

ETUDES EN ECONOMIE ISLAMIQUE

Vol.4

No.1

Mouharram 1431 (Janvier 2010)

Sommaire

	Page
Rédacteur : <i>Rami Abdelkafi</i>	
Comité de rédaction : <i>Tahar Memmi</i> <i>Abdelkader Chachi</i> <i>Mohamed Alami</i>	
LA FINANCE ISLAMIQUE : ETHIQUE ET INTELLIGENCE DE LA GLOBALITE <i>Dominique de Courcelles</i>	1
LE LIEN ENTRE FINANCE ET ECONOMIE ISLAMIQUES VIA LE MODELE PRINCIPIEL "ZR" <i>Abderrazak Belabes</i>	15
L'INVESTISSEMENT EN BOURSE : LES NORMES DE LA FINANCE ISLAMIQUE APPLIQUEES AUX VALEURS DE LA PLACE BOURSIERE DE PARIS (CAC 40 et SBF 250) <i>Abdelbari El Khamlichi</i>	39
ANALYSE COMPARATIVE ENTRE LA FINANCE ISLAMIQUE ET LE CAPITAL-RISQUE <i>Mohamed Ali Chatti</i>	65

LA FINANCE ISLAMIQUE : ETHIQUE ET INTELLIGENCE DE LA GLOBALITE

DOMINIQUE DE COURCELLES[♦]

INTRODUCTION

Aujourd'hui, on s'accorde à reconnaître qu'un système économique et technique, global, a saisi le monde. Il s'agit d'un système financier, de l'économie concurrentielle de marché. Coupé du politique et de l'éthique, ce système concurrentiel de marché tend à devenir une idéologie, dans la mesure où il est organisé autour d'une logique financière de moyens et de profits. Il n'est pas organisé en termes de fins ni de valeurs. Dans le contexte de la crise financière actuelle, dans laquelle les banques traditionnelles et les marchés financiers ont montré leurs dérives et leurs excès, que peuvent nous proposer, en termes de fins et de valeurs, les trois monothéismes et, en particulier, l'Islam qui informe explicitement la finance islamique ? Quelle éthique et quelle intelligence de la globalité sont mises en œuvre très particulièrement par la finance islamique ?

QUELQUES PRINCIPES FONDAMENTAUX

-Selon les trois monothéismes, au commencement est le Dieu Unique, créateur du monde et de l'homme. De l'unicité de Dieu créateur, on peut déduire à la fois l'universalité d'une morale exprimée à travers l'universalité du commandement de respect du prochain et la conception d'une humanité historique, inscrite dans une communauté, en marche vers la réalisation de son idéal. L'historicisation du religieux implique une éthique de l'action dans le monde.

-Il est interdit à la créature de vouloir s'égaliser à son Créateur, l'Unique. Dans la Bible, qui est le premier texte qui témoigne du monothéisme, il est rapporté au livre de la Genèse que les hommes, emplis d'orgueil, imaginèrent de défier le Dieu Unique en devenant « un peuple », « une langue » et « une œuvre », c'est-à-dire en construisant la tour de Babel. Comment les créatures pourraient-elles prétendre s'égaliser à leur Créateur ? Le Dieu Unique se manifeste alors pour séparer et

[♦] Directrice de recherche au Centre National de la Recherche Scientifique, membre du Collège International de Philosophie.

Dominique de Courcelles enseigne l'histoire comparée des religions à l'Ecole Polytechnique (Département des humanités et sciences sociales) et l'éthique et le développement durable dans le Groupe HEC (Mastère de Management du Développement Durable). Elle a créé une société de consulting Globale Diversité Consulting. Elle est membre du conseil d'administration de Transparence International (France).

maintenir, par la séparation, la possibilité de l'altérité ; il détruit la tour. La tour de Babel, qui n'est qu'un assemblage de briques, est une figure de l'impérialisme politico-religieux des hommes. Or, le projet de la création divine est fondé sur la multiplicité et la différence. La fraternité de Babel est fautive, parce que l'homme n'y est reconnu que pour son utilité dans la construction de la tour.

-Les trois monothéismes s'accordent pour affirmer que Dieu seul crée à partir de rien. Comment l'homme pourrait-il prétendre créer de la valeur à partir de rien, sans travail ni parole effective de sa part, et oser rivaliser ainsi avec la puissance divine ? Ainsi surgit la primordiale interdiction du prêt à intérêt, puisque le prêt à intérêt consiste, pour celui qui prête, à créer de la valeur à partir de rien. Tout intérêt est donc la marque d'une orgueilleuse démesure de l'homme, tout intérêt équivaut donc à l'usure négative. Cette interdiction est au principe de recommandations économiques précises.

QUE NOUS DISENT LES TEXTES SACRES DES TROIS MONOTHEISMES SUR LA PROPRIETE, L'ARGENT, LE COMMERCE ?

Selon la sagesse biblique, l'argent est vanité et la richesse est éphémère. La thésaurisation est interdite. L'*Ecclésiaste*, qui est un livre de sagesse, explique : *Celui qui aime l'argent n'est pas rassasié par l'argent... La satiété du riche ne le laisse pas dormir... Il est un mal grave que j'ai vu sous le soleil : des richesses conservées pour son malheur par celui qui les possède... Tel qu'il est sorti du sein de sa mère, il s'en retournera nu, comme il était venu (Ecclésiaste, 5 : 9-15)*. Le *Deutéronome*, traditionnellement attribué à Moïse, fondateur et organisateur du Judaïsme, contient toute une série de recommandations économiques et rituelles extrêmement précises ; un système de solidarité bien codifié permet d'assurer une meilleure justice sociale. Par exemple, il est prévu que la dîme de la troisième année, cet impôt versé aux prêtres parce qu'ils assurent la nécessaire relation entre le Dieu créateur et ses créatures, doit être réservée non seulement aux prêtres mais également aux veuves, aux orphelins et aux étrangers.

Les textes sacrés chrétiens sont peu explicites en ce qui concerne les questions économiques et financières, tout en incluant parmi eux les principaux textes de la Bible juive. Le fondateur du Christianisme, Jésus, dit le Christ, récusé par le Judaïsme mais considéré comme un prophète par l'Islam, est en effet un artisan dans un village agricole et pastoral. Il est un maître de sagesse, qui aime évoquer les travaux de la terre et insiste sur l'importance de l'aumône. Il est donc logique que les premières infrastructures économiques et culturelles performantes de l'Occident chrétien soient les monastères qui sont de grandes propriétés terriennes. L'argent est source de péché, objet de soupçon : *Vous ne pouvez servir Dieu et l'argent (Evangile de Matthieu, 6 : 22)*. C'est pourquoi, dans l'histoire du Christianisme, la richesse et l'argent sont longtemps tabous. Est cité le verset suivant : *Regardez les oiseaux du ciel, ils ne sèment ni ne moissonnent, ni*

D. de Courcelles - La finance islamique

n'amassent dans les greniers, et pourtant votre Père du ciel les nourrit (Evangile de Matthieu 6 : 24). Ce qui n'empêche pas les autorités de l'Eglise chrétienne, et en particulier le pape, chef de l'Eglise, de disposer d'une grande puissance économique et financière.

Pour le célèbre théologien Thomas d'Aquin, au 13^{ème} siècle, si le travail est nécessaire à la subsistance de l'individu et de la communauté, une fois cet objectif atteint, cette nécessité disparaît ; la valeur absolue est celle des relations de l'individu avec son Dieu, ce qui implique la bonne régulation des relations entre les personnes et donc la notion de responsabilité de chacun à l'égard des autres hommes et du monde. A partir du 16^{ème} siècle, le Protestantisme, qui refuse l'autorité du pape, sous les formes du calvinisme, lié à la place marchande de Genève, puis du méthodisme, développé aux Etats-Unis par le pasteur John Wesley, préfère se référer à cette parabole du Christ : *Seigneur, tu m'as confié cinq talents : voici cinq autres que j'ai gagnés (Evangile de Matthieu 25 : 20).* Par le travail, l'homme spiritualise la matière, y compris l'argent. L'enrichissement est la marque de la bénédiction divine et la thésaurisation est interdite. Le profit est légitime et le concept de capitaux qu'il convient de risquer est bien admis. Basées sur la confiance, les sociétés protestantes deviennent rapidement plus performantes que les catholiques, dans lesquelles les pouvoirs centralisés tendent généralement à accaparer les ressources. Selon la Doctrine sociale de l'Eglise catholique, le marché et la libre concurrence sont longtemps condamnés ; il faut attendre 1991 pour que le pape Jean-Paul II accepte le « marché libre ».

La société, dans laquelle vit le Prophète et où s'élabore l'Islam, est une société marchande dans un pays de nomades. Pour l'Islam, selon le Coran dont le texte canonique est établi au 7^{ème} siècle, l'argent est un don de Dieu, car tout appartient à Dieu, et ne saurait donc faire l'objet d'échange en soi. L'homme est lieutenant de Dieu sur terre et responsable devant Dieu des richesses dont il dispose. La propriété individuelle est souhaitable et le profit est légitime. La deuxième sourate du Coran, intitulée « La Génisse » -*Al-Baqara*, qui est la plus longue du Coran avec 286 versets, comporte de très nombreux versets consacrés, de façon souvent très technique, aux questions économiques. N'oublions pas qu'on est déjà au 7^{ème} siècle dans une société marchande bien organisée et que le Prophète lui-même a épousé une riche commerçante et a eu une activité de marchand. Dans la conception islamique, l'enrichissement est licite, il est la marque de la miséricorde ou bénédiction de Dieu. Un *hadith* exprime bien cette conviction : *Dieu accorde sa miséricorde à l'homme généreux dans ses achats, généreux dans ses ventes et généreux dans ses transactions.* Le gaspillage et l'excès sont interdits et il est important de bien gérer les richesses. La thésaurisation est interdite, parce que l'argent ainsi retiré du circuit économique réduit la croissance des richesses de la communauté. La sourate 104 « Le Calomniateur » *Al-Humaza* rappelle : *Malheur au calomniateur acerbe qui a amassé une fortune et l'a comptée et recomptée ! Il pense que sa fortune l'a rendu immortel. Qu'il prenne garde ! Il sera précipité*

dans le Feu d'Allah (104 : 1-6). L'argent doit toujours être utilisé afin de créer de la valeur ajoutée.

La logique sociale repose sur une logique participative. Le concept de capitaux à risque est donc vite apparu comme légitime, avec celui de partage équitable des risques et des gains pour la légitimité d'un revenu. L'Islam, comme les deux autres monothéismes, apporte une très grande attention à la solidarité et à la justice sociale. La sincérité et la confiance sont centrales dans les relations d'affaires et le droit musulman est essentiellement contractuel. Par exemple, le Coran exprime le souci des droits de chaque partie contractuelle et précise que la mise par écrit des actes est essentielle pour la préservation des droits de chacun, avec, si besoin est, remise de gages : *Croyants, lorsque vous contractez un prêt à terme, il doit être consigné par écrit... Si vous êtes en voyage et que vous n'avez pas trouvé de notaire, il faut exiger la remise de gages (2 : 282-283). Un hadith dit encore : Dieu est le troisième des deux associés tant qu'ils ne se trahissent pas. Si l'un d'eux trahit l'autre, Dieu les quittera.*

AVEC LE DEVELOPPEMENT DES ECHANGES ET DU COMMERCE, LA NECESSITE DU « PRET A INTERET », OU « USURE »

La question du prêt à intérêt va très tôt focaliser l'attention des théologiens et des hommes d'affaires des trois monothéismes, dans la mesure où il s'avère nécessaire au développement de l'économie et des finances. Les trois monothéismes n'ont cependant pas connu d'évolution historique simultanée sur cette question. Que dit le *Deutéronome* de Moïse au peuple juif : *Tu ne feras à ton frère aucun prêt à intérêt : ni prêt d'argent, ni prêt de nourriture, ni prêt de quoi que ce soit qui puisse rapporter des intérêts. A un étranger tu feras des prêts à intérêt, mais à ton frère tu n'en feras pas, pour que le Seigneur ton Dieu te bénisse dans toutes tes entreprises...* (Dt. 23 : 20-21). Or, c'est ce droit d'être prêteur qui a sans doute permis aux juifs, dispersés après la destruction du Temple en 70, de survivre pendant des siècles dans les royaumes musulmans et chrétiens et de contribuer au développement économique de ces derniers. Leur compétence dans les techniques financières assurera ensuite leur place dans le monde de la finance contemporaine¹.

Les théologiens chrétiens, tel Thomas d'Aquin cité plus haut, ont maintenu l'interdit du prêt à intérêt considéré comme usure, qui était donc réservé aux juifs de toutes façons damnés pour avoir tué le Christ. A la fin du 12^{ème} siècle, par exemple, les coupables chrétiens du prêt à intérêt sont privés de la communion et de l'enterrement dans un cimetière, ce qui constitue des peines extrêmement graves.

¹ C'est ce que remarque par exemple le célèbre voyageur Jean de Thévenot (1633-1667), au 17^{ème} siècle, à propos du Caire où il observe des banques tenues par des juifs, dans sa *Relation d'un voyage fait au Levant...* publiée « à Rouen, et se vend à Paris, chez Thomas Jolly, 1665 ».

Au 13^{ème} siècle, dans le contexte du développement européen des bourgeoisies urbaines de commerce et d'affaires, se mettent en place des techniques financières, principalement italiennes, qui permettent de prêter l'argent avec intérêt en sauvant les apparences : manipulations des taux de change, « participation » aux bénéfices, « don » tarifé pour le service rendu. Parce que la rémunération est participative, le prêt peut être dit « gratuit ». Au 15^{ème} siècle, avec le développement de la navigation et du commerce, ces techniques se précisent. Ainsi, l'évêque de Florence, religieux dominicain comme Thomas d'Aquin, Antonin Pierozzi (1389-1459), connu sous le nom de saint Antonin de Florence, dans sa *Somme de théologie morale*, cherche à définir un seuil acceptable pour le taux à intérêt ; il s'agirait alors d'une compensation pour une opération commerciale risquée. Certaines villes catholiques parviennent à échapper, au moins en partie, à l'emprise de l'Eglise. Venise a toujours réussi à préserver ses intérêts spécifiques, ne tolérant jamais les interventions de l'Eglise dans le domaine matériel. A Genève, à la même époque, un autre homme d'Eglise, le cardinal Adhémar Fabri, accorde à la ville en 1387, après délibération, un certain nombre de franchises, parmi lesquelles le droit de pratiquer le prêt². Au 16^{ème} siècle, le réformateur Calvin, pour établir son pouvoir spirituel et politique sur la ville marchande de Genève, accepte le prêt à intérêt, tout en rappelant que, dans un monde idéal, l'usure devrait être bannie. Calvin, assisté de son Conseil, surveille et valide la pratique de la lettre de change, soutenue par celle de l'aumône. Désormais l'usure est cachée dans le cours de change entre deux places monétaires ; les marchands jouent sur l'espace et le temps. La classe des marchands est valorisée. La richesse n'est pas condamnable en elle-même, elle est bénédiction divine. Tout capital doit être risqué. Les pauvres, les veuves et les orphelins sont pris en charge par la communauté. Le méthodisme se développe aux Etats-Unis au 18^{ème} siècle selon ces convictions³.

En Islam, selon des *Fuqahas*, sur la base de leur interprétation des sources de la Chari'a, y compris le Coran, *l'argent ne produit pas l'argent*. L'usure est interdite par Dieu même : *Allah a déclaré licite le troc et déclaré illicite l'usure... Allah, au Jugement dernier, annulera les profits de l'usure, alors qu'il fera fructifier le mérite des aumônes...* (2 : 277). En plus de l'interdiction primordiale du prêt à intérêt est interdit l'enrichissement sans cause, la *riba*, qui se rapproche de la notion d'intérêt. La *riba* n'est pas à proprement parler l'usure, elle est un supplément donné en sus du principal. Sont interdits également le *maysir*, le pari, le jeu de hasard, et le *gharar*, la spéculation dans l'incertitude. Si la spéculation dans la limite de son propre capital n'est pas forcément condamnable, est condamnable la spéculation à découvert, c'est-à-dire la vente de ce qu'on ne possède pas. La *zakat* ou aumône est l'un des cinq piliers de l'Islam, et donc une

² Dictionnaire historique de la Suisse, 1988-

³ On peut ici se reporter à l'ouvrage célèbre de Max Weber, *L'Ethique protestante et l'esprit du capitalisme*, première parution 1905.

obligation par laquelle le musulman purifie sa richesse et ses revenus, particulièrement ceux qui proviennent des activités économiques. *Ne choisissez pas ce qui est vil pour le donner en aumône* (2 : 267). Elle est un instrument de redistribution et de justice sociale ; elle devient une technique financière. L'Islam incite également au règlement des dettes à bonne échéance ou au report de la dette pour les débiteurs en difficultés : *Si votre débiteur est dans la gêne, qu'un sursis intervienne jusqu'à ce qu'il soit à l'aise. Toutefois, faire aumône de cette dette est mieux pour vous...* (2 : 280). Une partie de la richesse accordée par Dieu doit être réservée à des emplois définis par le Coran, c'est-à-dire redistribuée : *Ceux qui dépensent leurs biens dans le chemin d'Allah sont semblables à un grain qui produit sept épis ; et chaque épi contient cent grains. Allah double pour qui il veut* (2 : 264). Il est notable que, dans les premiers temps de l'Islam, les mosquées ont servi de cours de justice ; l'idée d'économie islamique dérive donc d'une certaine conception de l'Islam comme fondement d'un système politique, social et économique, juridique, soucieux de partage équitable.

L'ISLAM, RELIGION DE LA RAISON ET DE L'INTERPRETATION : L'IJTIHAD

Il est remarquable que, si l'Islam, de *aslama* « consentir à, se soumettre » et de *salam* « la paix », peut être défini comme la soumission volontaire et apaisante à la volonté de Dieu, le Coran fait appel à la raison et à l'intelligence de l'être humain pour comprendre les signes adressés à *ceux (les êtres humains) qui sont doués d'intelligence* (3 : 190). Il est important de noter la place que l'Islam accorde à la raison *aql*, dont le terme revient quarante-quatre fois dans le Coran, à la connaissance *ma'rifa*, à la science *ilm*, à la sagesse *hikma*, à l'effort ou encore à la lecture (*Lis -Ikra- au nom de ton Seigneur*). Le Coran est un livre destiné à édifier les hommes et à susciter l'effort intellectuel :

Voici le Livre béni :

Nous l'avons fait descendre sur toi

Afin que les hommes méditent ses versets

Et que réfléchissent

Ceux qui sont doués d'intelligence (38 : 29).

L'Islam invite l'homme à se surpasser dans tous les domaines, y compris celui de la connaissance et de la science ; il n'impose aucune restriction à la science. Proche de la famille royale saoudienne, le pieux et savant contemporain Muhammad Asad (1900-1992), né Leopold Weiss en Ukraine dans l'ancien empire d'Autriche-Hongrie, juif converti à l'islam, observe (1976 : 25) : *Le Prophète arabe a dit que la recherche de la connaissance est un devoir très sacré pour tout musulman, homme et femme... Les savants musulmans ne firent que suivre les injonctions de leur Prophète : Le savant marche dans la voie de Dieu... l'encre des*

savants est plus précieuse que le sang des martyrs. Et selon le Cheikh Soubhi Saley (1979 : 145), la conciliation de la foi et de la science est l'une des plus belles caractéristiques de la pensée islamique : *L'Islam ne s'est jamais présenté comme une doctrine close et figée. Il est écrit dans le Coran : « Chaque jour Dieu crée du nouveau ». Cela suffit à justifier la dynamique du changement qui peut être nouveau et beau à la fois.*

L'Islam, pour des raisons historiques liées à la vie du Prophète Mohammed, n'est pas seulement une religion mais aussi un système tout à la fois politique, religieux, militaire, économique, social, juridique, tout autant qu'un mode de vie exprimant la soumission de l'individu à Dieu et au Message révélé par l'intermédiaire du Prophète. Il est une religion, une communauté et une loi générale. Il associe le spirituel et le social. A une communauté *-oumma-* solidaire et unie doit correspondre une loi unique et incontestée, la *Chari'a*, conçue pour l'intérêt général des créatures de Dieu.

A la mort du Prophète, le débat sur les modalités de transmission du pouvoir a eu pour enjeu de préserver l'unité encore fragile de la jeune communauté musulmane et du nouvel Etat. La notion d'*ijma* ou consensus de la communauté, fondée sur un hadith du Prophète - *Jamais ma communauté se sera unanime sur une erreur* - exprime alors le besoin d'unité collective par opposition aux interprétations et spéculations individuelles ; elle se justifie par un souci d'ordre public et un besoin d'autorité collective ; elle acquiert bientôt un caractère religieux. Tout consensus réalisé fait jurisprudence et peut acquérir une force de droit. Le *qiyas*, qui est la comparaison ou le raisonnement analogique permettant de combiner la révélation divine et le raisonnement humain en raisonnant par analogie, consiste à juger sur un cas juridique non mentionné dans les textes en le comparant à un autre semblable pour lequel une prescription existe déjà. L'*ijtihad*, l'interprétation, permet de former un jugement par le raisonnement humain et l'effort personnel en conciliant *ijma* et *qiyas*. C'est une notion essentielle. Si la *Chari'a*, parce qu'elle est la loi divine, indique des principes fondamentaux immuables, cela ne signifie pas que sa compréhension et son application pratique, le droit *fiqh*, doivent être figés. Le droit musulman n'est pas un droit statique. Le processus d'élaboration du *fiqh* découle d'un puissant effort d'innovation et de création qui fait appel à la raison : c'est l'*ijtihad*.

L'*ijtihad* dans son sens le plus large signifie l'effort d'adaptation ou d'interprétation correspondant à un besoin ou à un intérêt public. C'est le symbole même de la tradition dynamique dans la mesure où il se réalise pour tenir compte des exigences du moment. C'est ainsi que l'Islam reconnaît aux dirigeants d'importantes compétences réglementaires, notamment dans les domaines administratif et politique, à condition qu'ils recherchent l'intérêt public général et qu'ils ne contreviennent pas à un principe fondamental contenu dans la *Chari'a*. Le pouvoir des dirigeants est mis au service de la communauté dans le respect des prescriptions divines supérieures, selon la notion fondamentale de *choura*, qui

signifie « consultation », « concertation » ou encore « délibération ». La *choura* ne saurait être un arrangement politicien entre des groupes de pression ni la recherche d'un compromis, mais la quête et le respect en commun de l'ordre et de la justice, c'est-à-dire, pour reprendre la formule du théologien chrétien Thomas d'Aquin, « l'ordre juste ». Les finalités politiques, économiques, sociales de la *Chari'a* sont claires :

Puissiez-vous former une communauté

Dont les membres appellent les hommes au bien :

Leur ordonnent ce qui est convenable

Et leur interdisent ce qui est blâmable (3 : 104).

Le Coran affirme le droit à la justice, l'engagement social solidaire, la fraternité, les principes de liberté, d'égalité et d'équité, le devoir d'arbitrage en cas de conflits entre les croyants, le droit à l'éducation. C'est donc en regard des notions d'*ijma*, de *qiyas* et d'*ijtihad* qu'il convient de considérer toute l'actuelle pertinence de la finance islamique.

LA LEGITIMITE RELIGIEUSE DE LA FINANCE ISLAMIQUE

L'actuel développement d'une économie islamique de marché et de la finance islamique, en prenant en compte l'interdit fondateur avec toutes ses implications de solidarité et de responsabilité, est relativement récent. La finance islamique contemporaine est née dans les années 1960 comme possibilité de système financier alternatif à l'économie et à la finance traditionnelles et conforme aux préceptes du Coran. Les premières expériences en sont faites en Malaisie en 1963 (Tabung Hadjji, 1969)⁴ et en Egypte (MitGhamr) en 1963 ; elles détermineront la profonde hétérogénéité de son histoire (Iqbal et Mirakhor, 2007 : 65). Les objectifs ont cependant été les mêmes : assurer la bancarisation des populations défavorisées et aider à leur développement, selon les préceptes du Coran, même si les moyens et les résultats se sont avérés différents.

Depuis les années 1980, avec le renouveau religieux et les crises subies par certaines institutions financières, la finance islamique questionne l'économie et la finance traditionnelles, telle qu'elles ont été mises au point dans le cadre des deux autres monothéismes, juif et chrétien, principalement dans les pays anglo-saxons, en leur rappelant sans équivoque et fermement ce qui demeure les valeurs fondamentales des monothéismes. Les financiers de l'Islam amènent ainsi leurs interlocuteurs des autres cultures, qu'ils soient croyants ou non, à prendre au sérieux l'éthique et l'intelligence des textes sacrés.

⁴ En 1963 a été fondé le Pilgrims' Saving Corporation, qui a été incorporé en 1969 au Pilgrims' Management and Fund Board, appelé Tabung Hadjji.

Les préceptes de la *Chari'a* interdisent de percevoir ou de verser un intérêt, puisque l'utilisation de taux d'intérêt transfère l'ensemble des risques associés à un projet d'investissement sur le seul débiteur. Ils interdisent également de mener des transactions déconnectées de l'économie réelle ou à des fins purement spéculatives, ce qui implique que toute transaction financière doit être adossée sur un actif tangible. Ils prohibent l'investissement dans des activités considérées comme non éthiques, telles que le tabac, l'alcool, le jeu ou l'armement.

Mis en place dans les années 1970, les conseils de conformité à la *Chari'a*, qui sont composés de théologiens, les oulémas, valident la conformité religieuse islamique des produits financiers à la demande des acteurs économiques. On observe des divergences dans l'interprétation du Coran au sein même du monde musulman, dues à la diversité des modèles d'évolution sociale et étatique et des résistances ou adhésions qu'ils suscitent, bien éloignée d'une supposée cohérence ou intransigeance d'un Islam aux caractères culturels immuables. C'est ainsi que l'on peut observer que l'Arabie saoudite se montre plus stricte que les pays d'Asie du Sud-Est ; il est remarquable que le sultanat d'Oman interdit la finance islamique, cependant qu'en Egypte, dans la célèbre Université d'Al-Azhar, Cheikh al-Azhar, Sayyid Tantawi, a émis une *fatwa* autorisant les taux d'intérêt à certaines conditions. Dans tous les cas, les conseils de conformité à la *Chari'a* servent de garants pour les investisseurs musulmans. L'*ijtihad* contribue au respect dynamique de la *Chari'a*, en apportant des réponses aux questions nouvelles.

Depuis le 11 septembre 2001, la croissance de la finance islamique s'est accélérée, avec l'apparition du phénomène d'accumulation d'épargne dans les pays musulmans, en particulier dans les pays exportateurs de pétrole. Il y avait une banque islamique en 1975, il y en a plus de 300 aujourd'hui, auxquelles il faut ajouter les guichets islamiques dont se sont dotées certaines grandes banques nationales ou internationales. Il est évidemment souhaitable qu'une part importante de l'épargne islamique trouve à s'investir dans les pays musulmans eux-mêmes. Le marché des produits financiers respectant les préceptes de la *Chari'a* a atteint 300 milliards de dollars en 2006 et enregistre une croissance annuelle moyenne à deux chiffres, selon les indicateurs de Standard&Poor's ! Des règles d'origine religieuse, avec des pratiques de discrimination des tarifs, sont ainsi imposées au marché. L'efficacité en devenir de cette économie islamique qui se revendique subordonnée à la religion, donc légitime, invite à la réflexion. Les créations d'entités de finance islamique se multiplient à Londres et désormais en Europe. La finance islamique doit-elle faire l'objet d'une réglementation spécifique, comme c'est déjà à peu près le cas, non sans difficultés et tâtonnements, pour la finance traditionnelle ?

Les deux premiers Forum Français de la Finance Islamique, co-organisés par la Chambre de commerce franco-arabe et le groupe Secure Finance, en partenariat avec Paris Europlace, ont eu lieu en décembre 2007 et en novembre 2008 à Paris ; l'un des objectifs affirmés est de créer une « dynamique d'action sur les potentiels

de développement et les perspectives d'avenir qui s'offrent à la finance islamique en pays de droit civil ».

La finance islamique contribue à la bancarisation des populations musulmanes, non seulement dans les pays arabes, mais aussi en Asie musulmane, en Afrique et en Europe, et permet les projets d'infrastructures et d'investissements immobiliers directs. La crise des « subprimes » qui bouleverse les économies mondiales depuis l'été 2007, due à la hausse des taux d'intérêts des emprunts immobiliers que les ménages américains se sont trouvés incapables de rembourser, et qui a provoqué une crise mondiale majeure, n'aurait pas existé, selon certains analystes financiers, en régime de finance islamique fondée sur des instruments participatifs, la *mudharaba*, commandite, qui aurait été pratiquée par le Prophète lui-même, et la *mucharaka*, association. Ces instruments permettent en effet un partage des profits dans le cas de la *mudharaba* et des pertes et profits dans le cas de la *mucharaka*. Les pertes gigantesques subies en janvier 2008 par la Société Générale n'auraient sans doute pas pu avoir lieu dans un établissement bancaire islamique, en raison de l'interdiction islamique de mener des transactions déconnectées de l'économie réelle ou à des fins purement spéculatives. Il est à peu près certain également que le financier Bernard Madoff n'aurait pu réaliser son gigantesque montage frauduleux, qui affecte l'ensemble du monde, en régime de finance islamique. Et l'on pourrait donner beaucoup d'autres exemples. C'est ainsi que la finance islamique paraît toujours plus apte à éviter les dérives et les déboires de la finance traditionnelle et peut attirer par son éthique spécifique, présentée comme « argument marketing », les non-musulmans.

Il y a une crise de liquidité dans le système mondial, mais nous sommes une des rares banques à ne pas être affectée par la crise financière, a déclaré le 7 janvier 2009 le représentant de la Noor Islamik Bank des Emirats Arabes Unis.

Ce qui n'empêche pas que les hommes quels qu'ils soient, dans la finance islamique comme dans la finance dite traditionnelle, ne sont jamais à l'abri des tentations de malversation ni de corruption. La fraude avérée fin mars 2009 de plusieurs dirigeants de la Dubaï Islamic Bank d'un montant de 501 M de dollars est massive et influence l'économie de Dubaï et des Emirats ; deux accusés sur sept ont pris la fuite.

LA FINANCE ISLAMIQUE : UNE IDENTITE ETHIQUE DANS UN MONDE GLOBALISE ?

Au 18 décembre 2007, la finance islamique avait atteint 500 milliards de dollars dans le monde. L'arrivée en France des banques et techniques financières conformes à la *Chari'a* ne semble désormais plus être un sujet tabou. La Banque Mondiale participe en Afrique et en Asie à la création de banques islamiques ; en 2008, elle a apporté pour la première fois sa garantie au financement d'un projet conforme à la *Chari'a*, consistant en un nouveau terminal de conteneurs à Djibouti, par le biais de son agence pour garantir les investissements (MIGA). Un nombre

croissant de grands des secteurs de la banque et de l'assurance, notamment issus du monde anglo-saxon, créent des filiales « islamiques ». Les critères de rentabilité ou de compétitivité de la finance islamique ne sont plus mis en doute.

Dans ce contexte, l'un des exemples présentés au premier Forum Français de la Finance Islamique a paru particulièrement significatif. Il s'agissait d'un financement islamique appliqué en 2005 aux financements aéronautiques et qualifié par la presse spécialisée de « solution innovante ». Un partenariat entre deux banques, une banque islamique et une banque traditionnelle, a permis à une compagnie « low cost » basée au Koweït, Jazeera Airways, de financer des acomptes dus à Airbus. La première banque, islamique et basée au Koweït, Kuwait Finance House, a apporté son expertise en financements conformes à la *Chari'a* ; la seconde banque, française, spécialisée en financements aéronautiques, Natixis Transport Finance, a apporté son expertise dans ce type de financements.

Aujourd'hui, le produit financier islamique le plus répandu est le *sukuk*, ou obligation, équivalent de l'Asset Backed Security. L'Islamic Finance Information Service indique que les émissions de *sukuks* ne cessent de progresser depuis 2007. Lancées initialement par des Etats musulmans comme le Bahreïn ou la Malaisie, les obligations islamiques séduisent en effet de plus en plus d'émetteurs, qu'il s'agisse de banques ou d'entreprises ou d'Etats, un peu partout dans le monde, dans la mesure où elles sont sans intérêts et s'adossent à des actifs tangibles. Elles s'imposent peu à peu comme un outil de financement majeur. Les non-musulmans peuvent accéder à ces produits. Les grandes banques internationales, comme HSBC, Deutsche Bank, Citigroup, l'ont bien compris, ainsi que de nombreux Etats qui envisagent de lancer des obligations d'Etat, elles-mêmes dites « *sukuk* », respectant la *Chari'a* islamique. Ces produits sont compliqués à élaborer, puisque toute transaction financière, selon les préceptes de la *Chari'a*, doit être fondée sur des actifs tangibles (terrain, immeuble, etc.) et il y a nécessité de recourir à des techniques de titrisation pour les concevoir. Par ailleurs, certains théologiens des conseils de *Chari'a* commencent à s'interroger sur la « pureté » de ces produits au sein même du monde musulman. Et l'on peut évidemment se demander quelle est la légitimité d'un Etat non islamique à lancer de tels produits « religieux » et si des polémiques ne seront pas inévitables. Signalons ici que l'ACERFI (Audit, Conformité, Ethique et Recherche en Finance Islamique) est le premier comité francophone de conformité à la *Chari'a* en finance islamique mis en place en novembre 2008. D'autres comités se mettent en place actuellement. Il y a évidemment risque de récupération en fonction des enjeux économiques considérables, et il est urgent de définir une protection appropriée des consommateurs. L'IFSB (Islamic Financial Services Board) est un important organisme de standardisation de l'industrie de la finance islamique.

Il est remarquable que les fonds éthiques dits d'investissements socialement responsables, souvent d'origine chrétienne, parfois soupçonnés de répondre à des vues protectionnistes, sont souvent très proches des préoccupations islamiques

pour tout ce qui concerne la responsabilité par rapport à la gestion de la richesse et à la purification de l'argent. Or, les fonds d'investissements islamiques ont besoin actuellement, pour se développer, de pouvoir disposer sur les sociétés cibles d'informations particulières qui permettent de vérifier leur conformité aux préceptes islamiques. Par ailleurs, de nombreux musulmans souhaitent créer des fondations, les *waqf*, sur le modèle américain de la Ford Foundation.

Quant aux fonds souverains islamiques, conformes à la *Chari'a*, qui cherchent des opportunités d'investissement pour leurs immenses ressources, en général les excédents budgétaires dus aux revenus pétroliers, tels l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) qui est entré en novembre 2007 dans le capital de Citigroup à hauteur de 4,9% pour 7,5 milliards de dollars, ou la Saudi Arabian Monetary Authority, pour n'en citer que quelques-uns, ils provoquent à la fois la peur et la convoitise des occidentaux. *Face à la montée en puissance des fonds spéculatifs extrêmement agressifs et des fonds souverains qui n'obéissent à aucune logique économique*, la France assume le choix politique, stratégique de protéger ses entreprises, de leur donner les moyens de se défendre et de se développer, a déclaré le président français Nicolas Sarkozy le 8 janvier 2008. Mais quelques jours plus tard, à Riyad, il a assuré que la France était *ouverte aux fonds souverains*, à condition que leurs intentions soient *sans ambiguïté* et leur gouvernance *transparente*.

Serions-nous seulement un carnet de chèques?... Comme si tout le reste n'existait pas, nos savoirs, notre avenir, nos peuples! Nos pays entendent participer en première ligne à l'essor harmonieux de l'humanité, plaidait, à peu près en même temps, dans le quotidien Les Echos Mnahi Al Masoud, un jeune saoudien alors en formation à l'Ecole polytechnique.

EN CONCLUSION : LA FINANCE ISLAMIQUE, UNE CHANCE POUR L'ETHIQUE ET L'INTELLIGENCE DANS UN MONDE GLOBALISE ?

Dans les affaires du monde, il importe de s'interroger sans relâche sur le rapport à la fin poursuivie : voici ce que peut nous rappeler aujourd'hui la finance islamique. L'interdit monothéiste du prêt à intérêt, sans être évidemment la seule caractéristique du fonctionnement des institutions financières, peut peut-être contribuer de façon juste et efficace à la prise en compte des besoins concrets des hommes, au respect du monde et des citoyens les plus défavorisés, dans une économie traditionnellement trop propice aux spéculations de toutes sortes et naturellement amoral.

Dans le contexte globalisé de l'économie concurrentielle de marché, face à la demande croissante de produits financiers islamiques, les banques islamiques tendent évidemment à s'appropriier les produits financiers traditionnels, ce qui estompe les frontières entre la finance islamique et la finance traditionnelle, ce qui exige aussi de leur part une double compétence, à la fois dans le domaine de la finance et dans celui des principes de la *Chari'a* et de l'interprétation. Mais alors

que les diversités culturelles tendent trop souvent à s'affirmer en extrémismes intolérants et meurtriers, la finance islamique offre peut-être l'opportunité de reformuler et expliciter une identité éthique, en dehors de tout contexte culturel ou religieux spécifique, qu'il soit européen, occidental, ou oriental, et d'avoir une intelligence novatrice et créatrice des problèmes d'un monde globalisé. C'est ainsi que la finance islamique désigne pour les experts financiers amenés à travailler ensemble, quels qu'ils soient, l'urgence de replacer la personne humaine au cœur des activités économiques et la nécessité d'avoir une attitude intérieure apte à répondre à cette urgence.

C'est ce que souhaitent démontrer les promoteurs des diplômes universitaires sur la finance islamique mis en place en France, par exemple par l'Institut Français des Sciences Islamiques (IFSI) à Paris ou par l'Université de Strasbourg. Michel Kalika, directeur de l'Ecole de Management de Strasbourg, explique : *Il y a une attente des entreprises dans ce domaine et c'est aussi un moyen de véhiculer la diversité culturelle dans l'institution, puisque l'on va faire le lien entre des techniques de management et une éthique religieuse* (Libération, 19 janvier 2009).

Des cultures différentes pourraient ainsi se réunir avec éthique et intelligence sur un même projet de bancarisation et donc de croissance harmonieuse globale de l'humanité, qui serait à même de prendre en charge efficacement la redistribution des richesses et de réguler les peurs, les ressentiments et les extrémismes. La finance islamique pourrait contribuer à une réorganisation éthique des flux de capitaux à l'échelle mondiale et donc à une meilleure intelligence des conditions de la justice et de la paix dans le monde. C'est ainsi que le lancement annoncé par Standard&Poor's en janvier 2008 de trois nouveaux indices de référence mondiaux destinés à permettre aux investisseurs islamiques de suivre la performance d'actions mondiales conformes aux principes de la *Chari'a*, est très significatif d'une visée, non seulement financière mais éthique, qui va bien au-delà des marchés du Moyen Orient et de l'Asie. La Banque Islamique de Développement a pour objectif affirmé la lutte contre la pauvreté dans le monde ; le Dr Ahmed Mohammed Ali, président, a déclaré le 12 mars 2009 lors d'une conférence au Kazakhstan que *la finance islamique est un moyen de financement dans la crise financière mondiale*. Par ailleurs, la BID participe à l'organisation de séminaires de formation destinés à améliorer les principes du commerce et la redistribution des bénéfices économiques et de la richesse. The International Zakat Organisation est une importante institution caritative de l'Organisation de la Conférence Islamique qui développe des initiatives mondiales.

C'est ainsi que la finance islamique peut contribuer à faire des pays où elle est présente des pôles de juste compétitivité culturelle, de juste compétitivité financière et de créativité, au service du développement durable du monde et des hommes, en articulant globalité et diversité.

BIBLIOGRAPHIE

Asad, Muhammad (1976), *Le Chemin de la Mecque*, Paris : Fayard.

Courcelles, Dominique de (2009), *Globale Diversité –Pour une approche multiculturelle du management*, Paris : Presses de l’Ecole Polytechnique.

Iqbal, Zamir, et Mirakhor, Abbas (2007), *An Introduction to Islamic Finance – Theory and Practice*, Singapore : John Wiley & Sons (Asia).

Saleh, Soubhi (1979), *Réponse de l’Islam aux défis de notre temps*, Beyrouth : Arabelle.

LE LIEN ENTRE FINANCE ET ECONOMIE ISLAMIQUES VIA LE MODELE PRINCIPIEL "ZR"

ABDERRAZAK BELABES¹

A l'heure où certains évoquent l'intégration de la finance islamique à la finance globale, et d'autres rattachent la finance islamique à des thèmes en vogue telles que la finance éthique, la finance participative ou la finance socialement responsable, le présent papier explore le lien entre finance et économie islamiques à partir du modèle principal "ZR", c'est-à-dire "Zakât" et "Ribâ". Ce modèle montre que les principes invariants de Zakât et Ribâ jouent un rôle central dans l'établissement de l'ordre économique islamique. Il résume la question fondamentale du système économique islamique : assurer une redistribution équitable des revenus tout en promouvant l'efficacité économique dans son acception la plus large, c'est-à-dire la capacité à atteindre les finalités fixées.

Mots-clefs : Zakât - Ribâ - économie islamique - finance islamique - mondialisation - crise - stabilité.

I. INTRODUCTION

Au regard de la crise financière récente, le lien entre le monde de la finance et celui de l'économie apparaît, pour le moins que l'on puisse dire, problématique. Cette crise a suscité de vives critiques de tout bord condamnant la déconnexion de plus en plus prononcée entre le monde de l'économie réelle et celui de la finance qui a perdu tout repère : primauté des résultats à court-terme, explosion de l'endettement, transfert des risques de crédits par la titrisation, manipulation des bilans, coûts cachés des fusions-acquisitions, bonus exorbitants pour les dirigeants. La planète vit désormais sous le spectre d'un effondrement du système financier et une remise en cause sérieuse des bases du système économique dominant. D'où les appels en faveur d'une articulation entre finance et économie réelle pour une répartition plus équitable des richesses et un système économique mondial plus stable.

¹ Chercheur en finance et économie islamiques au Centre de Recherche en Economie Islamique, Université du Roi Abdulaziz, Jeddah, Arabie Saoudite, Courriel : abelabes@kau.edu.sa

La première version de ce papier a été présentée à la conférence inaugurale du diplôme universitaire en finance islamique et du Programme de Recherche Banque et Finance Islamiques, Ecole de management de Strasbourg, 21 janvier 2009. Le papier est donc destiné à un public européen qui s'intéresse à la finance islamique. D'où l'utilité de la troisième partie consacrée à la définition de quelques notions clés.

Dans ce contexte de crise où la finance islamique suscite intérêt et convoitise, notamment en Europe, cette étude se propose d'explorer le lien entre économie et finance islamiques à travers le modèle principal "ZR".

II. POSITIONNEMENT EPISTEMOLOGIQUE

Dans la littérature consacrée à la finance islamique, il convient de distinguer trois postures possibles : l'intégration de la finance islamique à la finance globale, à la finance éthique ou au système économique islamique.

II.1. L'intégration de la finance islamique à la finance globale

Le système financier global s'est constitué, à partir du début des années 1980, à la faveur de plusieurs facteurs qui se sont combinés : libéralisation des marchés, explosion des flux financiers, création de nouveaux instruments financiers (options, futures, swaps, etc.) et déconnexion entre le monde de la finance et celui de l'économie réelle à cause de la spéculation massive qui s'est développée à l'échelle mondiale à la fois sur les monnaies, les actions, les obligations et les produits dérivés. Or, comment la finance islamique peut-elle s'accommoder avec un tel système qui n'est pas soutenable à long terme ?

Dans cette posture, en accolant l'adjectif islamique au concept de finance, il est clair qu'il ne s'agit pas vraiment de proposer une alternative crédible au système financier global dominant. Tout au plus songe-t-on à lui adjoindre une composante auxiliaire pour donner l'illusion d'une initiative en faveur des naufragés de la finance globale.

II.2. L'intégration de la finance islamique à la finance éthique

La notion d'éthique financière n'a de sens que dans une société où l'activité qualifiée de financière s'est suffisamment différenciée des autres aspects de la vie. Si la finance islamique est étroitement liée à la vie des musulmans, la notion d'éthique ne serait d'aucune utilité. Elle se justifie, en revanche, dans une société où la finance islamique est minoritaire.

Dans le monde des affaires et de la finance, le discours sur l'éthique se réfère non pas à un ensemble de principes moraux, mais à un savoir-faire. L'éthique est d'abord un acte, une manière de s'adapter à une situation. Il s'agit donc d'une conception de l'éthique, après coup, en réponse aux contraintes imposées par l'éthos du système dominant. D'où la tendance à percevoir les principes de la Chari'a comme une contrainte. On évoque alors des principes négatifs de la finance islamique dont le nombre dépasse celui des principes positifs. Or, pour que l'éthique de la finance islamique ait du sens, pour qu'elle ne se dissolve pas dans le système dominant, il convient de lui assurer un cadre juridique adéquat et des institutions régulatrices qui veillent à ce que les conditions de fonctionnement soient réunies et les obstacles enlevés.

II.3. L'intégration de la finance islamique à l'économie islamique

La pratique de la finance islamique, dans son orientation actuelle, ne remet pas en cause le consumérisme dominant et renforce ainsi l'instrumentalisation massive des consommateurs. Il y a dans l'angélisme de nombre d'idéologues de la finance islamique une méconnaissance du fonctionnement de l'éthos du système dominant. Tout comme il y a dans le piétisme de certains membres des conseils de contrôle de la Chari'a, pour diverses raisons, une légitimation quelquefois fort surprenante et presque passive de cet éthos dominant.

Le rôle d'une finance du type islamique serait d'offrir une alternative crédible et non de construire une finance en miroir de la finance conventionnelle comme en témoigne certains termes en vogue : marché financier islamique, ingénierie financière islamique, titrisation islamique, gestion islamique du risque, etc.

Ce qui est attendu de l'industrie financière islamique, c'est de participer activement à la résolution des problèmes auxquels est confrontée l'humanité et l'amélioration de la qualité de vie des populations et non pas de calquer les pratiques de la finance conventionnelle en les dissimulant sous un voile islamique à travers une batterie de subterfuges.

Il est question ici de conserver suffisamment de distance critique pour que la finance conventionnelle donne du sens à la finance islamique ou, si l'on veut, pour que la finance islamique ait quelque consistance et contribue à la redécouverte et la mise en pratique des valeurs authentiques.

La crise financière offre une occasion inédite à une telle orientation en remettant en cause les préjugés et en faisant voler en éclats les certitudes : prise de conscience d'un éloignement des vraies valeurs, formulation de vraies questions, reconsidération des fondamentaux, reformulation du calcul économique, réorientation de la recherche au service des populations et des priorités mondiales. Mais la finance islamique ne pourra pleinement remplir sa mission que si elle s'adosse à son référent originel, à savoir le système économique islamique². Habituellement, le lien entre finance et économie islamiques est abordé sur trois registres :

- Le *registre idéologique* polarisé entre mise en valeur des mérites du système économique islamique et énumération des points faibles des systèmes en vigueur ;
- Le *registre jurisprudentiel* orienté dans une large mesure en termes de contraintes sur l'illicéité ou non des pratiques en cours ;
- Le *registre finaliste* rattachant la finance islamique aux finalités du système économique islamique.

² Idée soutenue par l'économiste allemand Volker Nienhaus (2008) et par l'un des pères fondateurs de la finance islamique l'émir Muhammad al-Faysal Al-Saoud (2009).

Le présent papier dépasse ces grilles de lecture en mettant en exergue une approche multidimensionnelle et intégrée fondée sur le modèle principal "ZR".

III. DEFINITION DE NOTIONS CLES

Les termes *Islam*, *Chari'a*, *économie islamique*, *Zakât* et *Ribâ*, qui constituent des notions clés du présent papier, sont susceptibles d'une multitude d'interprétations. D'où la nécessité de préciser leurs sens respectifs.

III.1. Islam

Sens linguistique : du point de vue linguistique, le mot *Islam* signifie à la fois *paix*, *soumission* et *obéissance*.

Sens conventionnel : du point de vue conventionnel, le mot *Islam* signifie *soumission volontaire et obéissance totale à Dieu*.

III.2. Chari'a

Sens linguistique : du point de vue linguistique, le mot *Chari'a* renvoie à plusieurs significations dont il convient de saisir la portée :

- Le mot *Chari'a* signifie source d'eau, d'où les idées de satisfaction de besoin réel et d'adhésion volontaire (on s'y rend suite à un besoin réel) et, donc, de libre arbitre et de liberté de choix ;

- Le mot *Chari'a* signifie voie ou sentier droit que l'on emprunte pour atteindre un objectif donné. Ceci suppose une origine (d'où l'idée de principe) et une arrivée (d'où l'idée de finalité) ;

- Le mot *Chari'a* signifie méthode, c'est-à-dire une manière de faire ou une forme particulière sous laquelle s'accomplit une action ;

- Le mot *Chari'a* signifie mode, c'est-à-dire une manière collective de vivre, de penser et de percevoir les mondes qui nous entourent et leurs mélodies secrètes : le monde des humains, le monde des plantes, le monde des animaux, le monde des océans, le monde des planètes, etc.

Sens conventionnel : le mot *Chari'a* est généralement traduit dans la littérature francophone par Loi islamique ou Loi coranique. Dans la littérature jurisprudentielle islamique (*Fiqh*), il signifie les injonctions (*Ahkâm*) prescrites par l'Islam en matière de croyance, d'adoration, de relations entre les gens et de conduite morale. En d'autres termes, les injonctions concernant le rapport de l'homme respectivement avec lui-même, avec son créateur, avec les humains et les mondes qui l'entourent. Ainsi, les anciens traités de *Hisba* (contrôle et régulation des marchés) font référence à des consignes sur la non-maltraitance des animaux (Al-Shirzi : 117-118 ; Ibn al-Ukhuwa : 136 ; Al-Sunami : 368-370).

III.3. Economie

Sens linguistique : du point de vue linguistique, le mot arabe "*Iqtiçâd*" (économie) signifie position médiane (*Wasat*) entre la négligence (*Tafrît*) et l'exagération (*Ifrât*).

Le mot renvoie, également, à l'idée d'espace occupant une position entre plusieurs autres. D'où la possibilité de communication, d'échange et de coexistence pacifique fondée sur l'intérêt mutuel.

Le mot renvoie, par ailleurs, à l'idée de quelque chose qui est éloignée du début et de la fin. Ceci montre que l'économie ne peut constituer ni l'essence de la vie ni sa finalité.

Sens conventionnel : du point de vue conventionnel, la notion d'économie renvoie à l'idée d'allocation optimale des biens en vue d'améliorer la qualité de vie à commencer par celle des plus démunis.

Par qualité de vie, il faut entendre la satisfaction équitable des aspirations humaines qui ne se réduit pas à la consommation de biens matériels, mais englobe l'ensemble des aspirations échappant à toute quantification monétaire : spiritualité, méditation, dignité, liberté, sécurité, paix, éducation, santé, loisir, qualité de l'environnement, droits des générations futures.

III.4. Economie islamique

Sens linguistique : du point de vue linguistique, l'économie occupe, en Islam, une position médiane entre deux excès.

Elle ne peut être associée au renoncement sous prétexte que le progrès spirituel implique un détachement radical du matériel, comme elle ne peut constituer une fin en soi. Il est, en effet, insensé de penser que l'économie est le seul gage du bonheur et conduire sa vie en conséquence.

Sens conventionnel : l'économie islamique est la science qui a pour objet l'affectation des biens en vue d'améliorer la qualité de vie, conformément aux principes (*Usûl*) et aux finalités (*Maqâsid*) de la Chari'a, animée par la dynamique de construction (*I'mâr*) dont la portée temporelle transcende le moment présent.

La finalité suprême de la *Chari'a* islamique est d'attirer et maximiser les avantages (*Masâlih*) et de repousser et minimiser les inconvénients (*Maqâsid*). La *Chari'a* approuve ce qui renforce la justice et la stabilité et désapprouve ce qui conduit à l'injustice et l'instabilité. C'est le sens même de la politique légale (Ibn al-Qayim, 3 : 635 ; Dadah Khalifa : 74-76) et du droit public (Al-Tarabulsi : 207 ; Ibn Farhun, 2 : 137).

III.5. Zakât

La notion de *Zakât* véhicule un ensemble de principes et une vision particulière de l'économie qu'on ne pouvait, à vrai dire, imaginer jusque-là.

Sens linguistique : du point de vue linguistique, le mot *Zakât* signifie ce qui suit :

- *Accroissement* : amélioration progressive et progression graduelle ;
- *Purification* : action de purifier quelque chose des imperfections ou de la débarrasser de tout corps étranger.

Sens conventionnel : du point de vue conventionnel, il convient de relever des sens spécifiques et un sens général :

1°) Sens spécifiques :

- Aumône légale.
- Droit accordé à certaines catégories de personnes se trouvant dans le besoin (Coran, 9 : 60) sous certaines conditions si l'on se place du côté de ceux qui acquittent la *Zakât*.
- Droit d'usage des biens accordés par Dieu si l'on se place du côté des bénéficiaires de la *Zakât*.

2°) Sens général : le terme *Zakât* englobe toute forme de redistribution répondant à des besoins humains réels (Ibn Taymiya, 28 : 200). D'où l'idée centrale d'accroissement normal étroitement lié à l'économie réelle. Cela signifie du point de vue principal que le principe de *Zakât* englobe toutes les transactions financières permises.

III.6. Ribâ

Sens linguistique : du point de vue linguistique, le mot *Ribâ* signifie accroissement et ajout.

Sens conventionnel : du point de vue conventionnel, il convient de relever un sens spécifique et un sens général.

1°) Sens spécifique : Le terme *Ribâ* signifie accroissement lié à certains biens utilisés comme moyen d'échange (or, argent, monnaie). Ainsi, dans le système économique islamique, la monnaie est un moyen d'échange et ne se trouve pas vénérée comme désirable en soi.

2°) Sens général : le terme *Ribâ* englobe toute acquisition de biens obtenue de façon manifestement illégale (Ibn Rajab, 1 : 197-198). Cela signifie du point de vue principal que le principe de *Ribâ* englobe toutes les transactions financières prohibées.

IV. MODELE PRINCIPIEL "ZR" ET PRINCIPES ECONOMIQUES ET EXTRA-ECONOMIQUES

Le système économique islamique s'appuie sur un ensemble de principes, énoncés par le Coran et la Sunna³, qui contribuent à la résolution des problèmes économiques et sociaux et, par conséquent, à l'amélioration de la qualité de vie.

IV.1. Modèle principal "ZR"

Le propre d'un principe central est de régir ce qui se situe autour de lui. Le modèle principal "ZR" repose sur deux principes centraux invariants :

- Z = *Zakât*
- R = *Ribâ*

Ces principes véhiculent à leur tour des principes et des règles de conduites économiques et extra-économiques.

IV.2. Principes économiques

Droit de propriété (Coran, 70 : 24-25)

L'acquiescement de la *Zakât*, en tant que pilier de l'Islam, reconnaît implicitement le droit de propriété, car nul ne peut donner une partie de ce qu'il ne possède pas. A travers ce droit de propriété acquis légalement, chacun assume la responsabilité de sa situation économique. Ce qui présuppose des conditions de départ impartiales et équitables.

Liberté économique responsable (Coran, 2 : 267)

L'acquiescement de la *Zakât* confère la liberté de disposer de ses biens de façon responsable, c'est-à-dire dans le respect des principes et finalités du système économique islamique. Liberté et responsabilité sont ainsi étroitement liées. La liberté sans responsabilité n'a aucun sens, et la responsabilité est inconcevable sans liberté. Cette exigence de la responsabilité dans l'exercice de la liberté comme acte de transcendance se démarque de la liberté nihiliste de la superpuissance. Comme le relèvent Al-Mejaoui et Brihmat (1904 : 38), « *la liberté est l'essence de tout bien présent futur pour celui qui s'en remet à Dieu et fait preuve de sincérité dans son action* ».

³ Le terme Sunna englobe les paroles, actes, approbations et désapprobations du Prophète Mohammed (paix et salut de Dieu sur lui).

Intervention de l'Etat

L'Etat se charge de collecter et distribuer la *Zakât* des biens (Ibn Salam, 2 : 243-254; Ibn Zinjawih, 3 : 1147-1153). Ceci indique que l'Etat a un rôle à jouer dans les affaires économiques conformément au principe d'équité et à la nécessité de veiller à l'intérêt général.

Consommation modérée (Coran, 25 : 67)

Une consommation modérée et responsable est celle qui s'appuie sur une exigence éthique globale : consommation découlant d'un revenu licite, consommation proportionnelle au revenu réel, consommation de produits et services licites respectant l'environnement, la santé et le droit de la personne, etc.

Prohibition de la thésaurisation (Iktinâz) (Coran, 9 : 34)

La thésaurisation, appelée parfois préférence à conserver un actif sous la forme de monnaie stérile, consiste à conserver le revenu pour équilibrer dans le temps les recettes et les dépenses courantes, ou pour profiter des occasions éventuelles qui peuvent s'offrir de manière inopinée compte tenu des disparités de prix et de taux, ou encore pour faire face à des besoins imprévus. Le couplage des principes de la *Zakât* et du *Ribâ* offre un mécanisme efficace à la remise en circulation des biens précédemment thésaurisés.

Libre circulation des biens (Tadâwul) (Coran, 59 : 7)

La libre circulation des biens est l'une des pierres angulaires du système économique islamique. Ce principe implique la disparition des obstacles à la libre circulation des biens légalement fabriqués et commercialisés. Il existe cependant quelques exceptions à la libre circulation des biens qui sont principalement liées à des questions d'ordre public et de cohésion sociale telle que la distribution des biens de la *Zakât*, en priorité, au niveau local (Abu Yussuf : 81).

Le salaire (Ajr) ne se limite pas au revenu matériel et financier

Le salaire englobe les aspects matériels et immatériels, quantifiables et non quantifiables (satisfaction, réconfort, sentiment d'entraide, etc.). Le prêt sans intérêt, par exemple, constitue un avantage (aide) présent pour l'emprunteur et un avantage (salaire) futur pour le prêteur (Ibn Abdusalam : 244). Un hadith prophétique stipule que prêter une somme d'argent sans intérêt équivaut à donner la moitié en guise d'aumône⁴. L'esprit du principe de *Zakât* est d'éviter toutes dépenses inutiles issues de maux sociaux afin d'augmenter le nombre des bénéficiaires parmi les nécessiteux et renforcer ainsi la paix civile et la cohésion sociale.

⁴ Hadith rapporté par Ahmed (n°3716) et authentifié par Al-Albani, *al-Sahihah* (n°1553).

IV.3. Principes extra-économiques

L'économie se conçoit dans une vie en société

L'acquiescement de la *Zakât* n'est concevable que dans une vie en société (*Ijtimâ'*). Il y a un donneur et un bénéficiaire, donc l'opportunité de construire un avenir commun basé sur la confiance, la solidarité et l'intérêt mutuel. Cette vie en société confère à chaque individu l'occasion de se spécialiser dans une activité répondant à ses compétences intrinsèques.

Participation active à l'édification multidimensionnelle (I'mâr) (Coran, 11 : 61)

L'économique s'inscrit dans un projet de société collectif pour accomplir le droit du créateur et celui des humains. Il n'est pas la sphère dominante de l'existence humaine. Or la vie en société ne peut se perpétuer en l'absence de valeurs telles que l'honnêteté, la responsabilité et la justice qui conduisent à des relations authentiques et durables.

Il convient de relever que la notion d'*I'mâr* met en exergue une dynamique de construction multidimensionnelle qui englobe tous les aspects de la vie et reflète, sous ses diverses formes, un acte de transcendance. Quiconque participe à l'*I'mâr*, quel que soit son champ d'activité, a foi dans la convergence des mondes vers une vérité suprême et ce sentiment méditatif stimule une dynamique de créativité utile et constructive. Ainsi, l'*I'mâr* ne se limite pas aux réalisations matérielles, en particulier l'architecture musulmane jugée par certains spécialistes comme "*la plus impressionnante*" (Nuttgens, 2005 : 11). La notion de civilisation est, quant à elle, largement fondée sur des aspects matériels et des apparences à travers lesquels une société se sent supérieure aux autres sociétés (Elias : 1975).

Gérance responsable (Istikhlâf) (Coran, 57 : 7)

L'homme n'est ni le premier ni le dernier propriétaire des ressources de ce monde (Coran, 75 : 3). Il doit donc satisfaire ses besoins actuels sans compromettre la capacité des générations futures à satisfaire les leurs. Celui qui acquitte la *Zakât* contribue à résoudre les problèmes de la société, y compris peut-être les siens ou ceux de sa descendance en cas de difficulté majeure dans le futur.

Équité ('Adl) et non égalité (Mussâwât)

A travers le principe de *Zakât*, il apparaît clairement, contrairement à une idée reçue, que le système économique islamique est fondé sur l'équité et non sur l'égalité. L'équité signifie mettre chaque chose à la place qui lui revient. Autrement dit, traiter tout le monde de manière équitable en tenant compte des différences de chacun. Ce qui exclut le partage à part égal car le but est d'assurer à chacun la possibilité de réaliser ses aspirations en fonction de ses compétences intrinsèques.

IV.3. Variétés des configurations du système économique islamique

La force de tout système économique basé sur des principes est d'être ouvert tout en gardant son identité propre dans un rapport robuste et apaisé. « *L'immuable, comme le note René Guénon (1987 : 76), ce n'est pas ce qui est contraire au changement, mais ce qui lui est supérieur* ». Ceci renvoie à une variété de configurations possibles intégrant toutes les dimensions historiques et les réalités sociologiques, économiques, politiques, culturelles, géographiques et climatiques.

Si le modèle principal "ZR" englobe un éventail de principes, le mode d'application est étroitement lié aux pondérations qui y sont assignées et aux configurations qui en découlent. Le discours idéologique selon lequel le système économique islamique est le meilleur système possible ou qu'il contient ce qu'il y a de meilleur dans les autres systèmes est, de ce point de vue, réducteur. Il fait preuve d'ahistoricisme en ignorant la réalité complexe et diversifiée.

IV.4. Système économique capitaliste et système économique islamique

Au début du mois de janvier 2009, le docteur Nagaoka Shinsuke, premier chercheur japonais en économie islamique, a effectué un séjour au centre de recherche en économie islamique de Jeddah après avoir soutenu une thèse en finance islamique à l'université de Kyoto⁵. Au cours d'une discussion, je lui ai posé la question suivante : « *Quelle est la différence, d'après vous, entre l'économie et la finance islamiques ?* ». Sa réponse fut la suivante : « *L'économie islamique appartient au monde idyllique et la finance islamique au monde réel* ».

Il convient de rappeler avec Fernand Braudel (1985 : 98) que la civilisation islamique a constitué, durant des siècles, une « *économie-monde* » créée et animée, tour à tour, par des centres tels que la Mecque, Damas et Bagdad. On sait, par ailleurs, comme le relève Paul Kennedy (2004 : 48) qu'en « *1500, le monde islamique était depuis des siècles en avance sur l'Europe du point de vue culturel et technologique* ». Aujourd'hui, le système économique islamique n'est perceptible qu'à travers des expériences isolées au niveau microéconomique, c'est-à-dire au niveau des comportements individuels des agents économiques (projet individuel, entreprise, consommateur) dans leur activités de production, de consommation, d'investissement et d'épargne et au niveau mésoéconomique dans des secteurs tels que la finance et l'assurance islamiques, ou à travers des institutions telles que celles de la *Zakât* ou du *Waqf* (fondations pieuses).

Ceci démontre que la comparaison entre système économique islamique et système capitaliste est problématique : à quel niveau d'analyse se réfère-t-on (micro, méso, macro) ? A quelle période historique ? A quel espace géographique ?

⁵ Shinsuke, Nagaoka (2008), *Understanding Islamic Finance: A Theoretical and Empirical Analysis in Comparative Islamic Economic Studies*, Ph.D. Thesis in Islamic Economics and Finance (en japonais), Center for Southeast Asian Studies, Kyoto University.

A quel système ? Trop souvent, des présupposés idéologiques conduisent à comparer spontanément le fonctionnement concret d'un système avec un modèle normatif. D'où la nécessité de délimiter le champ du comparable. Cette question se trouve souvent biaisée par la polysémie du terme « *économie islamique* » qui désigne à la fois la mise en œuvre d'un système, la doctrine économique de l'Islam et le modèle souhaité.

V. LIEN ENTRE ECONOMIE ET FINANCE ISLAMIQUES

L'économie concerne l'allocation des biens en vue d'améliorer la qualité de vie. La finance concerne, quant à elle, les activités monétaires sensées assurer cet objectif.

V.1. Lien entre principes de l'économie islamique et de la finance islamique

Le modèle principal référent pour la finance islamique est celui du système économique islamique proposé ici : le modèle "ZR". De ce dernier, découle les principes suivants :

- Acquiescement de la *Zakât* ;
- Adossement de tout financement à un actif tangible ;
- Partage des pertes et profits ;
- Prohibition du *Ribâ*, du *Gharar* (aléa majeur), du *Maysir* (jeu de hasard ou paris avec mise) et de la spéculation dans les marchés financiers ;
- Liberté d'investir dans toute activité tant que celle-ci n'est pas prohibée.

Il convient de relever à cet égard, d'une part, qu'en matière de relations économiques, la règle est la permission et, d'autre part, que les interdictions y sont minimales par rapport aux permissions. L'interdiction d'investir dans une activité illicite englobe à la fois la propriété, le mode de financement, la nature de l'activité et les effets de l'activité sur la santé et l'environnement :

- *la propriété* : on ne peut participer au financement d'une activité acquise illégalement (vol, expropriation, chantage, escroquerie, contrefaçon, etc.).
- *le mode de financement* : on ne peut participer au financement d'une activité financée par des moyens illégaux.
- *la nature de l'activité* : on ne peut participer au financement d'une activité illégale en elle-même (drogue, prostitution, pédophilie, casino, etc.).
- *les effets sur la santé et l'environnement* : on ne peut financer des projets tels que l'élevage de vaches nourries avec des farines animales, ou les organismes génétiquement modifiés qui présentent des risques potentiels sur la santé et l'environnement.

Il convient, à présent, de préciser le contenu des différents principes susmentionnés :

Adossement à un actif tangible

L'acquittement de la *Zakât* est lié à des biens réels. D'où le principe d'adossement à un actif tangible que l'on retrouve dans la littérature consacrée à la finance islamique.

Participation au profit et perte

L'acquittement de la *Zakât* et l'interdiction du *Ribâ* incitent à l'investissement du revenu disponible, sinon celui-ci ne cessera de diminuer de manière substantielle. Le mode de financement qui peut prendre une multitude de formes repose sur le principe de partage des pertes et profits. On retrouve ce principe, dans la littérature jurisprudentielle islamique (*Fiqh*), à travers la règle stipulant : « *le droit de jouir d'un bien ne peut être détachée du devoir d'assumer les préjudices qui pourraient en résulter* » (*al-ghunm bi al-ghurm*).

Gharar (aléa majeur qu'on ne peut éviter)

Du point de vue linguistique, le *Gharar* est synonyme de risque. Du point de vue conventionnel, le *Gharar* signifie aléa, doute, incertitude, indétermination, embarras et hésitation. En ce sens, dans le cas du contrat à titre onéreux⁶, un des avantages escomptés peut se réaliser tout comme il peut ne pas avoir lieu.

Il convient de relever que le *Gharar* interdit est le *Gharar majeur* ou celui que l'on peut éviter. Or, si telle est le cas, il n'y a aucune raison pour le commettre. Le *Gharar mineur* n'annule pas, quant à lui, les contrats, car il ne mène pas à des conflits d'une part, et il n'est pas possible d'y échapper d'autre part⁷.

La notion de *Gharar* est liée à la notion de contingence car il n'est pas possible d'affirmer que l'avantage escompté par l'une des deux parties se réalisera ou non. Elle est également liée à la notion de hasard car il n'est pas possible de prévoir l'issue du contrat s'il mène à un conflit que l'on pouvait éviter.

Maysir

Le *Maysir* ou *Qimâr* (jeux de hasard ou paris avec mise) signifie miser de l'argent ou des biens de valeur sur une activité dont le résultat est imprévisible ou indéterminé. La conséquence en est la perte par au moins un des joueurs ou des parieurs, ou le gain ou le profit d'au moins un des joueurs, parieurs, ou organisateur du jeu ou du pari. L'usage traditionnel du *Maysir* a certes changé mais la définition n'en demeure pas moins similaire.

⁶ Un contrat est dit « à titre onéreux » lorsque chacune des parties reçoit un avantage qui est la contrepartie de celui qu'elle procure à l'autre.

⁷ Comme le fait de vendre, par exemple, des pistaches ou des noix avec leurs coquilles.

Le *Maysir* est interdit car il divertit les individus des activités productives et favorise l'accumulation de richesses sans effort. Il est aussi considéré comme immoral car il véhicule une logique de jeu à somme nulle et non une logique d'échange et d'avantage mutuel.

Maysir et Gharar ne sont pas nécessairement synonymes de spéculation

Il convient de relever que le *Maysir* et le *Gharar* ne sont pas nécessairement synonymes de spéculation comme le stipulent certains écrits sur la finance islamique. Si la spéculation est entendue, dans son acception la plus large, comme étant la prise délibérée d'un risque dans l'espoir d'un gain ultérieur, il est normal que des prévisions soient effectuées sur l'avenir et que les agents agissent en conséquence. Mais tout dépend si ce risque est lié à une activité permise ou prohibée. Ainsi, l'Islam, contrairement à une idée reçue (al-Sadr, 2 : 79 ; Rodinson : 161), n'a pas interdit la prise de risque de façon catégorique. Il autorise le risque lié à une activité permise et l'interdit s'il conduit à toute acquisition illicite de biens comme c'est le cas dans le *Maysir* (Ibn Taymiya : 700-701 ; Ibn Khaldun : 396 ; Ibn al-Azraq : 319 ; Ibn al-Jawzi : 43). En ce qui concerne la spéculation dans les marchés financiers, les avis des juristes (*Faqih*) divergent. Si certains d'entre eux l'autorisent, sous certaines conditions qu'on ne peut détailler ici, d'autres l'interdisent⁸, car la spéculation constitue l'esprit des marchés financiers dans leur forme actuelle tout comme l'intérêt constitue l'esprit des banques conventionnelles (al-Masri, 2009).

IV.2. Finance islamique et préférence temporelle

Dans le système économique conventionnel, le taux d'intérêt (r) exprime la préférence pour le temps ou l'impatience humaine (Fisher : 28).

$\delta r / \delta t > 0 \Rightarrow$ préférence pour le présent $>$ préférence pour le futur

$\delta r / \delta t = 0 \Rightarrow$ préférence pour le présent $=$ préférence pour le futur

$\delta r / \delta t < 0 \Rightarrow$ préférence pour le présent $<$ préférence pour le futur

De ce raisonnement, il apparaît que le principe de *Ribâ* détermine les termes de l'échange entre futur et présent, termes auxquels le futur s'échange au profit du présent. Ce qui est valorisé par le principe de *Ribâ*, c'est l'exploitation de l'instant pour en tirer le meilleur profit dans la vie présente (horizon temporel borné). Le principe de *Ribâ* véhicule une vision où les hommes cherchent davantage à posséder sur le court terme qu'à construire sur le long terme.

Le modèle "ZR" met la lumière sur la préférence pour le temps dans le système économique et financier islamique.

$\delta Z / \delta t > 0 \Rightarrow$ préférence pour le futur $>$ préférence pour le présent

⁸ Pour un survol de la littérature contemporaine sur le sujet, voir (Kurshid : 553-559).

$\delta Z/\delta t = 0 \Rightarrow$ préférence pour le futur = préférence pour le présent

$\delta Z/\delta t < 0 \Rightarrow$ préférence pour le futur < préférence pour le présent

Dans ce cas, le principe de *Zakât* (*Z*) détermine les termes de l'échange entre présent et futur, termes auxquels le présent s'échange au profit du futur. Ce qui est valorisé par le principe de *Zakât*, c'est l'exploitation de la durée de vie pour en tirer le meilleur profit dans la vie présente et la vie future. La *Zakât*, en tant que purification et accroissement, est l'acte qui témoigne de la confiance en l'avenir⁹. Le principe de *Zakât* véhicule une vision où les hommes cherchent davantage à construire (*culture de l'I'mâr*) qu'à posséder (*culture du paraître*) pour le bien de la société et l'humanité toute entière.

Le modèle principal "ZR" peut-être alors formalisé, en termes de préférences temporelles, de la manière suivante :

$$ZR(t) \approx \{ \alpha \delta Z/\delta t ; \beta \delta R/\delta t \}^{10}$$

Où α et β désignent respectivement les pondérations temporelles des principes *Z* et *R*. De ce qui précède, on peut déduire les équations suivantes :

$$\delta R/\delta t = 0 \Rightarrow \text{préférence pour le présent} = \text{préférence pour le futur} \quad (1)$$

$$\delta Z/\delta t > 0 \Rightarrow \text{préférence pour le futur} > \text{préférence pour le présent} \quad (2)$$

$$\alpha > \beta^{11} \quad (3)$$

(1) & (2) & (3) \Rightarrow le système économique et financier islamique accorde une importance pour le futur sans négliger le présent. Autrement, la préparation de l'avenir guide l'action du présent. Dans cette perspective, les institutions financières islamiques doivent s'orienter vers le financement de projets améliorant la qualité de vie sur le long terme. Mais à l'heure actuelle, la prise en compte de cette orientation reste limitée. D'où l'interrogation fort légitime, voire provocatrice, soulevée quelquefois par certains pères fondateurs de la finance islamique : La finance islamique, dans son orientation actuelle, est-elle réellement au service du développement ? En rappelant ensuite, que « *la finance islamique est un message avant d'être un commerce* » (Kamel, 2008).

⁹ En témoigne la parole prophétique : « *les biens de celui qui accorde une aumône ne diminuent point* » (Muslim : 2588). Cette confiance à l'égard du futur nourrit continuellement la volonté des agents économiques à construire l'avenir avec sérénité.

¹⁰ Pour lever toute ambiguïté, il ne s'agit pas ici de proposer un modèle économétrique appartenant au champ de la théorie économique mais un modèle principal appartenant, par essence, au champ épistémologique.

¹¹ D'après une règle relative aux fondements de la jurisprudence (*usûl al-fiqh*), *l'accomplissement de l'obligation prévaut sur le délaissement de l'interdiction* (Ibn Taymiya, 29 : 154-155).

V.3. Finance islamique et financement de projets

Le modèle "ZR" met la lumière sur le rapport entre finance islamique et évolution économique en ce sens que l'affectation des biens, via le principe de *Zakât*, s'oriente vers le financement des petits projets dans l'économie réelle et non dans l'économie artificielle et virtuelle. Il est question ici d'avantage de projets utiles aux besoins des populations en se démarquant, d'une part, de l'idéologie entrepreneuriale pour laquelle l'entreprise constitue une norme d'action universelle, chaque individu devant devenir entrepreneur de soi-même et, d'autre part, du mythe de la nouvelle économie qui tend à privilégier certains secteurs aux dépens d'autres pour la simple raison que ceux-ci dégagent, à court-terme, plus de profit sur les marchés financiers indépendamment de leur effet réel sur la qualité de vie.

Le système économique islamique accorde, en théorie, la priorité au développement des petits projets. L'évaluation des performances du projet ne se limite pas seulement au domaine économique et financier, mais prend également en considération le respect des valeurs auxquelles la société adhère volontairement. L'Etat est appelé à jouer un rôle majeur, à travers des mécanismes incitatifs ou d'ajustements (Ibn al-Qayim : 248), notamment en promouvant le groupement en réseaux dans certains secteurs qui répondent à des besoins humains réels, ou à travers le renforcement des liens au niveau local entre les universités, les centres de recherche et les détenteurs de projets.

A l'heure actuelle, dans les économies où l'industrie financière islamique se développe de manière notoire, les financements alloués aux petits projets restent insuffisants sous prétexte que les risques soient plus élevés. Le paradoxe ici est que les banques islamiques, sensées incarner un modèle alternatif au principe de l'intérêt, adoptent des standards d'évaluation du risque calqués des banques conventionnelles par effet de mode. Mais au fond les banques islamiques ont-elles vraiment le choix ? Leur statut de banques ne les soumet-il pas, systématiquement, à un cadre juridique et fiscal façonné, depuis plusieurs siècles, pour les activités financières conventionnelles ? En dépit des tentatives visant à intégrer la finance islamique dans ce cadre, les banques islamiques sont appelées à s'y adapter et non l'inverse. D'où le vocabulaire sur les frottements juridiques et fiscaux induit par les programmes d'intégration de la finance islamique dans un cadre conventionnel.

Le propre de l'intermédiation bancaire, c'est de faire du profit et non de voler au secours des projets d'utilité réelle. Or, la finance islamique ne se limite pas aux banques islamiques. D'où la nécessité de s'orienter vers la création d'institutions financières avec des missions locales intégrées (Youenyouene, 2008). Le rôle que pourrait jouer la finance islamique dans le financement des PME, déjà soulevé dans une étude du Bureau International du Travail dans le cadre du continent

africain (Ba, 1993), suscite depuis quelques mois un intérêt de plus en plus manifeste¹².

V.4. Finance islamique et stabilité économique

Le modèle "ZR" qui oriente, en priorité, vers le financement de petits projets dans des secteurs diversifiés limite activement le développement de grandes entités dans quelques secteurs de sorte que, en cas de crise, les risques ne se concentrent sur quelques grandes entités et que le système se régule par de petites faillites. Ceci s'insère dans la finalité de la Chari'a : l'attrait des avantages et leur consolidation et le rejet des inconvénients et leur limitation.

V.4.1. Ribâ et stabilité économique

Le *Ribâ* constitue une des causes majeures de l'instabilité de l'économie réelle car il porte sur les moyens d'échange sensés servir cette même économie réelle et conduit à la concentration des richesses et par là même à celle des risques. A travers le mécanisme de l'intérêt, il est, en effet, possible d'acheter sans payer, ou de produire et de vendre sans posséder. Consommateurs, producteurs, et actionnaires se sentent de plus en plus riches, mais en réalité tant qu'ils n'ont pas respectivement réglé leurs achats, ou vendu leurs produits et leurs actions, l'amélioration de leur qualité de vie n'est rien d'autre qu'une pure illusion. Ce processus, quelle que soit la puissance de sa vitesse de départ, ne saurait durer indéfiniment. A un moment ou à un autre, il va finir par se ralentir, puis s'endiguer, dès que certains opérateurs, les plus perspicaces, percevront une surchauffe anormale de la machine économique. Les actionnaires se débarrassent de leurs actions, les consommateurs stoppent leurs dépenses démesurées et les entreprises réduisent leur production. D'où une pression qui se manifeste par une baisse générale des prix, une restriction des crédits et une perte de confiance dans toute l'économie.

V.4.2. Prêt sans intérêt et stabilité économique

Le prêt sans intérêt (*al-Qardh al-hassan*) est un contrat par lequel le prêteur met à disposition de l'emprunteur un bien pour son usage à charge de le restituer au terme convenu. Il concerne des domaines divers et variés tels que les ustensiles, l'avance sur un salaire, ou une somme d'argent et ne peut donc se limiter à une

¹² Pour les PME, les solutions de financement alternatives prennent toujours plus d'importance. En témoigne la visite de Takio Mizushima, professeur à l'University of Tokushima, au Centre de Recherche en Economie Islamique de Jeddah, le 3 décembre 2007, où il a notamment soulevé la question du rôle des banques islamiques dans le financement des PME. Une enquête japonaise en cours qui concerne onze pays musulmans, pilotée par Koji Muto, professeur à la Ritsumeikan Asia Pacific University, et à laquelle participe le Centre de Recherche en Economie Islamique de Jeddah va dans le sens d'une telle orientation.

quelconque forme de crédit à la consommation. Il n'est donc pas question de prêter sans intérêt à ceux qui disposent de moyens pour financer un projet prometteur, mais de participer avec eux selon un des modes de financement islamiques. Le prêt sans intérêt apparaît ainsi comme un des mécanismes incitant à la répartition des biens au bénéfice du plus grand nombre. Ce qui contribue à répartir les risques et à augmenter, par là même, la stabilité de l'activité économique.

V.4.3. Le prêt à taux zéro n'est pas synonyme d'interdiction du Ribâ

Certains analystes financiers estiment que le prêt à taux zéro satisfait les agents économiques musulmans qui bannissent complètement l'intérêt. D'autres affirment que ceux qui pratiquent le prêt à taux zéro se rapprochent de l'Islam qui interdit l'intérêt (Belouafi et Belabes, 2009). De telles déclarations sont imprécises et incorrectes car il convient de faire une distinction entre la suppression de l'intérêt et l'annulation de son taux :

" $r = 0 \Rightarrow r$ prend la valeur 0" \neq " r n'existe plus"

Il convient d'abord de clarifier la nature du prêt à taux zéro. S'agit-il d'une politique monétaire pratiquée par la banque centrale ? Ou d'une initiative gouvernementale visant à faciliter l'accès au logement ? Ou, encore, d'une stratégie marketing d'une entreprise pour doper ses ventes de matériel professionnel à des PME dans un contexte de crise ? Ou, enfin, d'une offre événementielle d'un magasin grand public, qualifiée également d'achat en plusieurs fois sans frais, pour stimuler ses ventes ?

Une politique monétaire à taux zéro signifie que les banques commerciales empruntent gratuitement auprès de la banque centrale. En d'autres termes, la banque centrale refinance les banques commerciales à un taux nul. Mais cela n'implique nullement que ces dernières accordent des prêts gratuits.

Les prêts au logement à taux zéro ne constituent pas le financement principal. Ils doivent obligatoirement accompagner un prêt bancaire avec intérêt dit « *prêt principal* ». Le prêt à taux zéro est très souvent pris en compte comme apport personnel par les banques. La participation de l'Etat est double : pour les particuliers désirant acquérir une résidence principale, il avance un prêt remboursable sans intérêt et, pour l'établissement de crédit, il offre un crédit d'impôt égal au montant des intérêts non perçus.

Les prêts à taux zéro proposés par certaines grandes entreprises, après la crise des *subprimes*, sont destinés aux PME pour l'acquisition de matériel professionnel. Plusieurs conditions sous-tendent généralement ce type de prêt : l'offre ne concerne que des clients d'une certaine taille, elle n'est valable que pour une durée limitée, elle ne s'adresse qu'à de nouveaux clients, et stipule un minimum d'achat, etc.

En ce qui concerne le crédit à la consommation grand public à taux zéro, une des formules les plus répandues s'appelle « paiement en plusieurs fois sans frais », c'est-à-dire un crédit sans frais de dossier. Il s'agit d'une solution de prêt personnel

accordée par les commerçants à leurs clients afin d'étaler leurs paiements sur plusieurs échéances. Le paiement s'effectue par chèque bancaire, par carte bleue, ou par prélèvement automatique mensuel. Le gain pour le vendeur est immédiat puisque le consommateur ne diffère pas sa dépense et ne l'oriente pas vers un concurrent. Généralement la première échéance mensuelle est débitée immédiatement, donc sans intérêt pour le vendeur. Les autres échéances s'effectuent, quant à elles, en mensualités avec un intérêt à la charge du vendeur. Une autre formule propose un mode de paiement en plusieurs fois sans frais avec la carte de crédit du magasin, le but étant d'instrumentaliser le consommateur pour l'entraîner progressivement dans le cercle vicieux de la surconsommation.

V.4.4. Ce que perd le capitalisme n'est pas nécessairement au profit du système économique islamique

La crise financière a suscité chez certains musulmans un sentiment de victoire : l'heure d'une nouvelle ère au profit du système économique islamique est venue. Or, les économistes ont horreur du vide et en économie, comme dans d'autres champs de la connaissance, une théorie n'est éliminée que par une meilleure théorie et non par des faits contraires ou des spéculations verbales ou, encore, de simples désirs animés par un sentiment d'autosatisfaction.

Le déclin du capitalisme, ou plutôt de l'une de ses multiples configurations, n'est pas nécessairement profitable à d'autres systèmes économiques car le succès n'est pas quelque chose que l'on s'approprie : il se construit avec labeur durant des décennies. Or, tout progrès durable et cumulatif est inconcevable sans participation active de la société, donc sans projet prenant en compte à la fois ses valeurs, ses spécificités et ses aspirations à travers une approche multidimensionnelle intégrée fondée sur la consultation.

Il convient de relever que l'Islam n'est pas une révolution ayant pour vocation de faire table rase de tout ce qui existait auparavant. Il oriente, au contraire, vers une approche à la fois cumulative et sélective consistant à renforcer les réalisations utiles et avantageuses et à écarter celles qui sont nuisibles et désavantageuses.

V.4.5. La finance islamique n'est pas à l'abri de l'instabilité

Les banques islamiques, dans leur orientation actuelle, ne sont pas à l'abri des turbulences et des crises parce que l'intermédiation bancaire islamique s'imprègne de la philosophie de l'intermédiation bancaire conventionnelle et ses conséquences inéluctables, en particulier l'instrumentalisation des consommateurs. Ceci explique, peut-être, pourquoi les banques islamiques s'accommodent fort bien de la vague managériale montante, dans le monde musulman, façonnée au miroir de l'Occident. Ainsi, d'un côté, la finance islamique, pour des motivations diverses, exerce des effets de séduction dans différentes régions du monde et, de l'autre, elle subit des effets de fascination du système économique et financier conventionnel.

Au fond, les banques islamiques n'ont-elles pas pris un mauvais départ en ce faisant banques ? Comme le relève un chercheur dans un forum sur l'intermédiation financière islamique : « *la banque est l'enfant du ribâ* » (al-Masri : 66). Ceci fait apparaître la question malaisée de la non-neutralité des moyens ou, si l'on veut, l'impossibilité de séparer l'instrument du système de pensée qui l'a généré de sorte qu'une chose en amène une autre (Toynbee : 589).

En prenant une telle orientation, les banques islamiques supportent les risques de l'intermédiation bancaire conventionnelle et les risques sous-jacents à la nature des contrats légaux islamiques. Le principal avantage compétitif des banques islamiques réside actuellement dans la confiance que leur accordent les clients majoritairement musulmans. Si cette confiance s'ébranle, pour une raison ou une autre, les banques islamiques ne seront pas à l'abri d'une crise de légitimité. Certaines banques islamiques leaders semblent pressentir un tel risque et prennent déjà le devant en révisant quelques fatwas anciennes ayant fait l'objet de vives critiques (Al-Baraka Banking Group, 2008).

VI. CONCLUSION

L'objet du présent papier était d'explorer le lien entre finance et économie islamiques à travers le modèle principal "ZR".

Ce modèle permet de déduire une série de principes économiques (droit de propriété, liberté économique responsable, intervention de l'Etat, consommation modérée, prohibition de la thésaurisation, circulation des biens) et extra-économiques (l'activité économique se conçoit dans la vie en société, participation active à l'édification multidimensionnelle, gérance responsable, équité et non égalité).

Il permet également de déduire, pour la finance islamique, les principes suivants :

- Acquiescement de la *Zakât* ;
- Adossement de tout financement à un actif tangible ;
- Partage des pertes et profits ;
- Prohibition du *Ribâ*, du *Gharar*, du *Maysir* et de la spéculation dans les marchés financiers ;
- Liberté d'investir dans toute activité tant que celle-ci n'est pas prohibée.

En matière de préférence temporelle, le modèle "ZR" montre que le système économique islamique accorde une importance pour le futur sans négliger le présent. Autrement dit, la préparation de l'avenir guide l'action du présent.

Enfin, en matière de financement, le modèle montre que le système économique islamique accorde une préférence pour le financement de petits projets.

Il convient de relever que l'intérêt de ce modèle ne se limite pas aux questions abordées dans le présent papier. Il pourrait être utile pour en explorer d'autres, en particulier celles qui sont problématiques ou qui sont peu abordées dans la littérature économique islamique. Ainsi, par exemple, la question de la dynamique (ou le vecteur) du changement et les thèmes qui lui sont sous-jacents tels que celui des fondements micro de la macro ou l'inverse dans l'hypothèse où l'on se cantonne à ses deux dimensions, ce qui est, à notre avis, assez réducteur. La question du rapport entre concurrence et coopération pourrait également être explorée par ce modèle : l'efficacité économique s'exerce-t-elle davantage dans le cadre de la concurrence que de la coopération, ou l'inverse, ou peut-être les deux à la fois dans une sorte de "coopétition" ?

BIBLIOGRAPHIE

Abu Yusuf, al-Qadhi (d. 805) (1979), *Kitâb al-Kharâj* (Le Livre de l'impôt foncier), Beyrouth: Dar al-Maarifa.

Al-Albani, Muhammed (1914-1999) (1997), *Silsilat al-Ahâdith al-Sahîha* (Série de hadiths authentiques), Riyad: Maktabat al-Ma'ârif.

Al-Baraka Banking Group (2008), *Al-Baraka 29th symposium on the Islamic Economics* (en arabe), Jeddah Hilton, 6-7 septembre.

Al-Faysal al-Saoud, Muhammad (2009), *La philosophie de l'économie islamique*, conférence présentée à la chambre de commerce et d'industrie de Jeddah, 18 mai.

Allais, Maurice (1947), *Economie et intérêt*, Paris: Librairie des Publications Officielles.

Al-Masri, Rafic Yunus (1998), *The Nature of an Islamic Bank* (en arabe), *Journal of King Abdulaziz Islamic Economics*, vol. 10, pp. 61-67.

————— (2009), *La spéculation sur les prix entre partisans et adversaires* (en arabe), in ouvrage collectif, *La crise financière mondiale: causes et solutions du point de vue islamique*, Jeddah: Centre de Recherche en Economie Islamique, Université du Roi Abdulaziz, pp. 219-235.

Al-Mejaoui, Abdelkader et Brihmat, Omar (1904), *Al-Mirçad fi-Masâil al-Iqtîçad* (Observations sur les questions économiques), Alger: Librairie Orientale Pierre Fontana.

Al-Shirzi, Abderahman (vécu au XII^e s.) (1981), *Kitâb Nihâyat al-Rutba fi-Talab al-Hisba*, Beyrouth: Dar al-Thaqâfa.

A. Belabes – Le lien entre finance et économie islamiques

Al-Sunami, Umar (d. 1^{er} quart du XIII^e s.) (1985), *Nisâb al-Ihtisâb*, Le Mecque: Maktabat al-Talib al-Jami'i.

Al-Tarabulsi, ala'-al-Din (d. 844) (1973), *Mu'în al-Hukâm*, Le Caire: Librairie Mustapha al-Halabi.

As-Sadr, Mohammad Baqer (1935-1980) (1984), *Iqtisâduna (Our Economy)*, Tehran: WOFIS.

Ba, Ibrahima (1993), *PME et institutions financières islamiques*, Genève: Bureau International du Travail.

Belouafi, Ahmed et Belabes, Abderrazak (2009), *The Reality of the Zero Interest Rate Policy in Islamic Perspective* (Paper Presented to the International Congress on the "Current Financial Crisis and the Islamic Finance & Banking Alternatives", University Centre of Khemis Meliana, 5-6 May, Arabic Version.

Braudel, Fernand (1902-1985) (1985), *La dynamique du capitalisme*, Paris: Arthaud.

Dadah Khalifa, Ibrahim (d. 1565), *al-Siyâsa al-Shari'ya* (Politique légale), Alexandrie: Muasasat Chabâb al-Jami'a.

Elias, Norbert (1897-1990) (1975), *La dynamique de l'Occident*, Paris: Calmann-Lévy.

Fisher, Irving (1867-1947) (1930), *Theory of Interest*, New York: Macmillan, <http://oll.libertyfund.org/Home3/EBook.php?recordID=0219>

Guénon, René (1886-1951) (1987), *Orient et Occident*, Paris: Editions de la Maisnie.

Kamel, Saleh (2008), *Les services bancaires islamiques entre le subterfuge et la conformité*, conférence présentée à l'Université du Roi Abdulaziz, Jeddah, 22 décembre.

Ibn Abdusalam, al-'Iz (d. 1261), *Qawâ'id al-Ahkâm fi Masâlih al-Anâm*, Beyrouth: Editions Rayan.

Ibn al-Azraq, abu Abdallah (1428-1490) (1977), *Badâi' as-Silk fi Tabâi' al-Mulk*, Baghdad: Ministère de l'information de la République Irakienne.

Ibn al-Hassan, Mohamed (750-804) (1980), *Kitâb al-Kasb* (Le livres de l'acquisition des biens), Damas: Editions et distribution de Abdalhadi Harssouni.

Ibn al-Jawzi, Abderahman (1116-1200) (1978), *Shifâ' fi-Mawâ'idh al-Mulûk wa al-Khulafâ'*, Alexandrie : Entreprise des Jeunes de l'Université d'Alexandrie.

Ibn al-Qayim (1292-1349) (1996), *Badâi' al-Fawâ'id*, La Mecque: Maktabat al-Bâz, 4 volumes.

_____ (1999), *al-Turuq al-Hakamiya fi al-Siyâssa al-Shar'iya* (Les voies de gouvernance en matière de politique légale), Beyrouth: Dar al-Arqam.

Ibn al-Ukhuwa, Muhammad (1250-1329) (1976), *Kitâb Ma'âlim al-Qurba fi Ahkâm al-Hisba*, Le Caire : al-Haya al-Misriya al-'Ama li-al-Kitâb.

Ibn Farhun, Burhan-al-Din (1319-1397) (1986), *Tabsirat al-Hukâm*, Le Caire: Maktabat al-Kuliyât al-Azhariya.

Ibn Khaldûn, Abderhaman (1332-1406) (1978), *al-Muqadima*, Beyrouth: Dar al-Qalam.

Ibn Rajab (1335-1392) (2002), *al-Jami' li-Tafsîr al-Imâm ibn Rajab al-Hanbali*, compilé par Tarik ibn Iwadh Allah, Riyad: Dar al-Asima, 2 volumes.

Ibn Salam, abu Ubeid al-Qasim (770-838) (2007), *Kitâb al-Amwâl* (Le livre des biens), al-Mansura – Riyad: Dar al-Huda – Dar al-Fadhîla, 2 volumes.

Ibn Taymiya, Taqieddine (1263-1328) (1997), *Tafsir ayât ushkilat* (L'explication de versets ayant posé problème à certains exégètes), Riyad : Librairie al-Rushd – Société de Riyadh d'édition et de distribution.

_____ (1998), *Majmu'at al-Fatâwa* (Compilation d'avis juridiques), al-Mansura et Riyadh: Dar al-Wafa' et Maktabat al-Ubeykân, 37 volumes.

Ibn Zinjawîh, Hamid (d. 865) (1986), *Kitâb al-Amwâl* (Le livre des biens), Riyad: Markaz al-Malik Fayçal li-al-Buhuth wa-al-Dirâsat al-Islamiya, 3 volumes.

Iqbal, Kurshid (2006), *Souk al-awraq al-maliya bayn al-shariah al-islamiya wa al-noudhoum al-wadh'iya* (Le marché des titres financiers entre la Chari'a islamique et les systèmes conventionnels), Riyad: Librairie al-Rushd.

Kennedy, Paul (2004), *Naissance et déclin des grandes puissances*, traduit de l'anglais, Paris : Payot – Rivage.

Nienhaus, Volker (2008), *Challenges and Initiatives of Human Capital Development Through Islamic Finance Education at Intermediate and Undergraduate Level*, communication présentée au forum organisé conjointement par l'Islamic Research Training Institute et le General Council of Islamic Banks and Financial Institutions, *Human Capital Development for Islamic Financial Industry: Challenges and Initiatives*, Jeddah Hilton Hotel, June 1.

Nuttgens, Patrick (2005), *Histoire de l'architecture*, traduit de l'anglais, Paris: Phaidon.

Rodinson, Maxime (1915-2004) (1974), *Islam and Capitalism*, London: Penguin Books Ltd.

Toynbee, Arnold (1889-1975) (1978), *L'histoire*, traduit de l'anglais, Bruxelles: Elsevier Séquoia.

A. Belabes – Le lien entre finance et économie islamiques

Youenyouene, Aliyou (2008), L'Islam et la finance solidaire: Quel système de participation pour l'Afrique? Douala, polycopié.

**L'INVESTISSEMENT EN BOURSE :
LES NORMES DE LA FINANCE ISLAMIQUE APPLIQUEES AUX
VALEURS DE LA PLACE BOURSIERE DE PARIS (CAC 40 et SBF 250)**

ABDELBARI EL KHAMLICHİ*

Résumé

En finance islamique, l'investissement en bourse est autorisé sous certaines conditions. Le choix des valeurs boursières dans lesquelles il serait possible d'investir conformément à la Charia se fait selon des critères financiers et extra financiers. Ainsi, il convient de s'intéresser aux secteurs d'activité de l'entreprise ainsi qu'à sa structure financière. Dans la pratique, il revient à un comité Charia, composé de juristes spécialistes de la loi islamique, de vérifier périodiquement la conformité des titres boursiers aux normes de la finance islamique.

Les premiers indices conformes à la loi islamique ont été lancés depuis une décennie sur plusieurs marchés notamment celui du Royaume Uni et des Etats Unis. Si les banques conventionnelles ont été les premières à exploiter ce créneau en proposant à leurs clients des possibilités d'investissement conformes à leurs valeurs éthiques, le modèle a été copié par des agences de notation et par d'autres places financières.

Cet article revoit les normes utilisées par quelques places boursières disposant d'indices boursiers islamiques et applique les critères du Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI) aux valeurs de la place financière de Paris (indices CAC 40 et SBF 250).

Mots clés : Finance islamique, indices boursiers islamiques, Charia, critères de filtrage

* Doctorant à l'Université d'Auvergne ; Clermont Ferrand-France.

Contact : Abdelbari.El_Khamlichi@u-clermont1.fr

L'auteur tient à remercier les deux rapporteurs anonymes de la revue pour leurs remarques pertinentes et constructives, il porte évidemment tout seul la responsabilité des éventuelles erreurs contenues dans cet article.

I. INTRODUCTION ET MISE EN CONTEXTE

I.1. Les bases de la finance islamique

Le système financier islamique est fondé sur un référent religieux qui se manifeste à travers les 5 principes de base qui régissent l'industrie financière islamique :

- L'interdiction de l'intérêt et de l'usure ;
- Le partage des pertes et profits ;
- L'interdiction des secteurs d'activité illicites (alcool, armement, jeu de hasard etc.) ;
- L'interdiction de la spéculation à découvert, du flou dans les contrats et de l'incertitude exagérée qui confine au *Gharar* (dol) ;
- L'adossement à un actif tangible « *asset backing* ».

La mise en application de ces principes a permis le lancement de produits et services conformes à la *Charia* (loi islamique) et la création, depuis les années soixante-dix, des banques islamiques pour en assurer la commercialisation.

Avec le développement de l'activité de ces banques et l'importance des fonds gérés, la scène a connu l'arrivée de nouveaux opérateurs (fonds d'investissement, compagnies d'assurance etc.) et l'utilisation de nouveaux instruments financiers conformes aux principes islamiques tels que les *Sukuks*.

I.2. Historique des indices boursiers islamiques

Du côté des actions, l'investissement dans les valeurs compatibles avec la *Charia* (*Charia compliant*) prend en compte à la fois les lois en vigueur dans les marchés financiers et les lois islamiques relatives aux transactions. La tendance de l'ensemble des valeurs compatibles est suivie grâce à des indices boursiers « islamiques ».

A l'instar des indices socialement responsables qui ont vu le jour en 1980 (DE BRETO et al. 2005), le premier indice islamique de cotation globale en bourse fut le SAMI (Socially Aware Muslim Index), lancé en 1998 pour représenter la tendance de quelques 500 sociétés (SIAGH 2007).

Le lancement, en 1999, des indices boursiers islamiques cotés sur les places financières mondiales (asiatiques¹, européennes² et américaines³) a été perçu comme étant un symbole de l'intégration de la finance islamique dans l'économie globale (WARDE 2001). De même, l'existence d'une demande forte (RUIMY

¹ C'est le cas par exemple de Kuala Lumpur Sharia index (KLSI), lancé en avril 1999 et remplacé en novembre 2007 par FTSE Bursa Malaysia

² Global Islamic Index Series (GIIS), lancé en octobre 1999 par la FTSE

³ Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI) sur NYSE, lancé en février 1999.

2008) a stimulé la création de nouveaux indices par des agences et des banques internationales⁴.

I.3. Fondement religieux

Les conseils de jurisprudence islamiques et les comités *Charia* des banques islamiques sont d'accord concernant la répartition des actions en 3 catégories :

1. Les actions des sociétés dont le secteur d'activité est licite et qui ne font pas appel aux prêts et emprunts basés sur un taux d'intérêt. Le fait d'acheter ou vendre ces actions est unanimement jugé comme étant licite.
2. Les actions des sociétés dont le secteur d'activité n'est pas autorisé en Islam (alcool, viande porcine, établissements financiers conventionnels etc.). A l'unanimité, l'investissement dans ces actions est prohibé.
3. Les actions des sociétés qui opèrent dans un secteur d'activité licite mais qui empruntent à intérêt ou bien placent leur surplus de liquidité sur un compte rémunéré auprès des banques conventionnelles.

Les avis sont partagés concernant cette 3^{ème} catégorie entre :

- D'une part, ceux qui estiment que c'est interdit, c'est l'avis notamment du Conseil International de Jurisprudence Islamique appartenant à l'Organisation de la Conférence Islamique (Mujamaâ de Djeddah)⁵, et du Conseil de Jurisprudence islamique appartenant à la Ligue du Monde Musulman (Mujamaâ de la Mecque)⁶. Les comités *Charia* de certaines institutions financières islamiques adoptent cette opinion (par exemple, la Banque Islamique de Dubaï, celle du Soudan, ainsi que la Kuwait Finance House).
- D'autre part, ceux qui ont émis des *Fatwas* qui jugent que l'investissement dans ces actions est licite sous certaines conditions et c'est l'avis des comités *Charia* de certaines banques islamiques (par exemple : Banque Alrajhi, Albaraka, Banque Islamique de Jordanie). De sa part, le conseil européen de *Fatwa* et de recherche a émis, en 2004, une décision⁷ autorisant les musulmans vivant en occident à investir dans ces sociétés si la part des intérêts est au dessous d'un seuil fixé, cela est accompagné de l'obligation de purifier les dividendes de la part des intérêts à hauteur de la contribution de ces

⁴ Standard and Poor's (S&P) et Morgan Stanley Capital International (MSCI)

⁵ Résolutions de 1992, 1993 et 1995 qui interdisent ces investissements en principe, tout en concluant dans la dernière résolution que la décision finale à cet égard nécessite plus d'études et de recherches approfondies.

⁶ Résolution du 21 Janvier 1995.

⁷ Résolution du 04 Janvier 2004.

derniers dans le résultat final. La décision s'est appuyée sur l'exemple des valeurs contenues dans le DJIMI, l'indice islamique du Dow Jones.

Dans la suite de cet article, nous nous basons sur cette dernière décision en appliquant les normes du DJIMI aux valeurs cotées sur la Bourse de Paris.

I.4. Intérêt de lancement des indices boursiers islamiques

Le lancement des indices boursiers islamiques s'inscrit dans la logique de proposer aux investisseurs un moyen de diversification de leurs portefeuilles leur permettant ainsi d'investir conformément à leurs principes éthiques et religieux.

Cette étape a facilité, dans une large mesure, l'investissement conformément à la *Charia*. En effet, avant que ces premiers indices soient lancés, les investisseurs souhaitant investir dans les actions étaient obligés d'analyser personnellement leur conformité, alors qu'après le lancement de ces indices, la tâche est accomplie par un comité *Charia* indépendant. Ce dernier exprime ses opinions vis-à-vis de ces valeurs et procède à la création d'un indice qui les regroupe suite au filtrage d'un indice de référence.

La recherche d'une « plus-value éthique » au sens de DE BRITO et al. (2005), constitue la principale motivation pour l'investisseur. Ce dernier, en utilisant des critères outre que financiers, privilégie la performance non financière définie, au sens large, selon DOMINI et KINDER (1997), comme étant l'expression d'une conscience éthique, sociale ou religieuse.

I.5. Construction des indices boursiers islamiques

Le principe des indices islamiques consiste à ne retenir que les sociétés qui obéissent, ou du moins qui sont les plus proches, des 5 principes de conformité précédemment mentionnés. Pour cette raison, des normes de vérification ont été fixées par l'Organisation de Comptabilité et d'Audit pour les Institutions Financières Islamiques (www.aaofii.com).

Ces indices qui étaient initialement lancés pour servir d'indicateurs de tendance pour les actions conformes aux règles de la finance islamique, sont devenus des références (*benchmark*) de gestion de portefeuilles, ce qui a ouvert la voie à la création de fonds communs de placement et au développement de produits indiciaires et de produits islamiques structurés.

D'une manière générale, les investisseurs désireux d'investir conformément aux principes de la loi islamique cherchent la diversification de leurs portefeuilles à travers les fonds d'investissement et les produits financiers dont les sous-jacents sont des valeurs faisant partie de l'indice *Charia compliant*.

Parmi les modalités de sélection des valeurs faisant partie d'un indice boursier en finance islamique, les critères les plus communément admis, au sens d'EL GAMAL (2006), sont ceux retenus par le comité *Charia* du Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI).

Ces critères consistent à faire un *filtrage* en 2 étapes :

- Choisir des sociétés dont les secteurs d'activité sont autorisés par la *Charia* ;
- Ne retenir que les sociétés pour lesquelles les éléments suivants sont inférieurs à 33% de la capitalisation boursière moyenne sur les 12 derniers mois :
 - Le total des dettes ;
 - Le total des créances ;
 - Les liquidités et les titres rapportant des intérêts.

I.6. Contexte et objectif de la recherche

Compte tenu de la volonté de la France d'attirer des investisseurs étrangers et notamment ceux du Golfe, le gouvernement a affiché clairement son intention⁸ de faire de Paris une place financière compétitive en termes d'offre de produits et services de la finance islamique et de proposer un cadre réglementaire approprié.

Améliorer la compétitivité de la place financière de Paris et assurer sa promotion auprès des investisseurs est une mission confiée à Paris Europlace, cette organisation qui s'est dotée, depuis janvier 2008, d'une commission dédiée à la finance islamique.

Cette mobilisation s'inscrit dans le cadre de la volonté de rattraper le retard vis-à-vis de Londres qui, depuis 5 ans déjà, s'est érigé en une plateforme européenne de référence en matière de finance islamique.

La France présente des atouts considérables et le droit français est très largement compatible avec la finance islamique (SAINT MARC 2008), seuls des aménagements d'ordre juridique et fiscal restent à mettre en œuvre.

Des initiatives concrètes ont été prises dans ce sens, notamment par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) qui a autorisé, le 17 juillet 2007, « les OPCVM se déclarant conformes à la loi islamique ».

Tout récemment⁹, un accord (*Memorandum of Understanding*) vient d'être signé entre Paris Europlace et l'Organisation de Comptabilité et d'Audit des Institutions Financières Islamiques (AAOIFI) afin de soutenir le développement de la finance islamique en France. L'accord prévoit que Paris Europlace se charge

⁸ Ce fut le cas avec l'intervention de Madame Christine LAGARDE, ministre de l'économie, dans le cadre du 2^{ème} forum français de la finance islamique organisé à Paris le 26 Novembre 2008.

⁹ Lors d'une visite d'une délégation de Paris Europlace aux pays du Golfe du 17 au 22 Janvier 2009.

d'assurer la promotion des standards *Charia* de l'AAOIFI en France afin d'encourager le développement de nouvelles activités de banque et d'assurance islamiques.

Dans un rapport (Pastré et Jouini 2008) remis à Paris Europlace, dix propositions concrètes ont été avancées pour attirer des capitaux estimés par les auteurs à environ 100 Milliards d'Euros.

Une des propositions avancées (la 3^{ème} selon l'ordre établi par les auteurs) concerne la création d'un indice boursier islamique par NYSE Euronext, une mesure qui pourrait être opérationnelle dans les mois à venir.

Le présent article s'inscrit dans une démarche prospective, notre objectif étant d'appliquer les critères de la finance islamique aux indices de la place financière de Paris. Une telle application peut nous indiquer les valeurs de la Bourse de Paris qui sont compatibles avec la finance islamique et qui sont susceptibles de faire partie d'un indice boursier islamique.

Le plan de cet article se présente comme suit : nous allons commencer par une revue de la littérature relative aux indices boursiers islamiques. Ensuite, nous présenterons les critères de filtrage des valeurs boursières en finance islamique pour passer enfin à l'application de ces critères aux valeurs de la Place de Paris.

II. REVUE DE LA LITTÉRATURE

Une première revue de la littérature nous montre clairement que les recherches qui se sont intéressées exclusivement à l'analyse des indices boursiers islamiques n'ont pas encore atteint un stade de maturité, certains auteurs estiment qu'elles sont rares (HUSSEIN 2005).

Ainsi, après la création des premières banques islamiques dans les années soixante-dix, les premières recherches théoriques sur les indices boursiers ont eu lieu deux décennies plus tard et elles se sont intéressées à l'étude de faisabilité de lancement de marchés financiers islamiques (ELGARI 1993, ANWAR 1995, AHMAD 1997).

Après la vague de lancement des premiers indices islamiques qui a marqué la fin du deuxième millénaire, des études qualitatives ont tenté de soulever les principaux défis qu'un marché islamique des actions est censé relever et les particularités de ce marché en termes de pratiques et de régulation. L'article de NAUGHTON et NAUGHTON (2000), par exemple, allait dans ce sens.

Les premières études quantitatives qui ont essayé de mesurer la performance des indices islamiques étaient celles de HASSAN (2002), HAKIM et RACHIDIAN (2002), ELFAKHANI (2002).

Parmi les études visant à mesurer la corrélation et la performance des indices boursiers islamiques avec des benchmarks conventionnels, on cite : HAKIM et

RACHIDIAN (2004), GIRARD et HASSAN (2005), HUSSEIN et OMRAN (2005), HUSSEIN (2005), HADDAD et al. (2008), FORTE et MIGLIETTA (2008), qui ont pu élargir l'analyse aux indices socialement responsables en plus des benchmarks conventionnels.

Par ailleurs, d'autres études ont porté sur les indices islamiques cotés sur les marchés boursiers asiatiques, notamment celui du Pakistan (NISHAT 2002), de la Malaisie (ANWAR 1995, AHMAD et ALBAITY 2006) et de l'Inde (KHATKHATAY et NISAR 2007). Cette dernière étude s'est intéressée également aux critères de vérification adoptés par le comité *Charia* de DJIMI index en les passant en revue et en les appliquant aux 500 sociétés cotées sur la bourse indienne des valeurs, l'étude a conclu par un appel à plus de flexibilité afin de permettre aux investisseurs de diversifier davantage leurs portefeuilles.

III. ANALYSE DES CRITERES DE FILTRAGE

Pour faire partie de l'indice islamique, les firmes doivent avoir une activité licite, du point de vue de la *Charia*, et respecter un certain nombre d'exigences en termes de structure financière. Ainsi, le choix des firmes se fait en 2 étapes :

III.1. La conformité de l'activité principale de la firme aux principes de la *Charia* :

Dans une optique à la fois religieuse et éthique, la *Charia* interdit d'investir dans des secteurs d'activité dont les produits présentent des risques sur la santé de l'être humain, qui n'ont pas une vraie utilité ou bien qui vont à l'encontre des bonnes mœurs conformément aux préceptes de la loi islamique. Cette interdiction s'étend ainsi pour couvrir toutes les activités dites « illicites ».

C'est ainsi que la *Charia* condamne le financement ou la participation dans des activités liées à l'armement, à l'alcool, au tabac, à la drogue ou à la viande porcine. Sont aussi interdits les jeux de hasard, la pornographie, l'industrie cinématographique suggérant la débauche ou la déchéance de l'être humain, ainsi que l'investissement dans les institutions financières et d'assurance de type conventionnel.

Le comité *Charia* du DJIMI a établi une liste de ces secteurs qu'elle juge incompatibles avec les principes d'investissement en finance islamique. Ainsi le comité a classé les secteurs d'activité interdits en six grandes catégories :

1. L'alcool ;
2. Le tabac ;
3. Les activités liées à la viande porcine (production, conditionnement, transport, etc.) ;
4. Les services financiers conventionnels donnant lieu à des paiements d'intérêt ;
5. L'armement ou le trafic d'armes ;

6. Le divertissement et les loisirs contraires aux mœurs et aux préceptes islamiques.

Afin de pouvoir déterminer le secteur d'activité principal d'une société, et par conséquent sa conformité ou non aux principes de la finance islamique, le comité se base actuellement sur la nomenclature sectorielle ICB (The Industry Classification Benchmark).

La classification de l'ICB suit une hiérarchie décomposée en 10 industries, 18 super-secteurs, 39 secteurs et 104 Sous-secteurs. Cette nomenclature, qui a été lancée en Janvier 2005 par Dow Jones Indexes et FTSE Group, a été adoptée par Euronext qui a commencé à publier la liste de ses valeurs sous cette nomenclature un an plus tard, c'est-à-dire à partir du 02 Janvier 2006¹⁰.

C'est grâce à cette nomenclature que le comité *Charia* du Dow Jones identifie les valeurs susceptibles de faire partie de l'indice DJIMI et il a dressé pour cela une liste exhaustive des secteurs et des sous-secteurs dont l'activité est non-conforme à la *Charia* (Tableau 1) :

¹⁰ Voir : www.euronext.com

Tableau 1 : Codes ICB des secteurs interdits par le comité *Charia* du Dow Jones Islamic Market

Codes	Désignations
2717	Défense
3535	Distillateurs et viticulteurs
3577	Produits alimentaires
3745	Produits de loisirs
3785	Tabac
5337	Détaillants et grossistes – Alimentation
5553	Audiovisuel et divertissements
5555	Agence de médias
5752	Jeux de hasard et d'argent
5753	Hôtels
5755	Services de loisirs
5757	Restaurants et bars
8355	Banques
8532	Assurance (Services complets)
8534	Courtiers en assurance
8536	Assurance - immobilière et dommages
8538	Réassurance
8575	Assurance vie
8733	Patrimoine immobilier et développement
8773	Financement à la consommation
8775	Activités financières spécialisées
8777	Services d'investissement
8779	Financements hypothécaires

Source : www.djindexes.com

Il est évident qu'une firme dont l'activité principale consiste à opérer dans un des secteurs ou sous-secteurs figurant sur la liste sus mentionnée ne pourra faire partie de l'indice. Cependant, la question se pose pour les sociétés dont l'activité principale est licite mais qui peuvent avoir des participations ou des recettes provenant exceptionnellement ou bien en partie des secteurs d'activité dits illicites (YAQUBY 2000).

Face à l'absence d'une unanimité vis-à-vis de ce sujet, diverses opinions existent avec plus ou moins de flexibilité. Alors que des comités estiment que la finance islamique doit garder sa spécificité en s'opposant catégoriquement à la présence de ressources en provenance de ces secteurs, la majorité des comités l'autorise à titre exceptionnel et à hauteur d'un certain niveau (KHATKHATAY et NISAR 2007).

De même, au cours de leur activité, les firmes peuvent avoir un excédent de liquidité qui peut générer des produits financiers sous forme d'intérêts à la base interdits en finance islamique. Cette situation présente la deuxième difficulté de savoir en dessous de quel niveau ces recettes sont considérées comme étant négligeables.

Pour résoudre ces deux problèmes, une flexibilité a été accordée par le comité du Dow Jones Islamic Market Index. En effet, durant les premières années d'existence, un pourcentage de 5% était le seuil maximum autorisé d'intérêts et de recettes exceptionnelles dégagées par l'une des activités accessoires illicites.

Les bases de filtrage du DJIMI ont été modifiées (www.djindexes.com). Désormais, le comité s'intéresse à la structure financière de la firme à travers trois ratios, l'un d'eux fait apparaître la part du cash et des titres de placement susceptibles de rapporter des intérêts (voir le ratio N°3 ci dessous).

Toutefois, il convient à l'investisseur, au moment de la perception des dividendes, de se dessaisir de la part des revenus provenant des intérêts ou d'autres sources non conformes à la *Charia*. Cette part est déterminée en fonction de la contribution des revenus illicites dans la formation du résultat net de la firme, et la « purification » se fait à travers des dons destinés aux œuvres caritatives ou pour des associations reconnues d'utilité publique.

III.2. La structure financière des entreprises

Un deuxième niveau d'analyse consiste à effectuer un tri parmi les valeurs ainsi retenues de façon à ne garder que les sociétés dont la structure financière est en mesure de satisfaire des exigences exprimées sous forme de ratios.

Ainsi, les éléments suivants doivent être inférieurs à 33% de la capitalisation boursière moyenne sur les 12 derniers mois :

- Le total des dettes ;

A. El Khamlichi – L'investissement en bourse

- Les créances brutes ;
- Les liquidités et les titres rapportant des intérêts.

Le pourcentage de 33% pris en compte comme seuil permettant l'évaluation de la structure financière d'une entreprise s'explique par une règle en Islam qui considère qu'un tiers est significatif (YAQUBY 2000, EL GAMAL 2006, RUIIMY 2008).

Le choix de la capitalisation boursière comme indicateur trouve son explication dans la volonté d'évaluer les firmes en fonction de leur valeur sur le marché boursier. Autrement, des indicateurs comme le total des actifs ou l'actif net de l'entreprise pourraient être utilisés, comme le suggèrent KHATKHATAY et NISAR (2007), par exemple.

Ainsi, l'utilisation de la capitalisation boursière pour attester la conformité d'une société aux normes de la *Charia* se heurte à des problèmes dans la pratique. Elle est jugée par des auteurs comme étant « inappropriée » pour les raisons suivantes :

- Le cours boursier d'un titre peut traduire le sentiment des investisseurs vis-à-vis des rendements futurs indépendamment des fondamentaux de l'entreprise ;
- La conjoncture, qu'elle soit favorable ou défavorable, peut amener à une situation de volatilité dans laquelle le cours boursier d'une entreprise peut connaître de très fortes variations alors que les actifs gérés par l'entreprise restent les mêmes ;
- Des sociétés qui, à un moment donné, étaient considérées comme étant compatibles avec la *Charia* peuvent ne pas l'être seulement à cause de fortes variations à la hausse ou à la baisse de leurs cours boursiers. Ceci posera le problème de la fréquence d'actualisation de la liste des sociétés faisant partie de l'indice ;
- Ce critère ne peut pas être utilisé pour vérifier la conformité des sociétés non cotées (*private equity*) à cause de l'absence du cours boursier, le champ d'étude se trouve ainsi limité aux sociétés cotées.

Malgré ces critiques, le choix du comité *Charia* du Dow Jones a porté sur la capitalisation boursière moyenne durant les 12 derniers mois comme période de référence. Cela permet d'avoir une valeur moyenne qui ne soit pas affectée par les opérations exceptionnelles (augmentation de capital par exemple) et de réduire l'effet de fortes variations de la valeur cotée (cas de forte volatilité).

Dans ce qui suit on va procéder à l'étude des 3 ratios :

✓ **Le ratio N°1 (R1) :**

$$\frac{\text{Total des dettes}}{\text{Capitalisation boursière moyenne des 12 derniers mois}}$$

C'est ce premier ratio qui est utilisé pour mesurer le niveau d'endettement pour s'assurer que l'entreprise est modérément endettée (ou idéalement non endettée). On prend pour cela le total des dettes, englobant à la fois celles contractées à court, à moyen et à long terme.

En effet, un des principes clefs qui distinguent la finance islamique c'est l'interdiction de la pratique de l'escompte ou la vente des dettes, raison pour laquelle le niveau d'endettement de la firme est pris en considération.

Faire appel à son banquier est une activité presque inévitable pour la plupart des entreprises quelle que soit leur taille, c'est pour cette raison que la finance islamique a développé des offres de financement alternatives au circuit bancaire classique.

A partir d'un niveau de dettes s'élevant à hauteur de 33% de la capitalisation boursière moyenne, la société n'est pas considérée comme étant modérément endettée vue l'importance de ses charges financières (sous forme d'intérêts qu'elle devra payer aux prêteurs) et par conséquent ne pourra pas être retenue pour faire partie de l'indice boursier islamique.

✓ **Le ratio N°2 (R2) :**

$$\frac{\text{Total des créances}}{\text{Capitalisation boursière moyenne des 12 derniers mois}}$$

Pour ce ratio, les créances prises en compte sont à la fois celles courantes et à long terme. La société ne doit pas avoir un niveau de créance dépassant 33% de sa capitalisation boursière moyenne. Si la majorité des actifs de la société est sous forme de créances, l'actif circulant de l'entreprise se trouve majoritairement dominé par des flux de trésorerie avec le risque que ces créances soient irrécouvrables (AL GAMAL 2006).

✓ **Le ratio N°3 (R3) :**

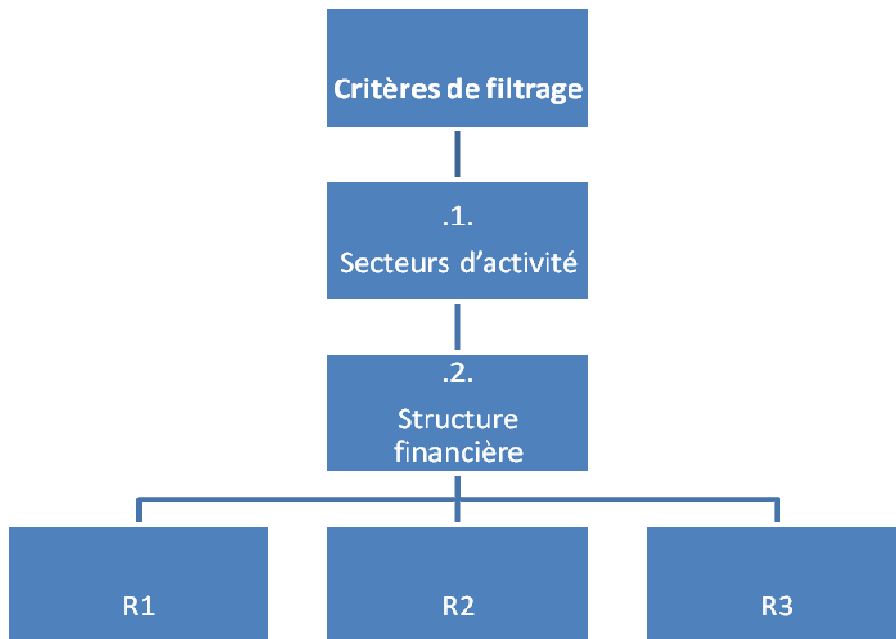
$$\frac{\text{Liquidités et titres pouvant rapporter des intérêts}}{\text{Capitalisation boursière moyenne des 12 derniers mois}}$$

Les liquidités sous-entendent les disponibilités en caisse ou déposées en compte bancaire. Alors que les titres pouvant rapporter des intérêts sont les titres et les valeurs de placement à court terme.

La raison d'être de ce critère de tri est double. Premièrement, afin d'éliminer les firmes dont l'une des principales activités consiste à placer des liquidités sous forme de dépôts bancaires ou d'instruments financiers (significatifs au seuil de 33%), et qui permettent de générer des produits de placement sous forme d'intérêts. La deuxième raison est d'éviter d'investir dans des sociétés dont les actifs seraient majoritairement représentés par des liquidités, ce qui reviendrait à acheter non pas une action mais des liquidités directement.

Le schéma suivant résume les critères de filtrage des valeurs en finance islamique :

Figure1 : Processus de filtrage des valeurs en finance islamique



IV. APPLICATION DES CRITERES DE FILTRAGE

Dans la suite de cet article, nous allons essayer d'appliquer les critères aux sociétés du CAC40 et du SBF 250.

Le CAC 40 (Cotation Assistée en Continu 40) est le principal indice boursier des sociétés cotées sur Euronext Paris ; il est calculé à partir des cours boursiers des 40 sociétés les plus importantes sur la Place de Paris.

Le SBF 250 (Société des Bourses Françaises 250) est un indice plus large calculé à partir des cours de 250 sociétés sélectionnées en fonction de leur importance et leur représentativité sectorielle de l'économie française.

IV.1. Données et méthodologie :

Pour obtenir des données, nous avons utilisé la base de données Factset® et nous avons choisi le 31/12/2007 comme date de référence.

Notre échantillon initial est composé des 40 valeurs composant le CAC40 et des 250 valeurs du SBF 250.

La méthodologie que nous allons poursuivre sera la même que celle utilisée pour déterminer les valeurs faisant partie du DJIMI, elle va consister d'abord à sélectionner des valeurs en fonction du secteur d'activité (selon la nomenclature ICB), pour passer ensuite à l'application des différents ratios financiers.

Pour obtenir la capitalisation boursière moyenne, nous avons calculé la moyenne arithmétique des capitalisations boursières durant une année civile (du 01/01/2007 au 31/12/2007) pour chaque société analysée¹¹.

Quant au montant des dettes, nous avons eu recours à l'ensemble des engagements de chacune des sociétés. Il s'agit des dettes à court, à moyen et à long terme, information disponible dans la rubrique « total des dettes » de la base de données Factset ®.

¹¹ Pour la société Suez environnement qui vient d'être introduite en bourse en Juillet 2008, nous avons opté pour le cours moyen depuis la cotation \times le nombre de titres.

IV.2. Résultats

▪ Le CAC40

La première sélection des valeurs du CAC 40 en fonction du secteur d'activité nous permet d'éliminer 10 sociétés (25% des valeurs) qui sont répartis comme suit :

Valeurs	Code ICB
Accor SA	5753
AXA SA	8532
BNP Paribas SA	8355
Carrefour SA	5337
Crédit Agricole	8355
Danone	3577
Dexia SA	8355
Pernod Ricard SA	3535
Société Générale	8355
Vivendi	5553

Après ce premier tri, l'application des ratios R1, R2 et R3 relatifs à la structure financière des sociétés restantes consiste à ne retenir que celles dont ces ratios sont inférieurs à 33%.

Le ratio N°1 qui traduit le niveau d'endettement de la société, nous permet de ne garder que celles modérément endettées. Ainsi, les 13 valeurs suivantes seront éliminées :

Valeurs	R1
Air France-KLM	92.33%
Bouygues SA	38.59%
France Telecom	71.22%
Lafarge SA	46.49%
Lagardère	42.62%
Peugeot SA	231.40%
PPR SA	51.34%
Renault SA	95.99%
Saint Gobain	40.87%
Suez Environnement SA	93.12%
Unibail-Rodamco	63.69%
Veolia Environnement SA	70.50%
Vinci SA	82.07%

L'application du ratio N°2 aux 17 valeurs restantes, nous permet d'éliminer les 2 valeurs suivantes :

Valeurs	R2
Alstom SA	41.44%
Cap Gemini SA	34.31%

A. El Khamlichi – L'investissement en bourse

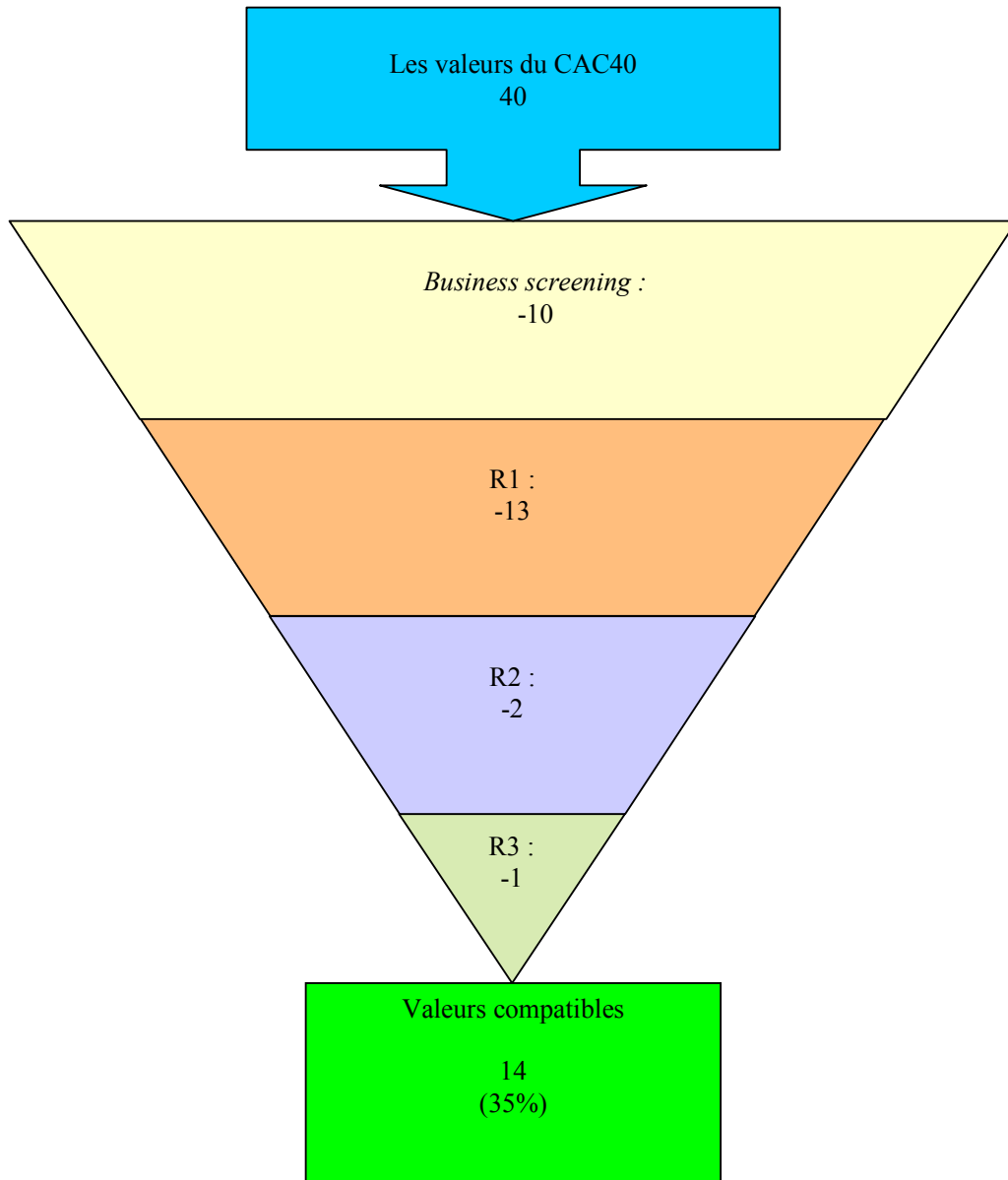
L'application du ratio N°3 aux 15 valeurs restantes nous permet d'éliminer une seule valeur dont le R3 est supérieur à 33% :

Valeurs	R3
Eads	48.75%

Finalement, nous aboutissons à une liste des 14 valeurs compatibles selon les règles de filtrage utilisées par le comité *Charia* du DJIMI :

Valeurs	Code ICB	R1	R2	R3
Air Liquide SA	1353	23.81%	12.61%	3.23%
Alcatel-Lucent	9578	25.64%	25.02%	26.77%
ArcelorMittal	1757	32.67%	10.18%	8.65%
Électricité de France	7535	21.88%	17.38%	14.33%
Essilor Intl	4537	5.16%	6.93%	8.02%
GDF Suez	7575	16.70%	24.21%	9.02%
LVMH	3763	13.67%	6.26%	3.79%
Michelin	3357	32.23%	26.85%	2.63%
Oréal (L')	3767	6.37%	5.31%	2.00%
Sanofi-Aventis SA	4577	6.80%	7.83%	1.98%
Schneider Electric SA	2733	27.01%	18.51%	5.77%
Stmicroelectronics	9576	12.76%	12.17%	16.50%
Total SA	537	14.69%	19.81%	5.16%
Vallourec SA	2757	6.21%	10.80%	8.46%

En résumé, le schéma suivant synthétise l'ensemble des étapes de filtrage des valeurs du CAC 40 et le processus qui nous a permis de sélectionner les valeurs compatibles :



A. El Khamlichi – L'investissement en bourse

En effet, en cas de lancement d'un indice boursier islamique à partir du CAC 40, cet exercice donne une idée de la façon selon laquelle seront choisies les valeurs qui vont le constituer. Ce résultat n'est pas définitif parce que les données des entreprises sont amenées à changer régulièrement.

▪ **Le SBF 250**

De la même façon et en suivant la même démarche que celle utilisée pour le CAC 40, nous avons procédé à la vérification de la conformité des 250 valeurs du SBF 250. D'abord, le *business screening* nous a conduits à éliminer 69 sociétés (27.6% des 250 valeurs).

Après le calcul du ratio R1 pour les sociétés restantes, nous avons éliminé 73 valeurs (29.2% des valeurs du SBF 250).

L'application du ratio R2 aux valeurs restantes après le 2^{ème} tri, nous a permis de supprimer 24 sociétés, soit 9.6% des valeurs du SBF 250)

Le ratio R3 nous a permis d'éliminer 5 valeurs (soit 2% des valeurs du SBF 250) pour obtenir la liste suivante des 79 valeurs compatibles :

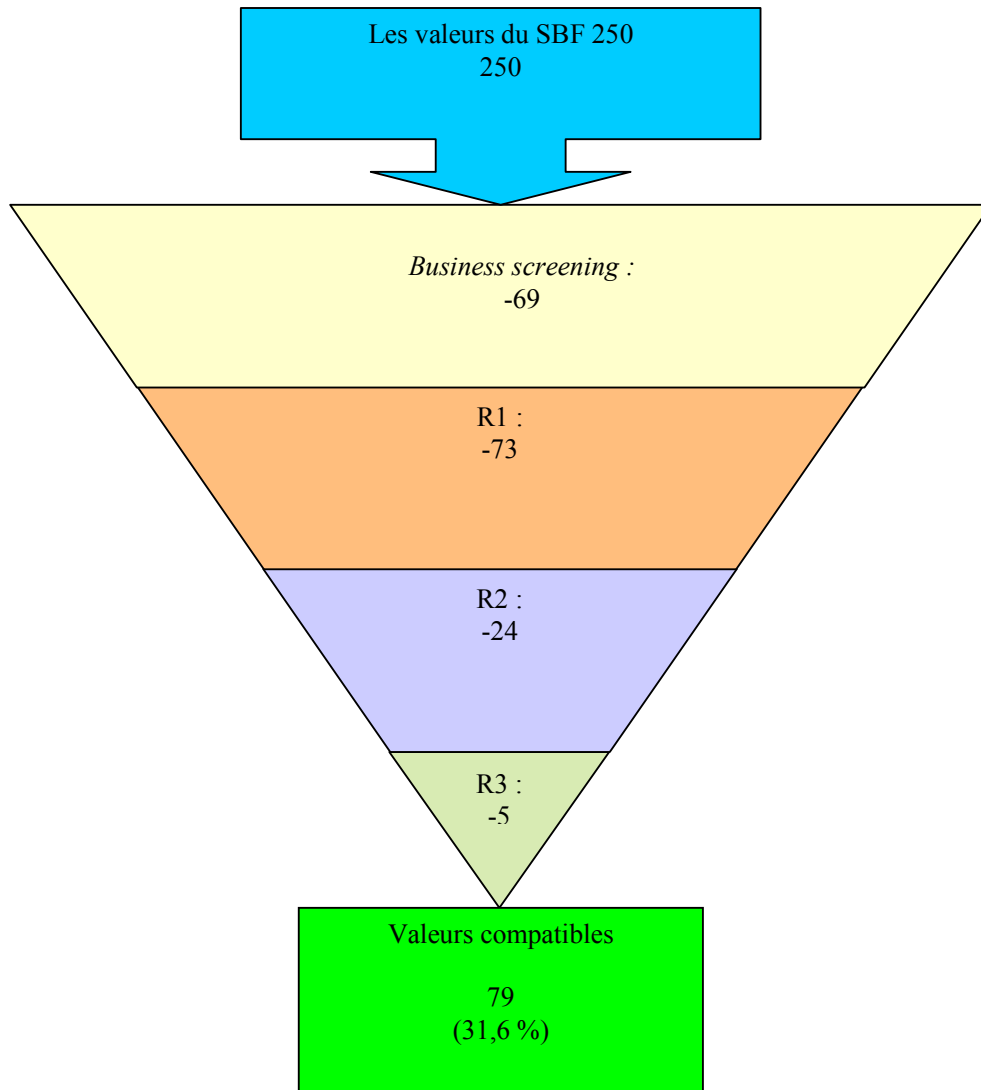
Valeur	Code ICB	R1	R2	R3
Aéroports de Paris SA	2777	31,43%	7,77%	7,04%
Air Liquide SA	1353	23,81%	12,61%	3,23%
Alcatel-Lucent	9578	25,64%	25,02%	26,77%
Ales Groupe SA	3767	11,08%	18,35%	6,13%
ArcelorMittal	1757	32,67%	10,18%	8,65%
Areva SA	7535	11,09%	19,64%	3,68%
Audika SA	4537	8,90%	3,76%	4,90%
Aurea (Auer)	2799	23,34%	6,28%	16,00%
Bastide Le Confort Medica	4533	6,09%	8,02%	0,45%
BIC	3724	1,98%	13,50%	8,44%
Biomerieux Inc	4535	1,50%	12,26%	2,07%
Boiron SA	4577	2,02%	17,53%	12,23%
Bureau Veritas	2791	17,93%	15,92%	3,58%
Camaieu SA	5371	5,20%	0,65%	5,85%
Carbone Lorraine	2733	31,17%	21,67%	4,14%
Catering International serv	2791	5,28%	29,04%	20,20%
Cegid Group	9537	19,37%	22,15%	1,14%
CGG Veritas	573	29,48%	14,72%	5,69%
Ciments Francais SA	2353	32,16%	17,16%	6,26%

Valeur	Code ICB	R1	R2	R3
Dassault Systemes	9537	4,07%	6,51%	12,74%
Delachaux S.A	2757	24,01%	18,28%	11,56%
Electricite de France	7535	21,88%	17,38%	14,33%
Eramet SA	1755	2,79%	14,79%	20,30%
Essilor Intl	4537	5,16%	6,93%	8,02%
Etam Developpement	5371	28,52%	10,14%	9,74%
Eurofins Scientific SA	4533	18,67%	14,90%	6,98%
Exel Industries	2753	2,91%	27,05%	19,19%
Gameloft SA	3747	0,04%	8,61%	3,43%
GDF Suez	7575	16,70%	24,21%	9,02%
Gemalto N.V.	2737	1,36%	23,98%	19,47%
Gifi SA	5373	28,31%	9,14%	8,22%
GL Trade SA	9537	13,96%	16,14%	6,56%
Guerbet SA	4577	18,22%	18,76%	2,28%
Hermes International	3763	0,89%	2,06%	6,07%
Hiolle Industries	2757	7,46%	30,06%	13,44%
ILIAD SA	9535	8,88%	3,35%	5,96%
Ilog SA	9537	0,10%	19,33%	23,78%
Infogrames Entertainment	3747	11,91%	17,22%	28,62%
Ingenico SA	2737	17,04%	21,38%	16,66%
Inter Parfums SA	3767	13,10%	20,19%	15,57%
Ipsen SA	4577	1,13%	7,59%	7,92%
LACIE SA	9572	1,12%	15,42%	27,85%
Lectra SA	9537	32,46%	32,14%	5,74%
LeGrand Holding SA	2733	30,42%	10,64%	3,33%
Linedata Services SA	9537	30,01%	31,55%	15,33%
LISI SA	3355	22,25%	15,99%	15,34%
LVL Medical Groupe SA	4533	5,32%	7,16%	2,50%
LVMH	3763	13,67%	6,26%	3,79%
Manitou	2753	3,20%	19,51%	8,27%
Manutan International SA	2797	1,32%	20,73%	28,84%
Metabolic Explorer	1357	1,05%	0,86%	32,18%
Metrologic Group	9537	0,01%	3,30%	32,10%
Michelin	3357	32,23%	26,85%	2,63%
Neopost SA	9574	19,01%	10,68%	4,78%
Nicox	4577	0,00%	0,61%	19,73%
Oréal (L')	3767	6,37%	5,31%	2,00%
Parrot	9578	0,51%	13,25%	9,43%

A. El Khamlichi – L'investissement en bourse

Valeur	Code ICB	R1	R2	R3
Pharmagest Interactive SA	9537	11,62%	8,74%	10,93%
Radiall SA	9578	21,40%	23,11%	26,59%
Recylex SA	1755	5,35%	14,74%	19,41%
Robertet Sa	1357	28,02%	26,29%	11,12%
Rubis	7573	31,22%	21,77%	15,68%
Sanofi-Aventis SA	4577	6,80%	7,83%	1,98%
Schneider Electric SA	2733	27,01%	18,51%	5,77%
Seche Environnement	2799	25,97%	10,01%	1,34%
Sechilienne Sidec	7537	32,22%	2,30%	3,49%
Soitec	9576	8,32%	4,69%	15,45%
Spir Communication SA	5557	17,21%	24,52%	2,46%
Stallergenes	4577	2,68%	4,10%	1,33%
Ste Internat Plants Heveas	1353	4,83%	8,19%	10,20%
Stmicroelectronics	9576	12,76%	12,17%	16,50%
Store Electronic Systems	2737	7,39%	17,46%	7,39%
Sword Group SA	9533	16,12%	22,95%	7,78%
Thermador Groupe	2797	0,00%	20,27%	1,88%
Total SA	5370	14,69%	19,81%	5,16%
UBI Soft Entert.	3747	4,12%	9,04%	11,67%
Vallourec SA	2757	6,21%	10,80%	8,46%
Vicat SA	2353	15,42%	13,26%	2,15%
Virbac	4577	11,17%	15,88%	1,94%

En résumé, les valeurs compatibles représentent 31,6% des valeurs du SBF 250, résultat obtenu selon le schéma suivant :



V. CONCLUSION

L'étude des critères de filtrage utilisés en finance islamique nous a permis de constater comment l'investissement en bourse conformément à la *Charia* obéit à une logique à la fois financière et extra-financière.

Ainsi, outre l'intérêt accordé au secteur d'activité de l'entreprise, le choix se fait en ayant recours à des ratios financiers pour ne retenir que les valeurs qui respectent, ou du moins qui sont les plus proches, des principes de la finance islamique.

Les critères de filtrage adoptés par le comité *Charia* du DJIMI restent les plus utilisés, mais n'échappent pas à des critiques quant à leur principe et concernant le choix de la capitalisation boursière comme base de comparaison.

L'application de ces normes de filtrage aux valeurs du CAC 40 et SBF 250 permet de conclure que les valeurs compatibles avec la *Charia* se situent dans une limite acceptable (35% pour le CAC 40 et 31,6% pour le SBF 250) comparable à 35,73% pour le Dow Jones World, mais inférieure aux valeurs compatibles du S&P 500 qui représentent 53,2% de l'indice de référence.

Nous signalons au final que cette application a été effectuée avec les données des sociétés à un moment donné et reste seulement à titre indicatif. Cet exercice permet de donner une première idée sur le résultat qu'un tel filtrage donnerait mais ne peut en aucun cas être considéré comme un résultat définitif compte tenu du fait que les données de la société peuvent être modifiées régulièrement.

En pratique, ce type de filtrage est effectué régulièrement. A titre d'exemple, le comité *Charia* du Dow Jones Islamic Market actualise chaque trimestre la composition de son indice islamique en établissant la liste des valeurs à inclure et de celles qui seront amenées à disparaître de l'indice faute de conformité.

BIBLIOGRAPHIE

AHMAD R. et ALBAITY M. (2006), « The performance of shariah and composite indices: Evidence from Kuala Lumpur Stock Market », Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1008840>

AHMED O.B. (2001), « Islamic equity funds : the mode of resource mobilization and placement », Background paper, Islamic Research and Training Institute, Jeddah.

ANWAR M. (1995), "An islamic perspective on capital markets and islamic securities in Malaysia", the pakistan development revue, part 2, pp.865-878.

DE BRITO C., DESMARTIN J-P, LUCAS-LECTIN V., PERRIN F. (2005), *L'investissement socialement responsable*, Economica-Paris

DOMINI A. et KINDER P. (1997), « Social screening : Paradigms old and new », *Journal of investing*, vol. VI-4

ELFAKHANI S.M, SIDANI Y.M. and FAHEL O.A. (2002), “An Assessment of the Performance of Islamic Mutual Funds”, School of Business, American University of Beirut.

ELGAMAL M.A (2006), *Islamic Finance: law, economics and practice*, New York, Cambridge University press, 221 pages.

ELGARI, M.A., (1993), "**Towards an Islamic Stock Market**", *Islamic Economics Studies*, Vol. 1 (1), pp. 1-21

FORTE G. et MIGLIETTA F. (2008), “Islamic mutual funds as faith-based funds in a socially responsible context” , available on line at:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1012813

GIRARD E. et HASSAN K. (2005), “Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes”, Electronic copy available at <http://www.fma.org/SLC/Papers/Faith-BasedEthicalInvesting.pdf>

GUERARD J.B, (1997): « Is there a cost on being socially responsible in investing? », *Journal of investing*, Summer 1997, (6) p. 40-45.

HADDAD M., HOMAIFAR G. , ELFAKHANI S., AHMADOV H. (2008), “Intertemporal test of beta stationarity performance of Islamic sector structured mutual funds”, working paper N°427, Economic Research Forum

HAKIM S. and RASHIDIAN M. (2002), “Risk and return of Islamic stock market indexes”, the international seminar of nonbank financial institutions, Kuala Lumpur Malaysia

HAKIM S. and RASHIDIAN M. (2004), “How costly is investors’ compliance to Charia?” 11th economic research forum annual conference, Sharjah, U.A.E.

HASHIM N. (2008), “The global FTSE Islamic and the risk dilemma”, American International University (AIUB) –Bangladesh.

HUSSEIN K.A. (2005), « Islamic investment: Evidence from Dow Jones and FTSE indices », *Islamic Research and Training Institute*.

HUSSEIN, K. and OMRAN M. (2005), “Ethical investment revisited: evidence from Dow Jones Islamic indexes”, *Journal of Investing* 14(3), pp. 105-119.

KHATKHATAY M.H. and NISAR S. (2007), « Investment in stocks: a critical review of Dow Jones Charia screening norms », International Conference on Islamic Capital Markets, Jakarta Indonesia.

NAUGHTON S. and NAUGHTON T. (2000), « Religion, ethics, and stock trading: the case of an Islamic equities market », *Journal of Business Ethics* 23: 145–159.

NISHAT M. (2002), “Experience of Equity-based Islamic Shares in Pakistan”, *The Pakistan Development Review*, 41:4 Part II, pp. 583–608

PASTRE O. and JOUINI E.(2008), « Enjeux et opportunités de développement de la finance islamique pour la place de Paris », Paris Europlace publications, http://www.paris-europlace.net/files/rapport_finance_islamique.pdf

RUIMY M. (2008), *La finance islamique*, Paris, Af arnaud franel éditions, 215 pages.

SAINT MARC G. (2008), « Le droit français est-il compatible avec la finance islamique? », *Revue Banque* N° 703, Juin 2008, pp.60-63.

SIAGH L. (2007), « *L'Islam et le monde des affaires* », Alger, Editions Alpha, 409 pages

YAQUBY N. (2000), “Participation and Trading in Equities of Companies whose Main Business is Primarily Lawful but Fraught with some Prohibited Transactions” Paper presented to the Fourth Harvard Islamic Finance Forum, October 2000.

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^{ère} 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 »¹.

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

¹ 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^{ème} 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 »¹. 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

¹ 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**¹ sur les différents aspects du dossier (aspects techniques, marketing, stratégiques, financiers,... contenus dans le plan d'affaires ou **business plan**².

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).

¹ **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.

² **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 :

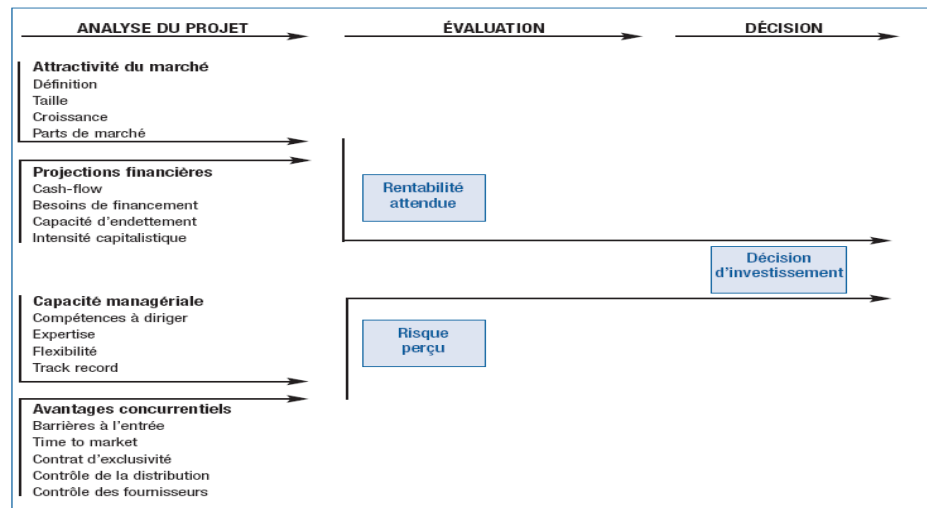
- L'institution financière interviewe l'entrepreneur qui présentera le dossier du projet avec toutes les pièces requises et parmi elles on trouve l'étude économique de faisabilité ;
- Le demandeur doit être mis au courant de toutes les modalités de la Moucharaka (ou de la Moudaraba) ;
- Le bureau d'études 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 projets¹



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.

¹ 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-risque¹

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

¹ 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 »¹ 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

^{1,2} 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 »². 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
- 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.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://fr.wikipedia.org>
- 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

LA BANQUE ISLAMIQUE DE DEVELOPPEMENT

Objectif :

L'objectif de la Banque Islamique de Développement est d'encourager le développement économique et le progrès social des pays membres et des communautés musulmanes, tant individuellement que collectivement, selon les principes de la *Chari'a*.

Fonctions :

La Banque a pour fonction de participer au capital des entreprises et d'accorder des prêts pour le financement des projets ainsi que de fournir aux pays membres une assistance financière sous d'autres formes pour leur développement économique et social. La Banque doit aussi créer et faire fonctionner, outre des fonds fiduciaires, des fonds spéciaux pour des objectifs spécifiques, y compris un fonds d'assistance aux communautés musulmanes dans les pays non membres.

La Banque est autorisée à accepter les dépôts et à mobiliser des ressources par toute autre forme. Il incombe également à la Banque la responsabilité d'aider à promouvoir le commerce international, particulièrement celui des biens d'équipement, de fournir une assistance technique aux pays membres, d'offrir des services de formation aux personnels qui se consacrent à des activités de développement dans ces pays et d'entreprendre des recherches susceptibles de rendre conformes à la *Chari'a* les activités économiques, financières et bancaires des pays musulmans.

Pays membres :

Les pays membres de la Banque sont actuellement au nombre de 56. La condition essentielle d'adhésion requise d'un pays candidat est d'être membre de l'Organisation de la Conférence Islamique (OCI) et d'accepter les conditions que le Conseil des Gouverneurs pourrait fixer.

Langue :

La langue officielle de la Banque est l'Arabe. L'Anglais et le Français sont utilisés comme langues de travail.

L'INSTITUT ISLAMIQUE DE RECHERCHES ET DE FORMATION (IIRF)

Objectif :

L'Institut a principalement pour objectif d'entreprendre des recherches qui permettront aux activités économiques, financières et bancaires des pays musulmans de se conformer à la *Chari'a*, et de fournir des services de formation au personnel exerçant des activités de développement économique dans les pays membres de la Banque.

Fonctions :

Les fonctions de l'Institut sont les suivantes :

- (a) Organiser et coordonner les recherches fondamentales et appliquées en vue d'élaborer des modèles et méthodes d'application de la *Chari'a* dans les domaines économique, financier et bancaire.
- (b) Assurer la formation et le perfectionnement de cadres spécialisés en économie islamique en vue de répondre aux besoins des organismes de recherche et d'application de la *Chari'a*.
- (c) Former le personnel exerçant des activités de développement dans les pays membres de la BID.
- (d) Créer un centre d'information chargé de collecter, systématiquement, et diffuser les renseignements nécessaires dans les domaines ayant trait à ses activités.
- (c) Entreprendre toutes autres activités qui sont de nature à contribuer à la réalisation de son objectif.

Siège de l'Institut :

L'Institut a son siège à Djedda, Royaume d'Arabie Saoudite.

Adresse :

Boite Postale 9201, Djedda 21413

Royaume d'Arabie Saoudite

Téléphone: 6361400

Fax: 6378927 / 6366871

Web Site: www.IRTL.org