

## **ANALYSE COMPARATIVE ENTRE LA FINANCE ISLAMIQUE ET LE CAPITAL-RISQUE**

**MOHAMED ALI CHATTI\***

*Nous essayerons dans le présent article de faire une comparaison entre la finance islamique (notamment ses modes de financement participatifs) et le capital-risque (technique de financement très répandue en occident et connue aux Etats-Unis sous le nom de "Venture Capital").*

*Cette étude suppose que ces deux techniques de financement sont très proches, à quelques différences près, et qu'un rapprochement entre les deux est tout à fait possible et réalisable, à condition de prendre en compte les particularités de l'industrie de la finance islamique. On estime que ce rapprochement permettrait aux modes de financement Moudaraba et Moucharaka de se développer, notamment dans les pays européens où les citoyens musulmans, en particulier, sont en attente de produits conformes à la Charia.*

### **I. INTRODUCTION**

Les études consacrées à la finance islamique se sont multipliées ces dernières années au même rythme que l'évolution de cette finance dans le paysage financier mondial. Certes, nous trouvons plusieurs essais qui comparent les banques islamiques aux banques dites "conventionnelles" de manière générale (aspect juridique, fonctionnement, etc.). Cependant, rares sont les travaux qui dressent le parallèle entre les techniques utilisées par les institutions financières islamiques et celles employées par les institutions financières conventionnelles (banques, fonds communs de placement, etc.).

Ce manque d'apports théoriques concernant les techniques financières conformes à la Charia peut être expliqué par plusieurs facteurs : les diverses interdictions qui frappent la finance islamique, le flou qui entoure ces techniques (manque d'informations sur des applications pratiques de ces produits, leurs données de performance, ...), la nature des termes utilisés pour ces techniques (termes arabes dont la prononciation est parfois difficile et l'équivalent en technique conventionnelle n'est pas toujours évident) et le facteur religieux de ces

---

\* Chercheur en Finance Islamique, Doctorant en 1<sup>ère</sup> année en sciences de gestion à l'Université Paris Ouest Nanterre La défense, France, e-mail : chatti.mohamedali@yahoo.fr.

techniques qui crée une certaine forme de réticence notamment dans quelques pays occidentaux qui craignent que la finance islamique donne lieu à une forme de communautarisme dans leur société (ce dernier argument est en train de disparaître avec la multiplication des débats et des conférences qui expliquent cette nouvelle industrie et lève toute mauvaise compréhension).

C'est pour ces raisons que l'établissement d'un parallèle entre ces modes de financement peut être utile dans la mesure où il permettrait d'assimiler et de mieux comprendre ces concepts qui se développent rapidement au niveau de la finance mondiale.

Ainsi, dans ce papier, nous allons nous concentrer sur les modes de financement participatifs de la Finance Islamique (FI) (Moudaraba et Moucharaka) et essayer de les comparer au concept de capital-risque (ce concept respecte plusieurs principes de la FI).

Notons dès à présent que nous parlerons ici du capital-risque qui est une composante du capital investissement (qui compte aussi le capital-développement, le capital-transmission et le capital-retournement). Nous ne traiterons donc pas l'ancienne notion du capital-risque qui comprenait toutes les phases de vie d'une société (lancement ou démarrage, développement, transmission,...) mais seulement le concept du capital-risque qui s'intéresse à l'entreprise dans ses premières années d'activité (la définition détaillée sera citée par la suite).

Par ailleurs, le choix du capital-risque pour cette étude comparative n'est pas un choix arbitraire. En effet, après mûre réflexion sur la finance islamique, nous avons remarqué que celle-ci est frappée de plusieurs interdits (interdiction du taux d'intérêt, des actifs illicites, de l'incertitude excessive, de la spéculation à découvert, de la thésaurisation, ...). Ces différentes restrictions ont pour conséquence de limiter les champs d'investissement et de financement des institutions financières islamiques comparativement aux institutions conventionnelles.

Cependant, l'étude des principes et des pratiques du capital-risque a montré que ce mode de financement présente des points communs avec les techniques participatives de la finance islamique. De plus, il permet d'éviter ou de contourner quelques unes des contraintes et des interdictions déjà énoncées. C'est pour cette raison que nous avons décidé de procéder à cette étude comparative entre ces deux techniques de financement pour vérifier s'il existe réellement une forte proximité entre les deux concepts.

Quelques auteurs se sont d'ailleurs prononcés sur la question : certains affirment que le capital-risque est la technique conventionnelle qui s'approche le plus des contrats de Moucharaka et de Moudaraba. Parmi ces auteurs, Amourag (2007) considère que la Moucharaka est fort semblable au capital-risque. D'autre part, Ba (1996), quant à lui, affirme que la Moudaraba est une forme de capital-risque.

Dans cette étude, nous allons essayer de déterminer les points de convergence entre le capital-risque et les techniques de Moudaraba et de Moucharaka. Nous étudierons les rapprochements qui peuvent exister entre ces techniques en commençant tout d'abord par la définition de ces concepts, avant de traiter avec plus de détails les caractéristiques des deux méthodes de financements pour relever les similitudes et les différences.

## **II. DEFINITION DES CONCEPTS**

Les techniques participatives de la finance islamique (Moudaraba et Moucharaka), peuvent être définies comme étant des modes de financement qui associent le capital et le travail dans des opérations participatives. Il s'agit de financer des entrepreneurs selon le principe de partage des pertes et des profits. C'est un financement à long terme à travers lequel l'institution financière islamique (IFI) accompagne l'entrepreneur financièrement en lui fournissant les fonds nécessaires à son activité, mais aussi en lui apportant ses compétences en matière de gestion (cas de la Moucharaka).

Concernant le concept du capital-risque, il consiste à prendre des participations minoritaires (pour laisser le chef d'entreprise majoritaire) et temporaires dans le capital des entreprises naissantes ou très jeunes, non cotées, à fort potentiel de croissance, au cours de leurs toutes premières années d'existence. Il représente une véritable aventure de partenariat à long terme (5 à 10 ans) entre un industriel créateur et un financier, associés dans un projet d'entreprise. Les deux parties assument tous les risques inhérents au projet et partagent ainsi les pertes et les profits. C'est une activité d'intermédiation financière à vocation d'investissement.

Selon la maturité du projet à financer, le capital-risque se subdivise en trois phases : l'amorçage, le démarrage (ou la création) et la post-crétion. Par conséquent, nous allons comparer chacune de ces phases aux techniques islamiques de participation :

### **► L'Amorçage (Seed capital) : stade de la recherche avant la création de la société**

Il s'agit d'un financement destiné à aider le futur entrepreneur à compléter ses recherches et créer sa société. Les investisseurs en Capital d'amorçage sont le plus souvent des **personnes physiques** qui, en plus du capital, apportent leurs expériences à des projets qui sont encore au stade de la recherche.

Dans cette phase initiale, il s'agit donc pour le créateur de prouver la faisabilité du concept « proof of concept », mettre au point les plans de son invention, commencer à rédiger le texte des brevets, réaliser un prototype (Battini, 2006), et commencer à tester l'existence d'un marché pour son projet.

Ce financement se caractérise par un risque très élevé et une rentabilité assez faible pour ne pas dire nulle. C'est pour cette raison que l'amorçage est sans doute un des secteurs les moins bien servis par les investisseurs car le taux de mortalité des entreprises est très élevé et les rendements sont difficiles à générer sur un horizon moyen de 5 ans (Demaria, 2006).

Dès que le projet aborde la phase de décollage ou de croissance, le Seed capital devrait passer le relais aux organismes du capital-risque ou aux partenaires industriels à la recherche d'investissement pour que le processus d'accompagnement de ce projet se poursuive.

► **Capital création ou financement de démarrage (Start-up financing) :**

Ce financement est destiné à l'entreprise en phase de création ou au tout début de son activité, et qui n'a pas encore commercialisé son produit. Les fonds apportés sont utilisés pour le développement du produit, la préparation de son industrialisation et de sa première commercialisation. En général, une entreprise en situation de démarrage est une entreprise en cours d'organisation qui existe depuis moins d'un an (Zopounidis, 1990).

Le capital-crédation est également caractérisé par un risque très élevé puisqu'il est destiné aux promoteurs qui sont au stade de la création de l'entreprise avec tous les risques qui en découlent : technique, commercial et managérial. Ces entrepreneurs sont à la recherche de financement et de partenariat pour lancer leur produit.

► **Capital Post création :**

Il s'agit d'une étape intermédiaire entre le démarrage et l'expansion. L'entreprise a déjà dépensé le capital initialement fourni (développement du prototype) et a actuellement besoin de capitaux pour développer sa politique commerciale en fabriquant, par exemple, les produits en série (Zopounidis, 1990).

Le Capital Post Création donc est destiné à l'entreprise qui a déjà achevé le développement d'un produit et qui, dans une deuxième phase, a besoin de capitaux supplémentaires pour démarrer sa fabrication industrielle et sa commercialisation. A ce stade, elle ne génère encore aucun profit.

Ce type de financement qui est caractérisé par un risque moyen ou élevé, est destiné à toute entreprise qui a déjà démarré depuis quelques temps et dont le développement nécessite des financements supplémentaires externes, même si la société n'est pas encore entrée dans une phase bénéficiaire (Miladi, Toumi, 2007).

Après avoir succinctement présenté les trois phases constituant le capital-risque, nous allons rappeler brièvement les définitions de la Moudaraba et de la Moucharaka pour voir à quelles phases du capital-risque elles peuvent correspondre.

En ce qui concerne **la Moudaraba**, il s'agit d'un partenariat entre un investisseur bailleur de fonds et un entrepreneur porteur d'un projet innovant ou d'entreprise en création. Dans ce contrat, l'entrepreneur apporte son expertise, son travail et son savoir-faire. L'institution financière islamique (IFI) apporte le financement nécessaire à la réalisation de l'opération. L'IFI a accès à l'information concernant l'activité, mais elle n'a aucune implication dans la gestion quotidienne qui incombe uniquement au promoteur. Les profits sont partagés entre les deux parties selon un taux préfixé. L'entrepreneur est rémunéré pour son travail, alors que l'IFI est rémunérée pour son apport en capital. En cas de perte, l'IFI perd tout ou une partie des fonds qu'elle a apportés et le client perd la valeur du travail qu'il a fourni durant l'exercice de son projet. En cas de négligence de gestion par le client promoteur du projet, la perte qui en découle lui incombe en fonction du degré de négligence constatée.

En analysant cette définition, nous remarquons que la Moudaraba se rapproche des deux premières phases du capital-risque : phase d'amorçage et phase de démarrage ou de création. Dans cette phase, l'entrepreneur a besoin de capitaux dont il ne dispose pas. En revanche, il peut fournir son idée du projet, son expérience et son implication. Dans ce cas, l'IFI, à travers la technique de la Moudaraba, peut aider ce promoteur en finançant la totalité du projet d'investissement. L'apport de l'entrepreneur se manifestera par les recherches concernant le projet, l'expertise, le savoir-faire et le travail quotidien dans le projet. Une part des bénéfices, convenue à l'avance, reviendra à l'entrepreneur au titre de ses efforts et de son travail tandis que l'autre part reviendra à l'IFI pour les fonds qu'elle a engagés.

Notons que ce type de financement convient parfaitement aux PME et aux jeunes entrepreneurs en quête de fonds nécessaires à la mise en place de l'investissement.

Concernant **la Moucharaka**, nous pouvons la définir comme un partenariat entre une IFI et un ou plusieurs entrepreneurs. Chaque partie de cette association contribue au capital du partenariat en proportions égales ou variables pour établir un nouveau projet ou s'associer à un projet existant en fournissant des fonds supplémentaires. Les différentes parties participent collectivement au financement de l'opération et assument conjointement les risques associés à cet investissement.

**Cette association peut se faire, soit par un apport en numéraire par les deux parties, soit par un apport en nature** (à condition qu'on fasse une évaluation monétaire de cet apport au moment de la signature du contrat) de l'une des deux parties. Les pertes sont réparties entre le client et l'institution financière selon la participation de chacun. L'IFI intervient non seulement dans la formation du capital des entreprises mais aussi dans **la gestion des projets en étant représentée au conseil d'administration.**

Après ce bref exposé concernant la Moucharaka, nous remarquons que cette technique est la plus proche de l'esprit du capital-risque puisqu'en plus de l'apport financier, les IFI sont impliquées dans la gestion des entreprises financées. Cette technique peut ainsi correspondre aux trois phases du capital-risque. En effet, elle se rapproche des deux premières phases dans la mesure où un apport en nature peut être accepté dans l'association mais il devra faire l'objet d'une évaluation préalable précise. L'associé entrepreneur va bénéficier de parts sociales au titre de son savoir-faire. Ainsi, même si l'entrepreneur n'apporte pas de fonds, il entrera dans le capital de l'entreprise créée avec la valeur de cet apport et il aura ses parts dans cette association.

Maintenant, si nous prenons la troisième phase du capital-risque (phase post création), nous trouverons que le financement par la Moucharaka est tout à fait compatible avec les spécificités du financement de cette phase. En fait, le financement de la post-crédation se rapproche de la Moucharaka dans la mesure où l'entreprise a déjà amorcé la phase de démarrage et où l'IFI participera au capital de cette société en tant que partenaire apportant une partie, et non pas la totalité des fonds. De plus, l'IFI aura le droit de s'impliquer dans la gestion du projet pour veiller d'une part à la bonne marche des activités et s'assurer, d'autre part, que les fonds qu'elle a engagés sont bel et bien utilisés là où ils devront l'être.

A ce stade d'analyse, nous remarquons que le capital-risque, d'une part, et la Moudaraba et la Moucharaka, d'autre part, partagent un certain nombre de points en commun. Par la suite, nous allons prendre chacune des caractéristiques de ces deux modes de financement pour les comparer et faire ressortir les similitudes et les différences.

### **III. LES PRINCIPES DE BASE DE CES MODES D'INVESTISSEMENTS**

Dans cette section, nous allons commencer par exposer les principes de base qui sous-tendent ce type d'investissement. Nous allons voir que le capital-risque, comme la Moudaraba et la Moucharaka, reposent sur un concept de base qui les distinguent par rapport aux autres modes de financement, à savoir le principe de partage des pertes et des profits. Il s'agit d'assumer les risques au même titre que le chef de projet. Ensuite, nous allons développer les principes annexes à cette notion de base : les rémunérations, les risques et les garanties.

#### **III.1 Le Principe de Partage des Pertes (risques) et des Profits**

Le capital-risque et la finance islamique sont particulièrement proches l'un de l'autre grâce à l'application du principe de partage des pertes et des profits. En effet, pour le capital-risque, « l'investisseur n'est pas un banquier qui prête de l'argent contre des sûretés réelles. La relation capital-risqueur / jeune créateur est

fondée sur un partenariat, ce qui implique **le partage des risques** lors des phases de lancement et développement **et des profits** en cas de réussite »<sup>1</sup>.

S'agissant de la finance islamique, le partage des pertes et des profits en constitue un de ses principes essentiels. Ce constat est plus marquant encore lorsque nous évoquons le financement des opérations de type participatif (Moudaraba et Moucharaka). Avec ces deux techniques, les institutions financières islamiques participent au profit et au risque de leur client, au même titre qu'un partenaire associé dans son capital (Lacordaire, 2005). Par conséquent, ces institutions, exactement comme ce que font les fonds de capital-risque, jouent le rôle d'un partenaire avec les entreprises qu'elles financent, partageant les gains et les pertes.

### III.2 Rémunération des investissements

L'une des caractéristiques du capital-risque est qu'il finance des **opérations sans rémunération immédiate**. Sa rémunération se fait de deux façons :

- La première rémunération qu'il perçoit au titre des prises de participation est sous forme **de dividendes** pour les bénéfices que la société réalise. Cependant, lorsqu'il s'agit d'entreprises en phase de création, la probabilité de distribution de dividende est faible dans la mesure où le résultat est généralement réinvesti dans l'entreprise afin de constituer un fonds de trésorerie ou financer de nouveaux investissements. Par conséquent, la distribution de dividendes est le plus souvent aléatoire et les montants reçus (en cas de résultat positif) sont généralement faibles.

- La rémunération du "capital-risqueur" se fait surtout lors de sa sortie par la plus-value réalisée pour la revente de ses parts. Battini (2006) affirme que « c'est en cédant les actions qu'ils détiennent que les investisseurs vont percevoir leur rémunération sous forme de plus-values de cession. Ce sont donc des tiers, en acquérant les actions, qui permettront aux investisseurs de réaliser des plus-values ; il n'y a pas de ponction financière sur les ressources de la société; rien de comparable avec un crédit bancaire qu'il faut rémunérer et rembourser ». Ainsi, la rentabilité espérée est très élevée. En effet, la rémunération sur les meilleurs dossiers doit compenser les plus mauvais et permettre d'offrir aux investisseurs une rentabilité cohérente avec les risques pris (modèle du Medaf). Le TRI (taux de rendement interne) visé est généralement de l'ordre de 25 à 30 %, parfois plus (Barbier, 2003).

Au niveau des IFI, la rentabilité des entreprises financées est très importante car la rémunération de l'IFI et de ces déposants dépend de cette rentabilité. La

---

<sup>1</sup> Bulletin de la banque de France N° 65, « Le financement de l'innovation », MAI 1999, p.63.

différence par rapport au capital-risque est que l'IFI, à travers toutes les techniques de financement (même la Moudaraba et la Moucharaka), ne cible pas seulement des entreprises prometteuses à fort potentiel de croissance (comme le capital-risque), mais aussi des PME « ordinaires » dont le rendement espéré n'est pas très élevé. Par conséquent, elle ne s'attend pas à dégager de grosses plus-values au moment de son désengagement. C'est pour cette raison que sa rémunération principale n'est autre que sa part dans les bénéfices réalisés par l'entreprise financée, c'est-à-dire les dividendes qu'elle perçoit au titre de sa participation.

Ceci étant, l'IFI prend des risques pour quelques projets qu'elle juge prometteurs et dans ce cas, sa part dans les bénéfices et donc sa rémunération sera conséquente.

### **III.3 Les risques**

Étant donnée la spécificité de ces financements, le capital-risque, tout comme la Moudaraba ou la Moucharaka, sont confrontés aux mêmes types de risques :

- **Le risque de faillite** : si le projet s'avère non concluant, alors les organismes de capital-risque, comme les IFI, devront faire face à une perte potentielle des sommes investies. En effet, toujours selon le principe de partage des pertes et des profits, ces organismes n'ont pas le droit de réclamer la restitution de leurs fonds parce qu'ils ont accepté d'assumer les risques de ces financements.

- **Le risque de rentabilité** : le risque pour la société de capital-risque est que l'entreprise n'atteigne pas un niveau de rentabilité jugé suffisant. Par exemple, une entreprise qui afficherait des résultats constants ne constituerait pas une bonne « affaire » pour la société de capital-risque. En effet, il lui serait difficile de réaliser une plus-value importante sur la cession des actions si la société, bien que rentable, présente des résultats stagnants. Ce risque concerne moins la Moudaraba et la Moucharaka. Pour les IFI, un projet qui fonctionne convenablement, même s'il ne rapporte pas des plus-values conséquentes lors de la cession, reste un bon projet à financer car il permet en tout cas de dynamiser l'économie et a un apport du point de vue social.

Toutefois, les IFI ne sont pas des institutions charitables. Loin de là. Même en prenant en compte des considérations extra-financières, elles visent la maximisation de leurs profits.

- **Le risque d'illiquidité** : la société de capital-risque acquiert des titres sur le moyen long terme (5 ans en moyenne). Pendant cette période, le capital-risqueur ne pourra pas vendre ses titres; il est donc impossible pour lui de transformer ses actions en monnaie liquide. Dans le cas d'une entreprise innovante, la société de capital-risque doit attendre généralement la fin de la

phase de prototypage, la fin des premières démarches commerciales et de production avant de pouvoir envisager la cession des titres à un industriel, sinon elle pourrait vendre mais à perte. Le problème survient lorsque l'entreprise ne présente pas de perspectives suffisamment attrayantes pour que la société de capital-risque trouve un repreneur de ses titres. Dans ce cas, elle se trouve collée à l'entreprise, et donc incapable de se désengager.

Nous trouvons ce même dilemme pour les IFI, sauf que pour la Moudaraba et la Moucharaka, l'IFI peut, si elle opte par exemple pour le contrat de Moucharaka dégressive, récupérer ses fonds progressivement et ne va pas attendre la fin du contrat pour récupérer les sommes d'argent engagées. Mais s'agissant des contrats où la durée d'investissement est fixée, les IFI se retrouvent devant la même situation que les sociétés de capital-risque, c'est-à-dire l'immobilisation de ses fonds jusqu'à la fin du contrat, ce qui constitue pour elles un risque majeur d'illiquidité.

#### **III.4 Les garanties**

La question des garanties est traitée de la même manière que ce soit pour le capital-risque ou pour la Moudaraba et la Moucharaka. Zopounidis (1990) affirme que le concours sous forme d'une prise de participation ne peut être assorti d'aucune garantie. C'est cette caractéristique qui fait que le rapport entre l'entreprise et l'investisseur en capital-risque est un rapport d'associés et non de créancier à débiteur. Par conséquent, ces opérations en fonds propres sont réalisées sans garanties ni de la part du chef d'entreprise, ni de l'entreprise elle-même ».

En outre, dans le cas de créations d'entreprises, les entrepreneurs n'ont aucune garantie à offrir, ils ont souvent hypothéqué leur appartement ou leur maison pour créer leur société. C'est pourquoi les meilleures garanties et les seules, sont la qualité de l'équipe dirigeante et la qualité du projet financé (Battini, 2006).

En ce qui concerne les contrats de Moudaraba et de Moucharaka, l'IFI ne bénéficie pas de sûretés personnelles de la part de ses clients, elle ne peut compter que sur une réalisation et une exploitation efficace du projet ; sa seule garantie réside dans la qualité des actifs du projet et dans sa capacité à générer sur la période de financement, les revenus nécessaires au service de la dette (Martens, 2001). En outre, l'associé gérant (dans le cadre d'un contrat Moucharaka) ou le Moudarib (dans le cadre d'un contrat Moudaraba) ne sont pas tenus garants des pertes à moins qu'ils soient à l'origine de celles-ci. Si les partenaires n'ont pas violé les principes d'application de ces deux contrats et n'ont pas été à l'origine des pertes engendrées, alors ils ne seront en aucune façon tenus pour responsables de ces pertes. Mais si au contraire, ils commettent des erreurs de négligence dans le bon fonctionnement de l'entreprise ou s'ils violent les principes de ces contrats,

l'institution financière ou tout autre partenaire est en mesure de demander un dédommagement pour le préjudice causé.

#### **IV. CARACTERISTIQUES DE CES MODES DE FINANCEMENT**

##### **IV.1 Type d'investissement**

Les financements opérés dans le cadre d'un capital-risque ou de la finance islamique ne sont ni un don, ni une prime. Ce n'est pas non plus un crédit bancaire qui est couvert par une garantie et remboursable dans des délais bien précis et avec des taux d'intérêt fixés à l'avance qui n'ont pas de lien avec les performances réelles de l'entreprise. Le remboursement se fait indépendamment de la situation financière du débiteur, même en cas de difficulté. En revanche, l'argent mobilisé dans le cadre du capital-risque, de la Moudaraba ou de la Moucharaka est considéré comme étant un apport **en fonds propres**.

Pour le capital-risque, cette prise de participation en capital se fait à travers des instruments appropriés, donnant accès immédiat ou à terme au capital de l'entreprise tels que des actions ordinaires, des Obligations Convertibles en Actions, des Actions à Dividendes Prioritaires ou des Certificats d'Investissements (Miladi, Toumi, 2007). Selon Battini (2006), les fonds propres sont les seuls à pouvoir financer tous les besoins des entreprises : ce sont des fonds « durables » et non remboursables. Rien à voir donc avec des crédits bancaires remboursables et qu'il faut rémunérer, ou avec des subventions publiques liées à une condition (création d'emplois, innovation technologique...).

##### **IV.2 Durée d'investissement**

Pour la durée d'investissement des projets financés, le capital-risque et les techniques participatives de la FI ne traitent pas la question de la même manière. Alors que les opérations de capital-risque sont limitées dans le temps, la Moudaraba et la Moucharaka n'ont pas une durée fixe et ont plus de liberté à fixer la période de leurs investissements.

Pour le premier cas, les capital-risqueurs n'ont pas vocation à rester indéfiniment dans le capital des entreprises financées. Leurs interventions sont ponctuelles et limitées dans le temps. Leurs opérations sont réalisées pour des durées comprises généralement entre deux et huit ans, voire dix ans. Ainsi, « pour un projet d'entreprise qui se trouve au stade de la conception (Seed stage), les investisseurs en capital-risque doivent compter sur une période de 10 à 12 ans avant de pouvoir liquider leurs participations dans de bonnes conditions (Zopounidis, 1990). Notons que cette durée est tout à fait compatible avec la durée nécessaire à la réalisation du projet qu'ils ont soutenu.

Notons aussi que la durée d'engagement du capital-risque se décompose en phases successives. La première est consacrée aux investissements, la deuxième à

la maturation et à la réalisation du portefeuille (permettant le retour de liquidités dégagées par les investissements) et la dernière à la cession des titres détenus par les investisseurs avec l'accord du chef de l'entreprise.

Pour illustrer ce que nous venons de dire, prenons l'exemple des FCPR (Fonds Commun de Placement à Risques) qui ont une durée de vie comprise entre 8 et 10 ans, à l'issue de laquelle le FCPR est automatiquement dissout. Concernant la période de souscription, elle peut aller de 6 mois à 2 ans selon les cas. Après cette période de souscription, le fonds va procéder à la sélection des projets éligibles au financement. Cette période d'investissement est habituellement de 5 ans (entre la deuxième et la 7<sup>ème</sup> année de la vie du fonds). A l'issue de cette période, le FCPR n'est plus autorisé à procéder à de nouveaux investissements mais peut réinvestir dans les entreprises du portefeuille. Pour la durée restante, le fonds procède à la liquidation de ses participations dans les projets financés et à la vente de ses parts en essayant de dégager les plus-values les plus importantes.

**Concernant la Moucharaka et la Moudaraba**, les durées d'investissement sont négociées au cas par cas. Cette durée est fixée dans le contrat après un commun accord entre l'IFI et l'entrepreneur. Il s'agit d'opérations de financement à long terme. Cependant, nous trouvons pour la Moucharaka deux types de contrat selon la durée d'investissement :

- **La Moucharaka définitive ou permanente (*Moucharaka Daima*)** : c'est une Moucharaka dans laquelle la participation de chaque partenaire au capital reste constante pour toute la période concernée comme spécifié dans le contrat. Cette durée pourrait être limitée dans le temps ou encore illimitée.

**a- Moucharaka permanente illimitée dans le temps** : dans ce type de Moucharaka, l'IFI est liée au projet de façon illimitée. Elle est partenaire à part entière pendant toute la durée de vie du projet.

**b- Moucharaka permanente limitée dans le temps** : dans ce type de Moucharaka, les associés expriment de manière formelle et explicite, dans le contrat, la durée de leur association.

- **La Moucharaka dégressive (*Moucharaka Moutanakissa*)** : c'est une Moucharaka particulière à travers de laquelle l'investisseur participe au financement d'un projet avec l'intention de se retirer progressivement par la vente de sa part à son associé.

Nous trouvons les mêmes spécificités pour la Moudaraba mais avec une petite particularité : la durée de l'investissement est généralement plus longue que celle de la Moucharaka parce que d'une part il s'agit d'un contrat plus risqué (projet dans ses premières phases de développement), et d'autre part l'IFI a besoin de plus de

temps pour récupérer les fonds engagés puisqu'elle est l'unique pourvoyeur de fonds.

Une autre particularité de la Moudaraba est la possibilité offerte aux différentes parties de **résilier unilatéralement et à tout moment le contrat**. « Cette clause peut être, en effet, préjudiciable pour la survie de la société et pour l'intérêt des associés. Bien sûr, cela dépend du poids du résilient. Dans le cas où il s'agit de l'associé le plus important, voire du Moudarib lui-même, cela mettrait à l'évidence en péril l'essence même de cette association, à savoir la fructification du capital, ce qui constitue une entrave à l'accomplissement de l'objet du partenariat. C'est pour cela que certains juristes, tout en admettant le droit de chaque associé de se retirer de la société à tout moment, conditionnent ce retrait par un délai de préavis, afin d'adoucir les incidences qui en découleraient et pour prévoir d'éventuelles substitutions.

Ainsi, tout retrait immédiat, n'incluant aucun délai, fera l'objet de dommages, si les autres contractants s'avèrent par la suite lésés (Riahi, 1996).

### **IV.3 Objectifs poursuivis des deux techniques**

Alors que l'objectif principal du capital-risque est l'accompagnement et l'assistance des projets sélectionnés pour réaliser des plus-values importantes lors de la cession des participations, les contrats de Moudaraba et de Moucharaka visent, en plus des mêmes objectifs poursuivis par le capital-risque, à savoir la rentabilisation des fonds investis, des objectifs d'ordre social.

En effet, lors de la sélection des projets à financer, les IFI prennent en compte les projets qui peuvent avoir un impact social. Ces institutions estiment « tout développement économique en isolation du développement social incompatible avec l'Islam. Les besoins de la société et l'intérêt de la communauté ont, dans l'évaluation d'un projet, une priorité sur le revenu du capital. Par conséquent, dans les IFI, les experts chargés de l'évaluation des projets, en plus de l'analyse de la rentabilité financière du projet sur la base de l'étude de faisabilité, doivent également montrer dans quelle mesure les objectifs et les résultats du projet s'accordent avec le plan de développement du pays, et dans quelle mesure le projet apporte une activité et un bien-être social aux populations de la région et améliore ou résout les problèmes de chômage » (Ba, 1993).

Si nous prenons le cas de la Moudaraba, Rab Al Mal, par son apport en capital, devrait aider le Moudarib à transformer ses idées en projet concret. De surcroît, il contribue à la création de richesse et d'emplois (Abdelkarim, 2004).

Pour conclure, nous voyons bien que lors du choix des projets financés par la Moudaraba ou la Moucharaka, un facteur non financier entre en jeu. Nous pouvons ainsi trouver des projets dont la rentabilité financière est faible et qui ne génèrent pas de plus-values élevées, et qui seront malgré tout financés.

## V. SPECIFICITES DES FONDS COLLECTES

### V.1 Origine des fonds collectés

Etant donné le risque élevé supporté par les financements du capital-risque ou encore celui de la Moudaraba ou de la Moucharaka, nous pouvons nous demander qui accepterait de supporter un tel risque, sans oublier que celui qui l'accepte devra de surcroît composer avec l'indisponibilité de ses fonds durant une longue période.

Pour le capital-risque, Savignac affirme qu'au stade d'amorçage par exemple, les pouvoirs publics interviennent en attribuant des aides publiques. Celles-ci prennent la forme de subventions directes (par exemple, par le biais de concours à la création d'entreprises innovantes tel que celui d'Oséo Anvar), de prêts à taux zéro remboursables en cas de succès, d'aides fiscales ou encore de dotations à des fonds d'amorçage qui investissent eux-mêmes dans de jeunes entreprises innovantes en phase de création (tels que le Fonds Public pour le Capital-risque, le fonds BEI pour le capital-risque ou encore le Fonds de Promotion pour le Capital-risque) (Savignac, 2006).

Pour donner un ordre de grandeur des pourvoyeurs de fonds pour le capital-risque, nous trouvons par exemple que 40 % des fonds levés en 2001 proviennent des banques, 11 % des compagnies d'assurance, 7 % des fonds de pension, 6 % des caisses de retraites. Les personnes physiques (12 %) investissent majoritairement par l'intermédiaire des Fonds communs de placement innovation (FCPI) gérés par des équipes spécialisées. Les industriels apportent, quant à eux, 5 % des fonds (Ducobage, Lhomme, 2002).

Notons qu'on trouve peu de personnes physiques pour financer les opérations de capital-risque parce que les tickets d'entrée sont très élevés. En France par exemple, les fonds d'investissement du type FCPR ne font généralement pas d'appel public à l'épargne. Par contre une personne physique devra s'engager pour un montant minimum de 500 000 euros pour entrer dans le capital de ce type de fonds.

En ce qui concerne les IFI, ces dernières ont ouvert un compte spécial : **les comptes d'investissement**, pour collecter les fonds nécessaires à l'investissement dans les entreprises sous forme de participations. Ces dépôts à des fins d'investissements ressemblent bien plus à des actions d'une entreprise qu'à des dépôts à terme ou d'épargne. Aucune garantie quant à leur valeur nominale ou à leur rendement n'est donnée aux déposants, lesquels sont traités comme de véritables actionnaires. Ce compte d'investissement permet de collecter les fonds pour le financement, entre autres, des projets productifs à long terme par les techniques de Moudaraba et de Moucharaka.

Par conséquent, contrairement au capital-risque où les pourvoyeurs sont en général les pouvoirs publics, les souscripteurs des comptes d'investissement de la

finance islamique sont eux qui apportent les fonds pour les opérations de Moudaraba et de Moucharaka. Quand ils déposent leur argent dans ce type de comptes, ils sont au courant de tous les risques inhérents à ce type de financement et ils ont donc accepté tous les risques.

Ainsi, nous remarquons que, pour la Moudaraba et la Moucharaka, les apporteurs de fonds sont le plus souvent des particuliers (personnes physiques ou morales) et non les autorités publiques.

## **V.2 Montants alloués aux projets**

Comme le capital-risque s'adresse à des entreprises naissantes ou très jeunes, non cotées et à fort potentiel de croissance, les coûts initiaux sont très importants puisqu'il s'agit de développer une technologie ou un brevet qui sera la clé d'un succès futur. Ainsi, par exemple, les apports en capital des fonds d'amorçage régionaux sont des participations qui s'échelonnent entre un ticket d'entrée de l'ordre de 100 000 € et un plafond de l'ordre de 150 000 à 200 000 €. Ce ticket d'entrée est associé à l'amortissement des coûts d'instruction et de montage des dossiers (due diligence, négociation et rédaction des pactes d'actionnaires)... (Brenet, 2005).

Concernant les montants alloués par la Moudaraba et la Moucharaka aux projets financés, ces montants sont déterminés au cas par cas selon la nature et les exigences du projet et il n'existe aucune limite (plancher ou plafond) exigée pour le montant des investissements (Ba, 1993). Par conséquent, les tickets d'entrée dans le capital de ces entreprises sont variables et peuvent prendre des valeurs faibles mais aussi des montants très élevés dans le cas de financement de projets de grande envergure.

## **V.3 Secteurs d'intervention**

Le capital-risque peut être défini comme étant l'ensemble des activités d'investissement à risque effectué par un intermédiaire financier professionnel dans des sociétés ou des **projets spécifiques prometteurs**. Il s'agit d'un financement élitiste qui a permis de financer des projets à grands succès tels que : Microsoft, Yahoo, Apple... Ainsi, les entreprises ciblées par le capital-risque, sont essentiellement les sociétés non cotées à **fort potentiel de croissance**. Il s'agit de financer les entreprises, futurs champions de la croissance, de la compétitivité et de la création d'emplois (Barbier, 2003).

Nous parlons de firmes développant, le plus souvent, des innovations radicales dans les secteurs de la haute technologie, possédant un avantage concurrentiel sur leur marché dans leur secteur et qui présentent des performances attendues très importantes.

Ces entreprises, appelées aussi jeunes pousses ou « start-up », sont notamment concentrées dans les secteurs des télécommunications, de l'informatique, de l'électronique et des biotechnologies. En effet, selon Demaria, « le capital-risque est souvent synonyme de **sciences de vie et de technologies de l'information**. Il existe donc un tropisme très fort en faveur de ces deux secteurs ce qui ouvre un certain nombre de questions quant au financement des entreprises de services et d'autres secteurs innovants. En pratique, les investissements en capital-risque en France, par exemple, en 2005, recouvrent largement ces deux secteurs (respectivement 48,5% et 25% du total investi en 2005 selon Thomson Financial). Le capital-risque est le moyen privilégié de financer la création d'entreprise comportant de forts risques technologiques, des frais de recherche et de développement élevés ou des investissements initiaux en matériel, en propriété intellectuelle et d'une manière générale des immobilisations importantes (Demaria, 2006).

Après avoir exposé ces faits, nous pouvons nous demander pourquoi les capital-risqueurs choisissent seulement ce type d'entreprises ?

En fait, la raison de ce choix réside en ce que la sélection des entreprises à financer nécessite la préparation d'un véritable document de travail souvent déjà fort élaboré, même dans la phase initiale. Cette étude est relativement coûteuse en « temps-homme », ce qui exclut quasiment du capital-risque privé traditionnel les petits dossiers. Même en cas de succès, ces derniers ne permettraient que difficilement d'amortir des frais de gestion qui peuvent représenter 40 à 50 % du montant de la participation, voire davantage (Lachmann, 1992).

Par conséquent, les organismes de capital-risque ne répondent pas entièrement aux problèmes de financement soulevés par les investissements dans des projets innovants. Ces organismes ne financent qu'un nombre modeste d'entreprises chaque année en raison des coûts importants liés à leurs interventions. Les entreprises les plus contraintes financièrement, les PME, ou celles qui mettent en œuvre les premières étapes d'un projet (notamment la recherche fondamentale), sont alors fréquemment exclues de ce mode de financement.

Du côté de la finance islamique, les IFI n'ont pas le droit d'investir dans tous les secteurs. Au contraire, ce choix est soumis à certaines conditions pour être conforme aux exigences religieuses. Ainsi, les IFI peuvent financer tous les secteurs de l'économie pourvu qu'ils soient conformes à la Charia. Sont donc exclus les projets relatifs à la création de brasseries, de charcuteries (à base de porc) ou à la construction de lieux (restaurants, hôtels) où sont utilisés ces produits (Ba, 1996).

Ba(1993) a résumé les conditions que doivent respecter ces investissements comme suit :

- a) l'investissement est orienté vers la production de biens et services qui répondent à des besoins sains ;

- b) le produit doit être licite ;
- c) toutes les phases de production de ce bien (financement, industrialisation, achat, vente) doivent être licites ;
- d) tous les facteurs de production (salaires, système de travail etc.) doivent être conformes à ce qui est licite.

Concernant les secteurs d'intervention de la Moudaraba et de la Moucharaka, il apparaît que leurs investissements s'intéressent plus aux projets productifs et aux opérations commerciales de grande envergure (Riahi, 1996). Ainsi, parmi les projets qui ont été financés sur la base du contrat Moucharaka, nous pouvons citer le financement en Jordanie d'un projet de raffinerie de pétrole pour un montant de 9,3 millions \$ US (Kettani, 2005).

Pour la Moudaraba, les savants musulmans l'étendent à toute activité susceptible de générer des profits. Ainsi, une recommandation de la part de la Banque Islamique de Développement (BID) a exhorté les IFI à élargir le champ d'application de la formule Moudaraba à d'autres opérations, industrielles ou agricoles de façon à rentabiliser au mieux les fonds confiés par les déposants (Boualem, 1992).

## **VI. GESTION DES FONDS COLLECTES**

### **VI.1 Prise de la Décision d'investissement**

Pour le capital-risque, la prise de la décision de financement des projets sélectionnés est confiée au comité de direction de la société de capital-risque ou la société de gestion des fonds, qui, en tant qu'agent professionnel, représentent l'intérêt de leurs déposants. Ces derniers leur ont délégué tous les pouvoirs en matière de décision. Ainsi, ces sociétés de gestion ont le dernier mot pour choisir les entreprises dans lesquelles le capital-risque devrait investir sans aucune contrainte extérieure.

Du côté du financement islamique, en plus du comité de direction traditionnel, il existe un second comité qui donnera **son avis** concernant les décisions d'investissement. En effet, après la première sélection faite de la part du comité de direction, une deuxième étude sera faite pour filtrer, parmi les entreprises sélectionnées, celles qui sont éligibles à un financement par une IFI. Il s'agit de choisir les sociétés qui sont conformes aux principes de la FI déjà énoncés.

Ce travail, très important pour les IFI puisqu'il traduit leur particularité par rapport aux institutions conventionnelles, est assuré par un comité appelé « Comité Charia », « Conseil religieux » ou en version anglaise « Sharia Board ».

Chaque IFI doit avoir son propre comité de Charia. Ce dernier, formé en général d'environ cinq membres, peut être défini comme « une entité indépendante de conseillers spécialisés dans la jurisprudence islamique (Fiqh Al Muamalat) (Mahmoud, 2005). Les membres de ce comité sont considérés comme de bons connaisseurs de la religion islamique et de ses applications. De plus, le dit comité doit comprendre des membres spécialistes dans le droit financier. Cette double compétence lui permettra d'avoir une vision globale sur les opérations d'investissement que lui proposent les IFI, tant dans le domaine de la Charia que celui du droit financier.

Ainsi, les décisions émises par ce comité doivent respecter simultanément les exigences des deux disciplines. De plus, selon Prudhomme, il est difficile de se passer d'eux car tout est dans l'interprétation de la loi coranique. Si les grands principes de la Charia sont établis, l'interprétation, elle, évolue. Il est donc très difficile de savoir à l'avance si un produit financier sera conforme ou non (Prudhomme, 2007).

Par conséquent, le rôle et les tâches de ce comité peuvent être résumés comme suit :

- Vérifier la concordance des opérations des IFI avec les préceptes de la Charia. Certains Oulémas ont formulé un avis selon lequel ce comité doit avoir son indépendance par rapport à la direction de l'IFI pour éviter toute influence inopportune.
- Le Coran ne prend pas en compte les spécificités des industries modernes mais fournit plutôt des principes de base. Le comité Charia permet d'interpréter la lecture de ces principes en fonction des besoins de la finance moderne (Doumic, 2007).
- La révision, coté Charia, de toutes les étapes de financement des projets pour relever les dysfonctionnements et donner les mesures correctives. A la fin de chaque année, ce comité devra examiner aussi toutes les participations de l'IFI, contrôler et suivre l'évolution des entreprises financées et leur conformité avec les préceptes de la Charia car il se peut qu'un projet devienne non éligible à un financement islamique lorsque des éléments nouveaux interviennent.
- Certifier que chaque produit adhère strictement aux principes de la Charia (Le Fur, Quiry, 2006).

Notons enfin qu'il existe autant d'interprétations des sources religieuses que de conseils. Cependant, en dépit de certaines divergences liées à l'appartenance de ces différents comités à diverses écoles, il existe une base commune à partir de laquelle, au cas par cas, les opérations islamiques peuvent être valablement structurées (Mahmoud, 2005). Et par conséquent, les comités Charia, même s'ils ont quelques différences sur quelques points, leurs décisions sont très proches les unes des autres car ils respectent en premier lieu des principes clairs.

Pour conclure, nous remarquons qu'aucun placement et aucune activité ne peuvent être entrepris sans avoir été auparavant approuvés par ce Conseil religieux (Ba, 1993). En outre, même si la décision du comité de direction est favorable pour le financement d'un projet, l'avis de ce conseil Charia est essentiel pour valider l'opération.

## **VI.2 Compétences apportées et implication dans la gestion**

Les « capital-risqueurs » ne sont pas seulement compétents financièrement. Ils possèdent une expérience professionnelle dans les domaines d'activité où ils investissent. Les plus réputés d'entre eux sont spécialisés dans un secteur d'activité et possèdent plusieurs années d'expérience dans le domaine dans lequel ils investissent. Dans les biotechnologies, par exemple, ce sont d'anciens médecins, biologistes ou pharmaciens (Dubocage, Lhomme, 2002).

Ainsi, la participation des capital-risqueurs, en plus d'être financière, est stratégique : apport d'un réseau de connaissances, d'un savoir-faire en matière de gestion, de leur expérience et de leur carnet d'adresses...

Selon Battini (2006), les financements par capital-risque sont des financements originaux car, en plus de l'argent apporté, les investisseurs veulent être de vrais partenaires du chef d'entreprise et de l'entreprise elle-même en étant présents dans un organe de direction, le plus souvent au Conseil d'administration, pour apporter des conseils et des concours stratégiques.

Par conséquent, les compétences et les qualités dont disposent ces investisseurs leur permettent de jouer « un rôle actif dans l'entreprise, ils accompagnent son développement en conseillant ses responsables et en contrôlant leur gestion »<sup>1</sup>. Il n'est d'ailleurs pas rare que les investisseurs occupent un siège au conseil d'administration assorti d'un poids non négligeable dans les prises de décisions.

Pour conclure, nous pouvons dire que les investisseurs en capital-risque définissent leur métier comme du « financement + assistance au management ». Ils mettent en avant l'expression de « partenaire actif » de l'entreprise. Avec leur savoir-faire, les investisseurs en capital-risque fournissent une assistance à la détermination de la politique générale, à la croissance de l'entreprise, à la planification à long terme, à l'évaluation financière, au recrutement du personnel, aux relations avec les actionnaires et enfin à la liquidation éventuelle de la participation ». Le capital-risque est ainsi une offre de capital doublée d'une offre de services à valeur ajoutée aux entreprises (Zopounidis, 1990).

Pour la finance islamique, nous trouvons deux cas de figure. La Moucharaka se rapproche considérablement de la pratique du capital-risque. En effet, il s'agit d'un

---

<sup>1</sup> Bulletin de la Banque de France N°65, « Le financement de l'innovation », Mai 1999, p.63.

« partenariat actif » exactement comme pour le capital-risque. L'IFI apporte son poids, ses relations et son carnet d'adresses pour le projet qu'elle finance. De plus, elle joue un rôle actif dans la gestion de l'affaire **en étant représentée au conseil d'administration** et en assistant l'associé gérant dans le management de son projet. Elle effectue aussi des contrôles périodiques et exige des rapports d'information pour s'assurer de la bonne évolution de la société financée.

En ce qui concerne la Moudaraba, malgré que ce financement soit beaucoup plus risqué que les autres méthodes de financement, l'IFI n'a pas le droit de s'immiscer dans la gestion des projets qu'elle a financés. Cette fonction est réservée exclusivement au Moudarib. Cependant, l'IFI suit de très près les opérations qu'elle finance en exigeant des rapports périodiques des activités de ses clients, de manière à pouvoir suivre l'évolution des affaires (Riahi, 1996). Le chargé d'affaires de l'IFI peut discuter avec le promoteur et l'assister de certaines démarches sans pour autant s'immiscer dans la gestion de l'entreprise. Le promoteur a les mains libres tant qu'il se conforme à la ligne de conduite tracée d'un commun accord avec l'IFI (Chekir, 1992).

Ce chargé d'affaires va établir avec le promoteur un système d'information périodique. Au moins une fois tous les trois mois, l'entreprise financée informera l'IFI des principaux indicateurs de gestion : éléments commerciaux, humains, financiers et de production. La mise en place de ce système d'information et de son contenu sont décidés d'un commun accord au moment du déblocage des fonds entre l'IFI et l'entrepreneur.

Pour conclure, nous pouvons dire que l'IFI, dans le cadre du contrat Moudaraba, joue le rôle d'un partenaire alerte de la société (Chekir, 1992).

### **VI.3 Procédure et critères de sélection des entreprises**

#### **VI.3.1 Procédure de sélection des entreprises**

Le marché du capital-risque est un marché dominé essentiellement par l'offre de financement. Dans la majorité des cas, les capital-risqueurs sont devant une variété de projets qui attendent un financement et ce sont eux qui sont en position de force pour sélectionner le bon projet. Ainsi, « le processus de sélection est extrêmement sévère. Les études réalisées évaluent le taux de sélection (soit le pourcentage d'entreprises ou de projets d'entreprise financés par le capital-risque parmi l'ensemble des candidats) entre 1% et 10% » (Redis, 2006).

Ce filtrage des projets se fait selon un processus bien déterminé. En effet, la première étape de la sélection consiste à identifier les projets qui vont faire l'objet d'une étude plus approfondie, c'est-à-dire ceux qui seront éligibles pour la deuxième étape de la sélection.

Cette première étape s'effectue à partir de l'**Executive Summary du plan**. Ceci va permettre à l'investisseur de juger de l'intérêt du projet. Ce premier contact se fait indirectement : l'entrepreneur et l'investisseur ne se rencontrent pas (Redis, 2006). Si l'investisseur trouve le projet digne d'intérêt, celui-ci est jugé éligible à la seconde étape de la sélection. Lors de cette étape, l'investisseur va rencontrer le(s) porteur(s) de projet ce qui va constituer un élément essentiel dans la prise de décision finale. L'investisseur va effectuer ou faire effectuer les **due diligence**<sup>1</sup> sur les différents aspects du dossier (aspects techniques, marketing, stratégiques, financiers,... contenus dans le plan d'affaires ou **business plan**<sup>2</sup>.

Si cette étape est concluante, la décision finale sera prise après la négociation financière (accord sur la valorisation de l'entreprise, sur les besoins à financer et sur le partage du capital entre le porteur de projet et le capital-risqueur) et juridique (élaboration d'un pacte d'actionnaire, choix des instruments de financement). Enfin, l'accord se matérialisera par l'établissement d'un « term sheet » (protocole d'investissement).

Concernant le financement des opérations participatives de la finance islamique, nous sommes devant la même situation que dans le capital-risque. En effet, étant donné que ce type de financement comporte des risques élevés puisque l'IFI n'est pas assurée de récupérer les ressources engagées, la sélection des projets est très rigoureuse et prudente.

Ainsi, en pratique et d'après les quelques expériences vécues, sur 100 dossiers présentés, le quart (25%) passe le premier filtre pour être examiné de manière plus approfondie avec les entrepreneurs. La moitié des dossiers qui survivent à ce niveau de sélection, soit 12% du total, atteint le stade de l'évaluation détaillée et seulement 60% font l'objet d'une décision d'investissement (Boualem, 1992).

---

<sup>1</sup> **Due Diligence** : Ce terme signifie que l'investisseur va faire certaines vérifications sur l'équipe dirigeante (stratégies et styles gestion, historique du gérant), compléter son étude du secteur, vérifier ce qui est écrit dans le Business Plan (bilan, comptes de résultats) et analyser le risque lié à l'investissement. C'est une analyse quantitative et qualitative. Généralement, les Due Diligence se décomposent en une phase "légère", au cours de laquelle le capital-investisseur lui-même vérifie un certain nombre de points généraux, et une phase « lourde » pour laquelle il mandate des conseils spécialisés pour valider des points précis.

<sup>2</sup> **Business Plan ou Plan d'affaires** : c'est le document de référence qui doit permettre au capital risqueur d'avoir une idée juste du projet qui lui est proposé. Il doit être à la fois détaillé et concis. C'est avant tout un document dont l'objet principal consiste à séduire le(s) investisseur(s) potentiel(s). Ce document doit rassembler de manière la plus cohérente possible toutes les potentialités du projet. Il constitue une véritable feuille de route des actions qui vont être entreprises et des moyens à mettre en œuvre pour y arriver sur une période pouvant aller jusqu'à cinq ans.

Les différentes étapes à l'octroi du financement de ces opérations participatives (Moudaraba et Moucharaka) se déroulent comme suit :

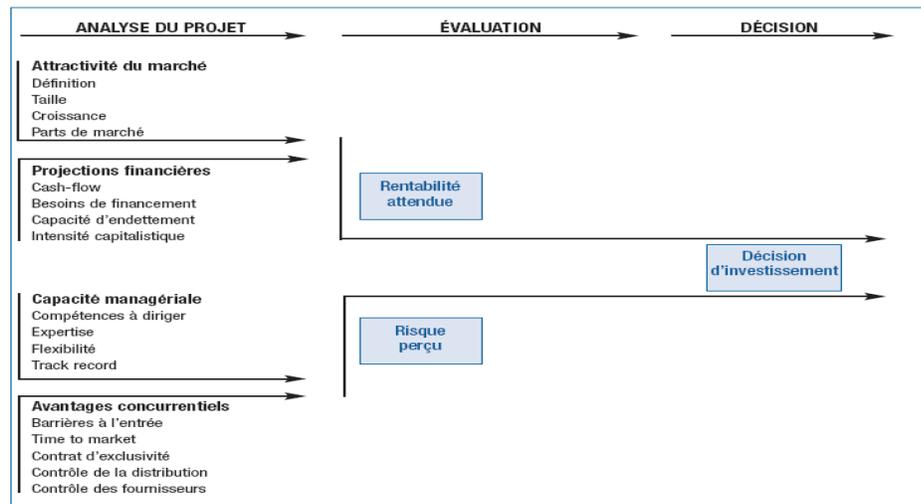
- L'institution financière interviewe l'entrepreneur qui présentera le dossier du projet avec toutes les pièces requises et parmi elles on trouve l'étude économique de faisabilité ;
- Le demandeur doit être mis au courant de toutes les modalités de la Moucharaka (ou de la Moudaraba) ;
- Le bureau d'études analysera avec précaution la demande accompagnée des documents. Le dossier sera étudié d'abord du point de vue de la Charia puis du point de vue économique ;
- Cette étude sera ensuite envoyée au chef de département qui réexaminera le dossier avant de le signer. Après la signature de la demande, le dossier sera envoyé au responsable des opérations financières pour la Moucharaka (ou la Moudaraba). Celui-ci l'adressera au comité d'administration des opérations financières pour la Moucharaka (ou Moudaraba) qui tranchera soit positivement, soit négativement, soit en recommandant une révision.

Le demandeur sera ensuite avisé de la décision finale concernant le financement de son projet par la Moucharaka (ou Moudaraba). Dans le cas où le projet est accepté par l'institution financière islamique pour être financé par la Moucharaka, le bureau d'études dressera un contrat de Moucharaka qui sera envoyé au bureau exécutif pour la signature et le suivi.

### **VI.3.2 Les Critères de sélection des projets**

Pour le capital-risque, la décision d'investissement tourne essentiellement autour de deux axes, la recherche des projets à **fort potentiel de rentabilité** pour un **risque contrôlé**. Les critères qui permettent de cerner ces deux axes sont représentés dans le graphique suivant :

**Graphique N°1** : Les critères d'analyse des projets<sup>1</sup>



Pour aboutir à cette décision d'investissement et cerner les critères mentionnés ci-dessus, les capital-risqueurs vont étudier de façon approfondie le business plan présenté par l'entrepreneur et établi généralement sur 3 ans au minimum.

Cependant, les critères pris en compte pour le choix des projets ne sont pas uniquement des critères de qualité du bilan ou de rentabilité réelle mais aussi des critères tels que :

- La qualité de l'équipe dirigeante est l'un des critères auxquels les capital-risqueurs sont très attentifs. En effet, les investisseurs privilégient en particulier des équipes mieux constituées, plus expérimentées et connaissant déjà le domaine commercial de l'entreprise (Bouchara, Legarde, 2003). Ils apprécient notamment une équipe motivée, complémentaire, qui a une stratégie claire et des tactiques opportunistes en termes de marchés et de technologies.
- Les compétences techniques rassemblées par l'entreprise, sa capacité à gérer un plan de financement et surtout de trésorerie dans le temps, la réputation de la société auprès de ses partenaires etc.

<sup>1</sup> Mascré F., Dubus G., Lantz J.S., Ehkirch Y.M., Crochet P., « Capital Risque et Valorisation de la Recherche », AFIC, 2005, p.13.

Au final, le capital-risqueur se fiera plus à des critères qualitatifs que quantitatifs (Barbier, 2003).

Notons qu'en plus de l'examen approfondi des éléments du plan d'affaires, les capital-risqueurs vont organiser des rencontres répétées avec le créateur et son équipe. Et il n'est pas rare que les due diligence aboutissent à une refonte des éléments du plan d'affaires ou à des suggestions quant à des recrutements indispensables, souvent au niveau commercial (Brenet, 2005).

En outre, les capital-risqueurs font appel à des experts externes pour effectuer un audit complet et donner un avis sur les divers projets candidats, et c'est toujours dans le souci de choisir les projets qui vont leur permettre de réaliser des plus-values et éviter ceux qui peuvent échouer et leur faire perdre leur argent. Enfin, une étude réalisée par l'université d'Oxford (1998) a classé par ordre d'importance les critères d'investissement retenus par les fonds de capital-risque. Cette étude ressort les résultats suivants :

**Tableau N°1** : Les critères de choix des projets par le capital-risque<sup>1</sup>

Classement	Venture Capital
Enthousiasme de l'entrepreneur	3
Honnêteté et crédibilité de l'entrepreneur	1
Potentiel de vente des produits	5
Expérience de l'entrepreneur	2
Jugement de l'entrepreneur sur les meetings	9
Taux de croissance du marché	6
Qualités du produit	10
Rendement financier pour l'investisseur	4
Marché de niche	13
« Track record » de l'entrepreneur	8
Proximité du business	27
Potentiel de liquidité	12

---

<sup>1</sup> Battini Pierre, Op. Cit., 2006, p.45

A partir de ce tableau, nous remarquons que les financiers classent en tête l'honnêteté et la crédibilité de l'entrepreneur. Ils attachent une grande importance au rendement financier, ce qui se comprend puisqu'ils gèrent des capitaux pour compte de tiers, fonds de pension, compagnies d'assurances, fonds de fonds, parfois même personnes physiques etc. L'expérience du chef d'entreprise à dégager des résultats dans le passé, le « track record », est également importante pour les financiers (Battini, 2006).

Pour conclure, nous pouvons dire que l'analyse de l'ensemble de ces éléments doit permettre à l'investisseur de prendre une décision efficiente, c'est-à-dire estimer dans les meilleures conditions le couple risque-rentabilité généré par les différents projets et ainsi choisir les meilleurs parmi ceux qui lui assureront les plus-values les plus élevées.

Pour ce qui est de **la Moudaraba et de la Moucharaka**, nous ne nous éloignons pas des pratiques et des critères retenus par le capital-risque pour la sélection des projets. En effet, cette sélection est très rigoureuse et très prudente dans les deux cas. Cependant, lorsqu'un projet est soumis à une institution financière islamique pour être financé par participation, il faut s'assurer d'abord de sa conformité aux normes et principes de la Charia. Après quoi la faisabilité économique du projet est analysée (Boualem, 1992).

Après étude de la conformité des investissements aux principes religieux, les IFI vont analyser les documents présentés par l'entrepreneur. Pour le capital-risque, nous parlons de l'analyse du business plan. Dans le cas de la Moudaraba et de la Moucharaka, il s'agit de l'analyse de l'étude ou du rapport de faisabilité financière, ce qui revient à la même chose. Ainsi, chaque IFI exige de tout promoteur d'un projet la présentation d'une étude de faisabilité qui lui permet de juger de l'importance du projet, de sa viabilité, des risques à courir. Cette appréciation ne peut se faire qu'à travers une étude qui fait ressortir tous les aspects financier, économique, commercial, technique et organisationnel (Ba, 1993).

Pour résumer, ce document de base doit analyser en détail le marché auquel le projet s'adresse, l'environnement dans lequel il va opérer, les produits offerts et leurs spécificités, ainsi que les objectifs industriels, marketing et financiers que l'entrepreneur cherche à atteindre.

Étant donné l'importance de cette sélection, les IFI « se sont dotées de départements d'études de projets et de suivi pour aider les promoteurs à présenter des projets répondant aux critères exigés. Ainsi, tout entrepreneur ne possédant que son projet d'investissement et son expérience peut obtenir un financement, conformément à la formule de Moudaraba » (Ba, 1993).

Cependant, outre ces critères relatifs au marché, aux aspects techniques, économiques et financiers, les IFI accordent, comme dans le cas du capital-risque, une grande importance au choix de l'entrepreneur. Ces institutions privilégient

avant tout la confiance envers le client surtout quand il s'agit de financer un investissement sous forme de Moudaraba ou de Moucharaka. Dans ce cas, la première des garanties est la qualité, puis la gestion et le contrôle. Certes, ce n'est qu'une garantie morale, mais c'est la garantie par excellence parce que c'est elle qui établit le support fondamental des relations entre la banque et son client (Ba, 1993).

Par conséquent, l'IFI va à la recherche du bon partenaire qui détient le maximum d'efficacité dans le domaine où il a choisi d'investir. De plus, ce partenaire doit posséder le maximum d'efficacité dans la gestion des projets, cela peut être vérifié en inspectant son passé académique et professionnel (Boualem, 1992). L'expérience professionnelle, la crédibilité et les qualités personnelles des dirigeants sont aussi des critères primordiaux d'appréciation et de sélection.

Dans le même sens, Chekir (1992) affirme que le critère de choix essentiel, dans ce type de financement, privilégie le promoteur car la confiance réciproque et les chances de succès en dépendent. L'évaluation du promoteur prime sur le plan de développement et parfois même sur les perspectives du marché et des produits. On doit accorder une importance critique au facteur humain car le financement Moudaraba est effectué sans les sûretés bancaires usuelles. Les garanties sont recherchées surtout dans les qualités du promoteur : compétence, droiture, intégrité et personnalité.

Pour conclure, nous remarquons que les experts chargés de l'évaluation du projet, outre l'analyse de la rentabilité financière du projet sur la base de l'étude de faisabilité, accordent une importance particulière au facteur humain et le considèrent même comme le facteur primordial dans le choix car ce sont les entrepreneurs qui vont gérer au quotidien le projet. En outre, Seunier (2008) explique la résistance de la finance islamique face à la dernière crise (crise financière de 2007) par la sélection sévère pratiquée par les IFI et notamment par une due diligence accrue des projets par les investisseurs qui portent in fine les risques.

#### **VI.4 Sorties d'investissement**

La rémunération du capital-risqueur se fait surtout à l'échéance lors de la sortie par la plus-value réalisée à la revente de ses titres. Les hypothèses de sortie, c'est-à-dire quand et à qui les investisseurs vont-ils céder leurs participations suite à la réalisation du projet sont évoquées entre investisseurs et entrepreneurs lors des premiers entretiens. Il faut qu'il y ait préaccord entre les deux parties et si le chef d'entreprise a des réticences sur un type de sortie, il devra le mentionner rapidement (Battini, 2006). Nous trouvons ainsi deux types ou plutôt deux familles de sorties selon le degré de succès des projets financés :

#### **VI.4.1 Sorties peu glorieuses**

- **Décès de la participation** : c'est la sortie la plus désagréable. Il s'agit du dépôt de bilan suivi de la liquidation des actifs de l'entreprise. Le capital-risqueur perd tous les capitaux qu'il a engagés dans les projets.

- **Rachat par les personnes physiques** : dans la plupart des cas, le chef d'entreprise, qui est souvent le créateur et l'entrepreneur du projet, ou l'équipe de cadres, souhaitent racheter la participation des financiers. Cependant, « en réalité, ils ne pourront pas le faire en raison des sommes en jeu et de la fiscalité qui touche les revenus. Les fondateurs salariés n'ont pas pu constituer une fortune personnelle pour racheter des actions dont le prix sera d'autant plus élevé que la société a bien réussi » (Battini, 2006).

Les capital-risqueurs mettent généralement en place des procédures d'incitation visant à permettre au manager d'accroître sa part de capital s'il atteint ou dépasse les objectifs fixés par le business plan. Le plus souvent, ces incitations sont sous la forme d'action à bons de souscription d'actions (ABSA).

#### **VI.4.2 Sorties plus attrayantes**

- **Sorties industrielles** : en revendant ses participations à une grande entreprise, la sortie est qualifiée d'industrielle. Cette sortie est « la plus importante en nombre d'opérations »<sup>1</sup> pour le capital-risque. Ces industriels cherchent à racheter ces entreprises innovantes pour plusieurs raisons : faire évoluer leurs activités, bénéficier des innovations de ce type de projet, avoir l'avantage dans une nouvelle technologie par rapport aux concurrents, dégager des synergies avec d'autres sociétés du groupe, etc.

Cependant, l'inconvénient de ce type de sortie est que, lorsqu'ils décident de racheter les parts des capital-risqueurs, les industriels veulent détenir 100% des actions de ces projets pour en avoir le contrôle. Dans le même sens, les entrepreneurs fondateurs savent pertinemment que le développement de leur entreprise et son expansion passera par une vente à des industriels de la quasi-totalité des actions. Ainsi, les industriels vont acheter la totalité des parts et l'entrepreneur et les capital-risqueurs perçoivent souvent d'importantes plus-values de cession si le projet a bien réussi.

- **Sorties financières** : il s'agit du rachat par un investisseur financier de la participation détenue par un autre investisseur financier. Théoriquement, les acteurs du capital-risque devraient racheter les participations détenues par les

---

<sup>1,2</sup> Autorité des marchés financiers, « Risques et tendances », Juin 2007, p.8.

fonds d'amorçage lorsque les sociétés ont réalisé ce qu'on attendait d'elles, c'est-à-dire prouver la faisabilité du concept. Ensuite, le processus se poursuit et les capital-risqueurs peuvent à leur tour vendre leurs participations aux fonds de capital développement et ainsi de suite.

- **Sorties en bourse** : c'est « la plus spectaculaire et la plus connue des modalités de sortie. Elle est possible lorsque les marchés financiers ont la capacité d'accueillir des sociétés dont la taille est parfois modeste. En France, la création récente d'Alternext constituera un facteur sans doute favorable à cette modalité de sortie »<sup>2</sup>. Cette entrée en bourse permet à une entreprise de poursuivre son parcours avec de nouveaux capitaux et de nouveaux actionnaires. Pour les capital-risqueurs, c'est l'assurance de trouver la liquidité qu'ils attendent assortie d'un taux de rendement élevé si l'introduction est bien faite.

Maintenant, si nous nous intéressons à la Moudaraba et à la Moucharaka, ces deux techniques, comme nous l'avons déjà évoqué, ont pour premier but d'aider l'entrepreneur à réussir son projet, tout en préservant son intérêt bien sûr.

Si nous analysons les sorties d'investissement du capital-risque par rapport à la finance islamique, nous nous rendons compte que la technique la plus courante pour la sortie du capital de l'entreprise financée dans cette industrie est la vente de la part de l'institution au chef du projet. Le prix de cession sera déterminé par la négociation entre les deux parties à la fin de la période de financement (valeur marchande). Pour ce faire, les IFI ont mis en place des techniques spécifiques pour encourager cette démarche et permettre le transfert total de la propriété vers l'entrepreneur :

- **La Moucharaka dégressive** : c'est une Moucharaka particulière où l'investisseur participe au financement d'un projet avec l'intention de se retirer progressivement de celle-ci par la vente de sa part à son associé. Cette part du financier est ainsi divisée en un certain nombre d'unités et il est convenu que l'associé entrepreneur achètera périodiquement ces tranches, augmentant de ce fait sa propre part jusqu'à devenir le propriétaire unique du projet. L'opération s'achève quand le partenaire a remboursé la participation totale de l'investisseur et il deviendra le propriétaire unique.

Pour conclure, nous remarquons que cette technique (vente à l'entrepreneur) est la plus utilisée car elle prend en compte, comme toutes les pratiques liées à la finance islamique, en plus des aspects financiers, l'aspect social qui consiste à promouvoir le travail et aider l'entrepreneur à réussir son projet. Cependant, il ne faut pas exclure les autres méthodes de sortie. Certes, elles ne sont pas autant utilisées que la cession à l'entrepreneur, mais elles existent en tout cas. Par

exemple, l'IFI peut vendre sa part à un industriel si, d'une part elle estime que cette vente permettra de développer le projet, et d'autre part si l'entrepreneur peut continuer à travailler dans ce projet (ce ne sont pas des conditions nécessaires).

L'IFI peut aussi vendre ses parts en introduisant la société en Bourse. Cependant, étant donné la taille des marchés boursiers asiatiques par exemple, (marchés où se développent essentiellement la finance islamique et qui sont peu développés et de taille modeste), cette technique n'est pas très utilisée mais les financiers prévoient que cette technique va se développer avec le développement de ces marchés boursiers et l'expansion de la finance islamique en Europe et dans le reste du monde.

#### **VII. LE PAIEMENT DE LA ZAKAT : OBLIGATION SUPPLEMENTAIRE POUR LES IFI PAR RAPPORT AUX ORGANISMES DE CAPITAL-RISQUE**

Les IFI sont soumises à l'aumône prescrite par le Coran : la Zakat, partie importante de la politique financière et de l'organisation économique islamique. Elles sont tenues de s'acquitter de cette aumône en la prélevant sur leurs bénéfices nets d'impôts, conformément à la loi islamique. « Les fonds provenant de la Zakat peuvent être utilisés en vue de la création d'usines, ou de la bonification et de l'achat des terres agricoles, de la création d'entreprises commerciales ou de tout autre projet qui serait l'entière propriété des pauvres afin de leur assurer un revenu régulier qui conviendrait à leurs besoins.

Ainsi, l'Islam fait obligation de verser la Zakat dans un fonds autonome et spécial, désigné par la banque sous le nom de "Compte de Al Zakat et de service social". La Charia islamique stipule la Zakat à concurrence de 2,5 % sur toute l'épargne du pays (aussi bien personne physique que morale), sur les recettes du commerce, de 5 à 10 % sur les récoltes, de 20 % sur certains minéraux etc (Ba, 1993).

#### **VIII. CONCLUSION**

Dans ce papier, nous avons comparé le concept de capital-risque aux techniques participatives de la finance islamique.

Nous pouvons dire, après cette brève étude, que ces deux concepts ont beaucoup de points communs et notamment dans leur approche de l'investissement et dans leur conception du partenariat dans les affaires. En effet, ces techniques sont des modes de financement particuliers puisqu'elles acceptent de partager le

risque avec les entrepreneurs qu'elles financent, ce qui est différent de la conception de la majeure partie de produits de financement conventionnels.

Ainsi, à part quelques points de divergence, nous pouvons admettre qu'il existe une forte analogie entre le concept de capital-risque et celui de la Moudaraba ou la Moucharaka. Cette ressemblance peut constituer une opportunité pour la finance islamique pour se développer dans les pays non musulmans en s'appuyant sur le fait qu'elle n'est pas aussi différente que ça pourrait paraître, et que, au contraire, elle peut constituer une opportunité pour drainer l'épargne des citoyens de confession musulmane qui boudent les placements générateurs de paiement d'intérêts prohibés par la Charia.

## BIBLIOGRAPHIE

Abdel Wahab Mahmoud, (Juillet 2005), « *Les banques islamiques* », Revue Dialogues N°49.

Abelkarim Amine, (2004), « *Contribution à la connaissance des méthodes de financement sans taux d'intérêt* », Thèse soutenue à l'Université Montesquieu Bordeaux IV.

AFIC, (Juillet 2007) « *La fiche thématique N°35* ».

AMF (Autorité des marchés financiers), (Juin 2007), « *Risques et tendances* ».

Amourag A., (Novembre 2007), « *Risques et tendances* », Revue Maroc Hebdo International N°765, p.32-33.

Ba Ibrahima, (Avril 1996), « *PME et institutions financières islamiques* »; Synthèse de Bérandère DELATTE ADA – Revue ADA Dialogue N°2.

Ba Ibrahima, (1993), « *PME et institutions financières islamiques* », Document de travail N°6, Département du Développement des Entreprises et Coopératives Bureau international du Travail – Genève.

Barbier Alain, (2003), « *Capital-risque, capital investissement et formation à l'entrepreneuriat* », Thèse soutenue à l'Université de la Réunion.

Battini Pierre, (2006), « *Financer son entreprise de la création à la transmission par le Capital Investissement* », Maxima Laurent du Mesnil Editeur.

Boualem Bendjilali, (1992), « *Introduction aux techniques islamiques de financement* », Edition Institut Islamique de Recherches et de Formation, Banque Islamique de Développement, Acte de séminaire N°37, p.32-55.

Bouchara Pierre, Lagarde Pascal, (Décembre 2003), « *Le capital-risque : que nous enseigne l'après-crise ?* », Annales des Mines.

Brenet Pascale, (Novembre 2005), « *Le financement de l'amorçage dans les entreprises technologiques incubées* », Présentation lors du IVème Congrès d'Entrepreneuriat, Paris.

Bulletin de la Banque de France N°165, (Septembre 2007), Numéro spécial petites et moyennes entreprises, P.115.

Chekir Mohamed Ali, (1992), « *Introduction aux techniques islamiques de financement* », Edition Institut Islamique de Recherches et de Formation, Banque Islamique de Développement, Acte de séminaire N°37, p.56-71.

Communiqué de presse Deloitte AFIC, (Avril 2005), « *Les sorties dans le capital-risque en France confirmant un bon niveau de reprise* ».

Demaria Cyril, (Avril 2008), « *Finance islamique, Les risques spécifiques* », Revue Private Banking.

Demaria Cyril, (2006), « *Introduction au Private Equity : les bases du capital-investissement* », Revue banque Edition.

Dubocage Emmanuelle, Lhomme Yann, (Septembre 2002), « *Le capital-risque : Un tuteur pour les jeunes pousses* », Revue Le 4 Pages des statistiques industrielles N° 165.

El Idrissi Lahsen Sbai, (2003), « *La rémunération du capital en Islam* », Finance & The Common Good N°16.

El Qorchi Mohammed, (Décembre 2005), « *La finance islamique est en marche* », Finances & Développement.

Johner D., Rocafull T., (20 Mars 2008), « *La finance islamique de plus en plus courtisée : 1.000 milliards de dollars en 2010* », La Tribune, p.23.

Kettani Malika, (2005), « *Une banque originale : La banque islamique* », Edition Dar Al Kotob Al-Ilmiyah, Beyrouth Liban.

Lachmann Jean, (1992), « *Le Seed Capital, une nouvelle forme du Capital-risque* », Edition Economica.

Le Fur Yann, Quiry Pascal, avec la participation de Sethom Mehdi et Molato Younés, (Septembre 2006), « *La finance islamique* », La lettre de Vernimmen N°51.

Martens André, (2001), « *La finance islamique : Fondements, théorie et réalité* », CAHIER 20-2001, Centre de recherche et développement en économie (C.R.D.E.) et Département de sciences économiques, Université de Montréal.

Martin Georges-A, (Mars Avril 2006), « *Demain, la Suisse place financière islamique ?* », Revue Banque et Finance.

Mascre F., Dubus G., Lantz J.S., Ehkirch Y.M., Crochet P., (2005), « *Capital-risque et Valorisation de la Recherche* », AFIC.

Riahi Youssef, (1996), « *L'expérience bancaire islamique : une nouvelle voie de formation du capital* », Thèse soutenue à l'Université Paris X Nanterre.

Redis Jean, (2006), « *Contribution à la connaissance de l'accompagnement à la levée de fonds destiné aux jeunes entreprises de croissance : le cas de la France* », Revue de l'Entrepreneuriat, vol. 5, n°1.

Savignac Frédérique, (2006), « *Le financement des entreprises innovantes* », Thèse soutenue à l'Université Paris I - Panthéon – Sorbonne.

Savignac Frédérique, (Juin 2004), « *Le financement de l'innovation : prêts bancaires ou fonds propres du capital-risque ?* ».

Seunier Fabian, (Mai 2008), « *La Finance Islamique : mode passagère ou modèle durable ?* », Le Mensuel d'AGEFI Luxembourg.

Zopounidis Constantin, (1990), « *La gestion du capital-risque* », Edition Economica, p.12.

## **Sites Web**

- [www.actufinance.fr](http://www.actufinance.fr)
- [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)
- <http://aliqtissad.wordpress.com/2006/12/20/bank>
- <http://www.apce.com>
- [www.boursorama.com/international/detail\\_actu\\_intern.phtml?&news=5250361](http://www.boursorama.com/international/detail_actu_intern.phtml?&news=5250361)
- [http://www.business24-7.ae/cs/article\\_show\\_mainh1\\_story.aspx?HeadlineID=3545](http://www.business24-7.ae/cs/article_show_mainh1_story.aspx?HeadlineID=3545)
- <http://www.financementpme.com>
- [http://www.fleurislam.net/media/doc/txt\\_banque\\_islamique.html](http://www.fleurislam.net/media/doc/txt_banque_islamique.html)
- <http://fr.wikipedia.org>
- [www.islamonline.net](http://www.islamonline.net)
- <http://www.ilo.org/public/french/employment/finance/download/wp6.pdf>
- <http://www.industrie.gouv.fr>
- <http://www.lamicrofinance.org/content/article/detail/16089>
- <http://fr.monediplo.com/2001/09/WARDE/15584>
- <http://stehly.chez-alice.fr/ennaifer.htm>,
- [www.Universalis.fr](http://www.Universalis.fr)