernant l'introduction nécessaire d'instruments innovants dans le monde de la finance islamique. Ainsi, les IFI devraient être de plus en plus capables de s'affirmer au sein d'un secteur financier en proie à une concurrence accrue, ce qui risque potentiellement de fragiliser leur image islamique et de placer leurs marges sous pression.

Les produits dérivés et la titrisation présentent une complexité inhérente et nécessitent un cadre réglementaire robuste pour assurer leur gestion et leur application. Soucieuses de promouvoir et de légaliser l'usage des dérivés, plusieurs grandes banques islamiques de Malaisie, l'un des centres les plus développés et novateurs en matière de finance islamique, œuvrent en partenariat avec la Malaysian Financial Market Association à l'établissement de produits dérivés conformes à la shari'a, afin de renforcer la liquidité et la gestion des bilans. Le succès d'instruments tels que les sukuk a permis aux IFI d'innover davantage et de rattraper leur retard grâce au développement d'équivalents aux produits financiers conventionnels.

[31] Selon l'*Ibaha*, les transactions commerciales sont toutes conformes à la Charia en l'absence d'interdiction manifeste



32

3) Risques d'une innovation imitative à défaut d'une innovation créative et autonome :

Toutefois, en continuant d'imiter les produits bancaires traditionnels, les IFI pourraient hypothéquer leur caractère différenciant et perdre l'avantage naturel considérable que constitue leur spécialisation affinitaire. Actuellement, la spécificité de la banque islamique motive son attrait aux yeux des Musulmans. Toutefois, quand bien même la sensibilisation des investisseurs irait croissante, les pressions concurrentielles risquent d'affaiblir les nuances religieuses : dans ce cas, la majorité des clients pourraient se rabattre sur les banques conventionnelles en cas de dégradation de la spécificité religieuse des services fournis par les IFI.

La banque islamique transcende en principe les objectifs axés sur le profit et vise le but plus noble de respecter des principes socio-éthiques. Ainsi, certains érudits progressistes estiment que les IFI devraient s'abstenir de procéder à des arbitrages fondés sur la shari'a, qui finiront par se révéler coûteux, pour se concentrer au contraire sur le secteur social et fournir ainsi des services à plus forte valeur ajoutée, telle la micro finance islamique, afin d'attirer un nombre croissant de Musulmans actifs aspirant à intégrer la classe moyenne.

[32] Finance Islamique, Présentation cabinet Hassoune Conseils, Octobre 2012

4) L’avenir des IFI est tributaire de leur capacité à innover :

Le succès des IFI repose principalement sur l’essor des économies pétrolières, la croissance de l’immobilier (en dépit des récents cycles) et le soutien systémique des gouvernements. A long terme, compte tenu de la fluctuation des cours du pétrole et de l’intensification de la concurrence, les solides performances qu'elles affichent à l'heure actuelle ont peu de chance de perdurer. Il est donc essentiel qu’elles poursuivent leurs efforts visant à adopter les technologies financières les plus récentes afin d’optimiser leur gestion, tout en préservant leur âme. Ce compromis est l’un des nombreux dilemmes auxquels les IFI continueront d’être confrontées.

En définitif, les enjeux futures de la finance islamique seront d’identifier les pratiques et les outils de gestion du risque adaptées à ses principes, estomper les ambigüités juridiques des différentes interprétations de la sharia, reconnaitre les avancées accomplies, accélérer le progrès et l’ouverture des organismes de supervision et enfin construire un business modèle, fiable, moderne, complet, global et universel.

Etude réalisée par :
Mr Khalil LABNIOURI
Cadre bancaire
Doctorant en ingénierie financière islamique
Université Sidi Mohamed ben Abdilah Fès, Maroc

k.labniouri@gmail.com

Bibliographie :

- Anouar Hassoune, Introduction to islamic capital market, Octobre 2012.
- Anouar Hassoune, Commentaire Moody's : Finance islamique, état de l'innovation, avril 2010.
- Anouar Hassoune, Commentaire Moody's : Dérivés et Finance Islamique, Avril 2010.

- Tarik Bengarai, Comprendre la finance islamique : Principes, pratiques et éthique, les 4 sources.
- Mohamed Damak, Evaluation des risques crédit des banques islamiques, Standard & Poors
- Mohamed Ali M'rad, Les risques de marché en finance islamique, Bridgers One

- Mohamed Oubaidullah, Islamic Financial Services, Islamic Economics Research Center.
- Obiyathulla ismath bacha, Derivatives in Islamic finance, International Islamic University Malaysia.
- Mohammad Hashmi Kamali, Islamic Commercial Law, An Analysis of Futures and Options.

- Herbet Smith, Guide de la finance islamique, 2009
- Banque de France, Eurosystème, Produits dérivés innovation financière et stabilité, Juillet 2010
- Paris Europlace, Rapport Pastre Jouiny, Janvier 2008
- Jean paul Laramet, La finance islamique à la française.
- Arnaud de brosses et Florian Burnat, Financements structurés islamiques, Cleary Gottlieb.

- Tariqullah Khan et Habib Ahmed, La Gestion des risques en Finance Islamique, IRTI / IDB.
- Tariqullah Khan et Umer Chapra, Réglementation et contrôle des banques islamiques, IRTI / IDB.
- Munawar Iqbal, Ausaf Ahmed et Tariqullah Khan, Défis au système bancaire islamique, IRTI / IDB.

- Mahmoud A. EL-Gamal, Islamic Finance : Law, economics, and Proactive.
- François Gueranger, Finance islamique illustration de la finance éthique, édition dunod.
- International Shari'a Research Academy, Journal of Islamic Finance, Déc 2009
- Mohamad Akram Laldin, Fundamentals and practices in islamic Finance, ISRA

- Abdulkader S. Thomas, Stella cox et Bryan Kraty, Structuring Islamic Finance Transactions.
- Shamshad akhtar, Robert Hefner et Frank vogel, Understanding Islamic Finance : Local Innovation and Global Integration.

- Risk Issues at islamic financial institutions, rapport Moody's Janvier 2008.
- The Futures of Sukuk : subtance over form ? – Commentaire de Moody's mai 2009.

- L'ingénierie financière : quelles dérives, Gabrielle Demange
- Islamic Finance, Brian Kettell, wiley 2010
- Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, 9ème edition, Nouveaux Horizons