

LES *SUKUK* SOUVERAINS : UNE RÉELLE ALTERNATIVE POUR LE FINANCEMENT DES INFRASTRUCTURES EN AFRIQUE SUBSAHARIENNE ?

GHASSEN BOUSLAMA*

411

Après avoir enregistré en 2016 son niveau le plus bas depuis plus de deux décennies, la croissance économique en Afrique subsaharienne connaît depuis le début de 2017 un net rebond (2,6 % de taux de croissance). Cela s'est accéléré avec la reprise qu'ont connue les principales économies du continent (Nigeria, Afrique du Sud et Angola) après le ralentissement brutal de 2016. Selon les dernières données de la Banque mondiale, plusieurs pays continuent de montrer une résilience économique en affichant un taux de croissance annuel supérieur à 5,4 % entre 2015 et 2017 (Côte d'Ivoire, Éthiopie, Kenya, Mali, Rwanda, Sénégal et Tanzanie). La Banque mondiale annonce également des prévisions optimistes pour les prochaines années, avec une croissance économique en Afrique subsaharienne qui devrait passer de 2,7 % en 2018 à 3,4 % en 2019 et qui s'établirait à 3,7 % en moyenne sur 2020-2021.

Pour qu'une telle croissance soit durable, le continent requiert inévitablement une industrialisation plus grande, qui nécessite elle-même un développement d'infrastructures, à la fois commerciales (centrales électriques et réseaux de distribution, routes, aéroports, ports ferroviaires et maritimes) et sociales (hôpitaux, écoles et projets agricoles). Le

* Professeur associé de finance, Neoma Business School. Contact : ghasсен.bousslama@neoma-bs.fr.

manque très important de ces infrastructures nécessite un investissement considérable. Selon la Banque mondiale, l'Afrique aurait besoin d'environ 90 Md\$ d'investissements annuels pour les dix prochaines années pour combler le déficit d'infrastructures et maintenir ainsi sa trajectoire de croissance.

Jusqu'à présent, la majorité des pays africains comptaient largement sur le revenu fiscal pour le financement de leurs budgets de développement et d'infrastructures. Mais depuis peu, à cause de la baisse des cours des denrées alimentaires et des prix des produits de base affectant les industries extractives, les gouvernements africains reçoivent aujourd'hui beaucoup moins de revenus de leur base traditionnelle de ressources naturelles. La baisse du cours du pétrole avec la montée en puissance de l'exploitation du gaz de schiste aux États-Unis et le ralentissement de la croissance de l'économie chinoise qui boostait jusqu'à présent la demande des ressources africaines ont entraîné une baisse considérable des revenus de plusieurs pays africains.

Les gouvernements africains se sont toujours appuyés sur les bailleurs de fonds traditionnels, tels que les agences de crédit à l'exportation, les agences multilatérales, les institutions financières de développement, les banques commerciales et la participation du secteur privé pour financer leurs projets d'infrastructures. Cependant, ces sources de financement traditionnelles se font rares. Compte tenu du besoin de financement des infrastructures du continent, la nécessité de chercher activement des sources de financement alternatives est devenue plus que nécessaire. Plusieurs pays africains se sont donc tournés vers le marché des Eurobonds. Selon Standard Bank, le montant total des émissions d'Eurobonds en Afrique subsaharienne a enregistré en 2016 un record de 15 Md\$, dont 10,6 Md\$ ont été des émissions souveraines. D'un autre côté, au vu de la forte population musulmane en Afrique et l'abondance de liquidité dans certains pays du Golfe Persique, la finance islamique apparaîtrait aujourd'hui comme une alternative de financement plus que crédible pour le continent.

Certains pays africains se sont donc engagés depuis quelque temps dans l'ajustement de leur fiscalité et l'élaboration d'un cadre juridique adapté à l'émission d'instruments financiers islamiques, notamment les *Sukuk*. Cela permettrait de diversifier les sources de financement et faciliterait l'accès des investisseurs des pays du Golfe au financement des projets sur le continent moyennant des instruments conformes aux préceptes islamiques. En effet, avec les difficultés de lever des fonds sur les marchés financiers traditionnels, l'amenuisement des marges et le retour des inquiétudes relatives à un nouveau cycle d'endettement de l'Afrique, la finance islamique s'est imposée

aujourd'hui comme incontournable pour les pays africains qui semblent désormais déterminés à en faire une source de financement alternative.

Une obligation classique est basée sur un contrat de dette, la rémunération est donc assurée par des intérêts payés périodiquement, tandis qu'un *Sak* est un titre adossé à un actif tangible. La rémunération se fait par les revenus de l'actif. Ce sont donc des instruments financiers dont le sous-jacent doit correspondre à un actif économique tangible et identifiable, ce qui est naturellement adapté aux projets d'investissement de longs termes nécessaires au développement des infrastructures en Afrique. Cependant, si les émissions de *Sukuk* sur le continent africain restent à ce jour assez marginales, les perspectives de croissance sont très prometteuses pour cette niche qui constituerait une nouvelle source de financement.

L'objectif de cet article est de mettre en lumière les avancées réalisées en Afrique subsaharienne en matière d'émission de *Sukuk* souverains et d'étudier les avantages et les apports potentiels de ce type d'instruments en termes de financement des projets d'infrastructures sur le continent. Cet article se décompose de la manière suivante. Tout d'abord, il définit les *Sukuk* et présente les principales spécificités par rapport à une obligation conventionnelle. Il propose ensuite un état des lieux des avancées réalisées au niveau des émissions des *Sukuk* souverains en Afrique. Ensuite, il analyse les principaux avantages de ces instruments pour un émetteur souverain. Enfin, il présente les défis, juridiques et fiscaux, qui devront être relevés afin de faciliter l'adoption de ce type d'instruments alternatifs en Afrique subsaharienne.

413

LES SUKUK : DÉFINITION ET PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES

Le *Sak*, singulier du mot arabe *Sukuk*, est un instrument financier islamique. À ce titre, les *Sukuk* doivent être compatibles avec la loi islamique qui interdit notamment la perception et le paiement des intérêts. Selon la définition de l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution (AAOIFI), les *Sukuk* sont des « certificats de valeur égale représentant des parts indivises dans la propriété des actifs tangibles, usufruit et service ou dans la propriété des actifs d'un projet ou d'une activité d'investissement ». Le *Sak* est donc un titre qui confère un droit de propriété ou de copropriété, directement ou indirectement via un mandat, sur les actifs d'un émetteur. Le porteur d'un tel certificat reçoit une partie du profit attaché au rendement de l'actif sous-jacent. La rémunération versée aux porteurs de *Sukuk* devra donc être directement liée à la performance de l'actif ou de l'activité sous-jacente.

La toute première forme d'un titre financier assimilé aux *Sukuk* modernes remonte à 1983, quand le gouvernement malaisien a émis une obligation souveraine connue sous le nom de *Government Investment Certificate* (Zulhibri, 2015), basée sur le principe d'un crédit sans intérêts (*Qard al-hassan*). Mais les *Sukuk* n'ont été largement diffusés qu'après la décision du Conseil islamique de jurisprudence de l'Organisation de la coopération islamique en février 1988. Deux ans après, les premiers *Sukuk* ont été émis en Malaisie par Shell MDS.

Assimilées généralement à des obligations conventionnelles, les *Sukuk* sont souvent structurés d'une manière similaire aux ABS (*asset-based securities*). Durant la durée de vie de l'instrument, les avantages et les risques des actifs sous-jacents reviennent aux détenteurs de *Sukuk*. Ces derniers perçoivent donc une part des revenus générés. C'est essentiellement les caractéristiques de cette rémunération qui donne à ces instruments une certaine similarité avec les obligations conventionnelles. Les porteurs de *Sukuk* sont également exposés au risque de l'actif sous-jacent au *prorata* de ce qu'ils détiennent. Cette spécificité les différencie des obligations conventionnelles (cf. tableau 1).

Tableau 1
Comparaison entre les *Sukuk* et les obligations conventionnelles

<i>Sukuk</i>	Obligation
Les actifs sous-jacents titrisés dans une émission de <i>Sukuk</i> doivent être licites au regard de la <i>Sharia</i> .	L'obligation peut être émise pour financer presque n'importe quel type d'activité tant qu'elle est légale dans sa juridiction.
Les détenteurs de titres <i>Sukuk</i> sont liés aux dépenses et aux risques relatifs aux actifs sous-jacents.	Les détenteurs d'obligations ne sont pas concernés par les dépenses et les risques sur les actifs sous-jacents de l'émetteur.
Dans les <i>Sukuk</i> , on ne retrouve pas de relation classique « créancier/débiteur », mais les porteurs de <i>Sukuk</i> s'exposent aux risques liés aux actifs titrisés.	Dans une obligation, la relation entre l'émetteur et le souscripteur est quasi identique à celle d'un créancier et d'un débiteur (prêt d'argent) dans laquelle il y a versement d'intérêts (<i>riba</i>).
Ni le capital, ni le rendement ne peuvent être garantis contractuellement.	Le capital et le rendement sont contractuellement garantis.
Les <i>Sukuk</i> représentent des participations dans des actifs existants et/ou bien définis.	Les obligations représentent des dettes pures dues par l'émetteur.
La vente d'un <i>Sak</i> représente en général la vente d'une part d'un actif.	La vente d'une obligation est essentiellement la vente d'une dette. C'est un titre de créance représentatif d'un emprunt.

Source : Autorité marocaine du marché des capitaux (2012).

On distingue deux types de *Sukuk* : les *Sukuk* non garantis (*asset-backed*) et les *Sukuk* garantis (*asset-based*). La principale différence entre les deux types réside dans le transfert réel et la détention des actifs par la structure *ad hoc* (*special purpose vehicle*, *SPV*)

représentant les investisseurs (cf. tableau 2). En effet, les *Sukuk* font intervenir trois parties prenantes : l'émetteur ; la structure *ad hoc* (SPV) et les détenteurs des *Sukuk*. Plusieurs structures de *Sukuk* existent, quatorze formes différentes selon l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. Les formes les plus utilisées sont les *Sukuk Al-Ijara*, les *Sukuk Al-Murabaha*, les *Sukuk Al-Wakala* et les *Sukuk Al-Mudharba*.

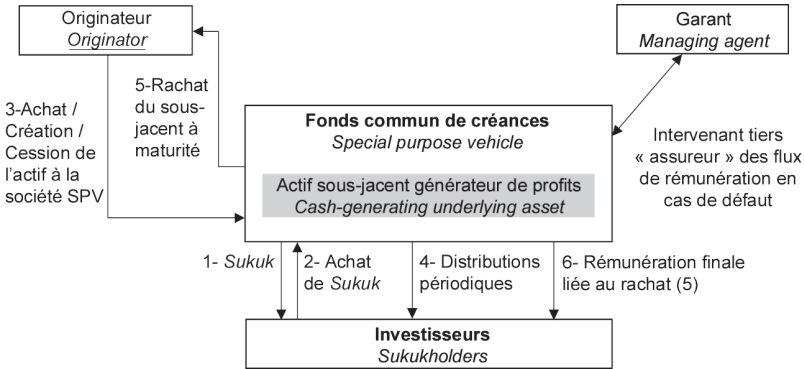
Tableau 2
Distinction entre les *asset-backed* et les *asset-based Sukuk*

<i>Asset-backed Sukuk</i>	<i>Asset-based Sukuk</i>
Il y a un transfert réel des actifs qui sont sortis du bilan de l'initiateur.	Seul le droit sur le revenu des actifs est titrisé.
Les détenteurs de <i>Sukuk</i> ont donc uniquement un droit de recours sur les actifs et non sur l'initiateur.	L'initiateur conserve la propriété légale des actifs qui restent enregistrés dans son bilan.
En cas de défaut de l'initiateur, seul les détenteurs de <i>Sukuk</i> ont un droit de recours sur les actifs du <i>Sukuk</i> .	De ce fait, en cas de défaut, les détenteurs ont le même droit de recours sur ces actifs que les autres créanciers, et peuvent ne récupérer que partiellement leur principal.

Source : adapté de Zulkhibri (2015).

Les *Sukuk* souverains les plus répandus sont les *Sukuk Al-Ijara* qui s'appuient sur un contrat de *leasing* islamique (Mohamad *et al.*, 2015). La structure de ces *Sukuk* vise à répliquer les flux financiers d'une obligation conventionnelle, alors même qu'aucun taux d'intérêt n'est appliqué. D'où la référence à une obligation malgré les différences fondamentales entre ces deux instruments (cf. tableau 2). Dans ce type de *Sukuk*, par exemple, les loyers sont l'équivalent des coupons périodiques. Ces derniers sont souvent indexés à une référence conventionnelle telle que le Libor augmenté d'un pourcentage, ce qui attribue aux porteurs de *Sukuk* une rémunération fixe ou flottante. Il faut également noter que le montant de l'émission de ces *Sukuk* est limité à la valeur des actifs sous-jacents. Selon les juristes, l'utilisation d'un indice conventionnel est tolérée tant que cet indice est utilisé seulement comme un *benchmark*. Ce qui est indispensable d'un point de vue islamique, c'est le fait que la rémunération des porteurs de *Sukuk* soit liée à la performance économique du projet ou du service financé par les *Sukuk*. Il ne faudrait pas que cette rémunération soit une manière pour payer un intérêt déguisé calculé en pourcentage de la valeur nominale du *Sak* comme ce qui se fait dans le cas d'une obligation conventionnelle. Afin d'illustrer la structure d'un *Sak*, on détaillera ci-dessous les différentes étapes, les flux et les parties prenantes impliquées dans les *Sukuk* (cf. schéma *infra*).

**Schéma
Structure générale de Sukuk**



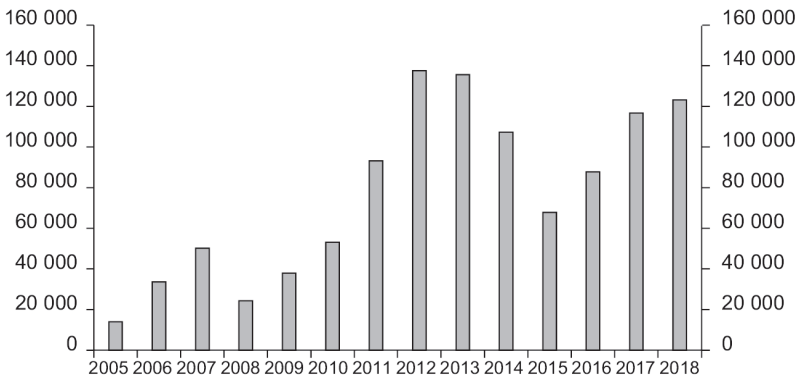
Source : Al-Khawarizmi Group (2012).

LE MARCHÉ DES SUKUK SOUVERAINS

En dix ans, le marché des *Sukuk* a connu une croissance vertigineuse (cf. graphique 1). Selon l'International Islamic Financial Market (2019), le montant des émissions de Sukuk avoisinait 123,15 Md\$ en 2018, une augmentation de 5 % par rapport à 2017 (116,7 Md\$). Si les émissions de *Sukuk* ne représentent à l'heure actuelle que moins de 2 % du marché mondial des Eurobonds, le potentiel de croissance est encore considérable et le continent africain devrait en profiter.

416

**Graphique 1
Total des émissions de Sukuk, 2005-2018
(en M\$)**

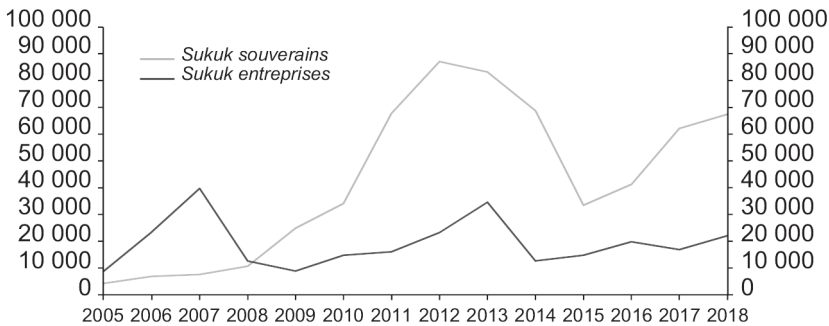


Source : International Islamic Financial Market (2019).

Nous constatons depuis 2009, un nombre d'émissions de *Sukuk* souverains qui dépasse largement les *Sukuk* émis par les entreprises et

les institutions financières (cf. graphique 2 *infra*). La première émission souveraine a été réalisée en septembre 2001 par la Bahrain Monetary Agency. Depuis, les émissions de *Sukuk* souverains se sont multipliées, majoritairement par les pays du Golfe et la Malaisie. D'autres émissions ont été également réalisées par des émetteurs souverains non musulmans tels que le Luxembourg et le Royaume-Uni. Comme sur le marché des obligations conventionnelles, les émissions de *Sukuk* souverains servent à établir une courbe de taux de référence nécessaire au développement des marchés de capitaux et facilitant l'émission des dettes privées.

Graphique 2
Émissions de *Sukuk* souverains versus *Sukuk* privés, 2005-2018



Source : International Islamic Financial Market (2019).

Dans le même sens, le marché africain des obligations islamiques a connu ces dernières années un accroissement du nombre des émissions souveraines par plusieurs pays africains comme le Sénégal, la Côte d'Ivoire, le Togo, la Mauritanie, le Mali, le Maroc et l'Afrique du Sud. D'autres pays ont également annoncé leur attention d'émettre ces instruments dans les prochains mois, notamment la Tanzanie, le Kenya et la Tunisie. Cependant, avec un peu moins de 1 % du volume mondial, le marché des *Sukuk* en Afrique reste encore au stade embryonnaire (cf. tableau 3 *infra*) et marqué à l'heure actuelle par une absence totale d'émissions privées.

Bien que la Gambie et le Soudan aient déjà émis depuis plusieurs années (cf. tableau 4 *infra*) des obligations islamiques à court terme dans leurs propres devises, les succès des émissions souveraines réalisées en 2014 par le Sénégal et l'Afrique du Sud ont démontré que ces instruments peuvent être une alternative de financement crédible pour les États africains.

C'est le Soudan qui fut le premier pays africain à s'y lancer en 2007, à une époque où la finance islamique sur le continent n'intéressait pas

encore les gouvernements africains. Plus récemment, l'Afrique du Sud est devenu le troisième pays non musulman après Hong Kong et le Royaume-Uni à avoir émis un *Sak* souverain. Le pays a émis en septembre 2014 un *Sak Al-Ijara* pour 500 M\$ avec un taux de 3,9 %. Cette émission a connu une forte demande, souscrite plus de quatre fois. Il faut souligner que c'est la deuxième émission en dollar réalisée par un pays africain sur le marché international des *Sukuk*, après celle réalisée par le Soudan (cf. tableau 5), toutes les autres ont été réalisées en devise locale.

Tableau 3
Nombre de *Sukuk* souverains émis en Afrique, janvier 2001-janvier 2019

Pays	Nombre de <i>Sukuk</i>	Montant (en M\$)
Gambie	210	136
Côte d'Ivoire	2	460
Nigeria	3	459
Sénégal	2	445
Afrique de Sud	1	500
Soudan	28	19,378
Togo	1	245
Mali	1	285
Total	248	2 549,378

Source : Bloomberg, janvier 2019.

Tableau 4
Nombre de *Sukuk* émis à court terme (12 mois)
en Afrique, tout type de devise,
janvier 2001-décembre 2016

Pays	Nombre de <i>Sukuk</i>	Montan (en M\$)	% du volume mondial
Gambie	210	136	0,04 %
Soudan	14	16 254	4,64 %
Total	224	16 390	4,7 %

Source : International Islamic Financial Market (2017).

Tableau 5
Émissions internationales de *Sukuk* en Afrique, 2001-2016

Pays	Nombre de <i>Sukuk</i>	Montant (en M\$)	% du volume mondial
Afrique du Sud	1	500	0,28 %
Soudan	1	130	0,07 %
Total	2	630	0,35 %

Source : International Islamic Financial Market (2017).

Depuis 2014, plusieurs pays d'Afrique de l'Ouest ont bénéficié du soutien de la Société islamique de développement, la filiale de la Banque islamique de développement dédiée au secteur privé. Cela a ouvert la porte à d'autres pays qui commencent à y songer, notamment les pays de l'Afrique de l'Est, qui ont commencé à étudier ou à adopter des modifications légales et réglementaires afin de créer un cadre juridique permettant d'accueillir la finance islamique et ses obligations conformes à la *Sharia*.

LES ÉMISSIONS DES SUKUK SOUVERAINS EN AFRIQUE DE L'OUEST

La Mauritanie a déjà affiché son ambition à développer le marché des *Sukuk* depuis 2012. Les efforts menés depuis ont finalement abouti en mai 2017 à l'émission des premiers bons du Trésor islamiques. Selon la Banque centrale de Mauritanie, cette émission s'appuierait dans un premier temps sur les marchés de matières premières, avec comme double objectif de lever des fonds pour le financement de l'État et diversifier l'offre des banques, qu'elles soient islamiques ou conventionnelles, en mettant à leur disposition un instrument pour la gestion de leurs excédents de liquidités. Le Nigeria n'est pas en reste. Le pays a également connu trois émissions de *Sukuk*. L'environnement réglementaire et législatif en matière de finance islamique est très avancé au Nigeria. En 2009, le pays a mis en place un cadre légal qui réglemente l'exercice des banques islamiques et la Banque centrale nigérienne possède aujourd'hui un comité consultatif composé d'experts du domaine. L'Autorité de contrôle des marchés financiers (*The Security Exchanges Commission*) a également émis des recommandations pour la gestion des fonds islamiques et l'émission des *Sukuk*.

419

Sur les huit pays de l'UEMOA (Union économique et monétaire ouest-africaine), quatre ont déjà succombé à la fièvre des *Sukuk* (Togo, Sénégal, Mali et Côte d'Ivoire) et deux autres ont déjà annoncé leur attention d'en émettre (Niger et Burkina Faso). L'ensemble de ces émissions (cf. tableau 6 *infra*) ont été structurées sous le sceau du même arrangeur, la Société de développement du secteur privé. Cette même institution a organisé en janvier 2017 la consultation régionale pour l'élaboration d'une « loi modèle *Sukuk* » au siège de la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest. L'objectif affiché par la Banque islamique de développement est l'harmonisation des pratiques d'émission de *Sukuk* au niveau des pays membres de cette institution.

L'UEMOA s'est dotée depuis 2013 de l'Agence UEMOA-Titres dont la vocation est d'apporter son concours aux États de l'Union pour mobiliser sur les marchés de capitaux les ressources nécessaires au financement de leurs politiques de développement économiques à des

coûts maîtrisés. Cela constitue pour les pays de l'Afrique de l'Ouest un instrument essentiel qui pourrait accroître le nombre d'émissions de *Sukuk* dans les années à venir. En effet, cette agence est chargée d'identifier les modalités les plus appropriées pour mobiliser les ressources financières pour le financement des États sur les marchés régionaux et internationaux de capitaux.

Tableau 6
Les émissions des *Sukuk* souverains en Afrique de l'Ouest, 2011-2018

Pays	Type de <i>Sukuk</i>	Montant (en Md\$)	Devise	Maturité (années)	Taux	Date d'émission
Sénégal	<i>Ijara</i>	100	CFA	4	6,5 %	2014
Cote d'Ivoire	<i>Ijara</i>	150	CFA	5	5,75 %	2015
Cote d'Ivoire	<i>Ijara</i>	200	CFA	5	5,75 %	2016
Sénégal	<i>Ijara</i>	150	CFA	10	6 %	2016
Togo	<i>Ijara</i>	150	CFA	10	6,5 %	2016
Mali	<i>Ijara</i>	150	CFA	7	6,25 %	2018

Source : Bloomberg, juillet 2019.

Bien que relativement petites et en monnaie locale, toutes les émissions de *Sukuk* réalisées dans la région ont été sursouscrites. L'Afrique de l'Ouest a donc montré qu'il y a une appétence pour la dette africaine malgré le sentiment de risque qui a dominé ces derniers mois. En effet, certains fonds et investisseurs ont évité l'Afrique ces derniers temps à cause de la chute des prix des produits de base, une croissance économique plus lente, la sécheresse et l'instabilité politique dans plusieurs pays du continent. Dans ce contexte, les émissions d'Eurobonds des pays africains, par exemple, ont été rares en 2017, tandis que les rendements des Eurobonds existants augmentent.

Le Sénégal avait été le premier pays de l'UEMOA à avoir émis des *Sukuk* en 2014 d'un montant de 100 milliards de francs CFA sur quatre ans pour un taux de rendement de 6,25 %. Ces *Sukuk* avaient comme sous-jacent trois immeubles appartenant à l'État sénégalais. En 2016, le Sénégal réédite l'opération en levant 150 milliards de francs CFA offrant une marge annuelle de profit de 6 % avec une maturité de dix ans. L'actif sous-jacent consiste en l'usufruit d'une partie de l'aérogare de l'aéroport international Léopold-Sédar-Senghor du Sénégal (115 hectares). La valeur de l'actif *Sukuk* est évaluée à 250 milliards de francs CFA.

Depuis, le rythme d'émissions de *Sukuk* dans la région n'a cessé de s'accroître. En novembre 2015, la Côte d'Ivoire emboîte le pas en structurant une première levée de fonds via des *Sukuk Al-Ijara* d'un montant total de 150 milliards de francs CFA pour un taux de 5,75 % sur la période 2015-2020. La deuxième tranche de 250 milliards de

francs CFA avait été souscrite en août 2016 pour la période 2016-2023 avec le même taux. Ce deuxième emprunt a été adossé à une partie du patrimoine immobilier de l'État.

Le Togo est le troisième pays de la zone à avoir émis des obligations islamiques. Cette première levée de fonds a été réalisée en août 2016 pour un montant de 150 milliards de francs CFA sur dix ans et avait recueilli 156 milliards de francs CFA. Le Mali est le quatrième de la liste des pays de l'UEMOA à en avoir émis. Ces *Sukuk*, de type *Al-Ijara*, émis par l'État du Mali en février 2018, offrent un taux de 6,25 % et serviront à financer des projets de logements sociaux à N'Tabacoro, une partie de la commune de Kati dans le sud-ouest du pays.

En octobre 2016, le Sénégal, le Togo et la Côte d'Ivoire ont admis leurs *Sukuk* à la cotation sur la Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM) d'Abidjan. Avec l'équivalent de 1,2 Md\$ d'obligations islamiques ainsi cotées, la BRVM devient la première place financière pour les *Sukuk* sur le continent africain, devançant ainsi Khartoum (130 M\$). Au-delà de rendre les titres liquides sur le marché, l'ambition affichée par les pays de la zone CFA est de rendre le marché très attractif pour les prochaines émissions. D'autres pays de la même zone projettent d'émettre des *Sukuk* et se sont engagés dans des réformes fiscales et réglementaires afin d'accélérer ces opérations, notamment le Burkina ou le Niger qui a déjà signé un accord avec la SID pour l'émission de *Sukuk* dans les prochains mois.

421

LES ÉMISSIONS DE SUKUK SOUVERAINS EN AFRIQUE DE L'EST

Ayant comme ambition d'asseoir son positionnement en tant que *hub* de la finance islamique dans la région de l'Afrique de l'Est, le Kenya a promulgué en 2016 la loi sur l'octroi des licences et la réglementation des activités d'assurance islamique. Le pays a réaffirmé cet intérêt en rejoignant à la mi-décembre 2016 l'International Financial Services Board et depuis le début de 2018, il est devenu membre de l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. Le gouvernement a pris également des nouvelles mesures dans son budget 2017-2018 qui permettent d'uniformiser la réglementation visant à différencier les transactions financières islamiques et celles relevant de la finance conventionnelle. Parmi ces principales mesures, une modification de la loi sur la gestion des finances publiques qui permet au gouvernement d'émettre des *Sukuk* ainsi que l'exemption de la TVA pour les particuliers, les entreprises et les entités gouvernementales ayant recours à la finance islamique.

Les premières expériences de ce pays dans le secteur datent déjà de 2015 avec la commercialisation par la Barclays Bank d'un compte courant islamique « *Lariba current account* » par le biais d'une fenêtre islamique, suivie de près par KCB Banque qui a lancé le compte « KCB Amana ». Cette volonté d'accélérer le développement de cette niche s'est également manifestée par la signature en mars 2017 d'un *mémoire* d'entente entre la Nairobi Securities Exchange (NSE), l'Autorité kényane de régulation des marchés des capitaux et la Qatar Stock Exchange pour la coopération bilatérale en matière de finance islamique. Le Kenya dispose à ce jour de deux banques islamiques (Gulf African Bank et First Community Bank) ainsi qu'un fournisseur de services d'assurance islamique (*Takaful Insurance of Africa*).

Les autres pays de la région ne sont pas en reste et la majorité entend mettre les bouchées doubles pour faire émerger ce secteur dans leur économie. Cela s'est manifesté par une participation active de plusieurs pays de la région, notamment du Rwanda, la Tanzanie, l'Érythrée, l'Ouganda ou encore l'Éthiopie, à la deuxième édition du Sommet de l'économie islamique d'Afrique de l'Est qui s'est tenu en avril 2017 à Nairobi.

422

Plusieurs avancées ont été déjà réalisées par de nombreux pays de la région en faveur de la finance islamique, notamment l'Ouganda qui a amendé en 2016 la loi sur les institutions financières en approuvant l'exercice légal des établissements financiers islamiques, comme les établissements de microfinance islamique, dans le but d'améliorer les revenus ruraux.

Le Djibouti, avec moins d'un million d'habitants, cherche également dans la finance islamique une nouvelle alternative aux ressources classiques. Le pays a déjà adopté en 2011 un cadre réglementaire spécifique à la finance islamique et a entamé des négociations avec la SID, filiale de la Banque islamique de développement, afin d'étudier l'émission de *Sukuk* souverains dans les prochains mois.

Le marché bancaire et financier islamique en Tanzanie semblerait aussi prometteur. Les premiers produits financiers islamiques dans ce pays datent de 2008 à la suite du lancement du compte Amana par la Kenya Commercial Bank (KCB) commercialisé à travers des fenêtres islamiques. Au jour d'aujourd'hui, il existe quatre banques offrant des services islamiques en Tanzanie, dont une banque islamique à part entière, Amana Bank, qui opère depuis novembre 2011. D'autres banques sont également impatientes d'entrer dans cette niche, environ cinq institutions de microfinance islamique travaillent déjà dans le pays et plusieurs compagnies d'assurance attendent le signal du régulateur afin de lancer le marché de Takaful. Cependant, pas de *Sukuk* annoncés par le gouvernement à ce jour.

Comme les autres pays voisins, la Banque centrale éthiopienne souhaite faire de la finance islamique un moyen de développement de l'inclusion financière, mais aussi de diversification économique. Des études sont toujours en cours afin de déterminer le niveau de la demande des produits financiers islamiques à travers le pays. Dans cette dynamique, la microfinance islamique occuperait une place privilégiée dans la stratégie de développement de cette finance alternative en Éthiopie. Cependant, malgré ces différentes avancées, aucune émission de *Sukuk* n'a été réalisée à ce jour en Afrique de l'Est.

UN SAK ÉMIS PAR UNE INSTITUTION TRANSNATIONALE : L'AFRICA FINANCE CORPORATION

Cette frénésie d'émission des *Sukuk* a également touché une institution transnationale, l'Africa Finance Corporation (AFC). Cette institution financière panafricaine spécialisée dans le développement multilatéral et le développement de projets a émis ses premiers *Sukuk* en janvier 2017. Initialement, l'institution a prévu de lever 100 M\$, mais signe du succès de l'opération, les *Sukuk* ont été souscrits de plus de deux fois, ce qui a permis au final de clôturer la transaction à 150 M\$ US et avec un carnet de commandes final d'une valeur d'environ 230 M\$.

423

Cette obligation islamique, de type Murabaha, représente les premiers *Sukuk* émis par une entité supranationale africaine. Notée A3 par l'agence Moody's, celle-ci dispose d'une échéance de trois ans et arrivera à terme le 24 janvier 2020. Ces *Sukuk* ont été proposés aux investisseurs internationaux à l'extérieur des États-Unis sur une base de placement privé et ont été logés aux Îles Caïmans. Environ 63 % des investisseurs ayant souscrit à cette obligation islamique provenaient d'Asie, 23 % du Moyen-Orient, 13 % d'Afrique et les autres régions représentent les 1 % restants.

Cette émission obligataire n'est pas la première expérience de financement islamique de l'AFC. Cette institution a déjà accepté en 2015 une offre de financement de 50 M\$ sur quinze ans de la part de la Banque islamique de développement afin de financer des projets de finance islamique dans de nombreux pays africains membres de la Banque islamique de développement.

LES AVANTAGES DES ÉMISSIONS DE SUKUKS SOUVERAINS

Le principal avantage des émissions souveraines se trouve dans la diversification géographique et institutionnelle des investisseurs. Les *Sukuk* émis par l'AFC et le Trésor sud-africain illustrent assez bien

cet aspect. Les premiers *Sukuk* émis en janvier 2017 par l'AFC pour trois ans ont attiré plus de 63 % de souscripteurs originaires du Moyen-Orient et d'Asie. À l'inverse, l'Eurobond émis en avril 2017 a attiré 29 % d'investisseurs d'Europe, 25 % des États-Unis, 24 % du Royaume-Uni, 18 % d'Asie et seulement 4 % du Moyen-Orient. Dans le même sens, les *Sukuk* émis en 2014 par le Trésor sud-africain pour 500 M\$ ont réussi à attirer 59 % d'investisseurs du Moyen-Orient et d'Asie, 25 % d'Europe et 8 % du Royaume-Uni, le reste sont originaires d'autres régions. Cependant, pour deux de ses émissions d'obligations conventionnelles réalisées plus tôt, 62 % des investisseurs étaient originaires des États-Unis, 19 % du Royaume-Uni, 17 % d'Europe et 2 % du reste du monde.

Les *Sukuk* sont des instruments permettant de financer des projets d'investissement en tenant compte de la propriété commune des actifs ou des services. L'ensemble des investisseurs participent aux résultats du projet, ce qui implique un partage des pertes et des profits. Dans ce sens, les *Sukuk* souverains permettent de financer les activités économiques sans considérer cette source de financement comme une dette pour l'émetteur, mais comme un partenariat entre émetteurs et investisseurs. Le rendement pour les détenteurs de *Sukuk* dépend de la performance des actifs sous-jacents. En ce sens, si l'État ne s'engage pas à garantir un revenu fixe aux détenteurs de *Sukuk*, cela réduirait considérablement le fardeau de la dette publique.

À partir de là, les *Sukuk* présentent un avantage de taille pour un émetteur souverain, à savoir la réduction de la dette publique (Abdelkafi et Bedoui, 2016 ; Altaieb et Alkhatib, 2016). En effet, la dette publique africaine pèse lourdement sur le budget des États et réduit la croissance du produit intérieur brut en remboursant la dette extérieure. Ainsi, au lieu d'émettre davantage d'obligations ou de contracter plus de dettes étrangères, les États africains peuvent compter sur leurs réserves d'épargne et leurs réserves bancaires nationales pour réduire le déficit budgétaire et réformer la situation économique.

Un autre avantage des *Sukuk* est d'améliorer l'investissement. L'accroissement des ressources financières et des fonds peut aider les pays à améliorer les investissements dans de nombreux secteurs, tels que les secteurs agricole et industriel, considérés comme des secteurs de long terme, au lieu de se concentrer sur le secteur de la consommation, considéré comme un secteur de court terme (Altaieb et Alkhatib, 2016). Dans ce domaine, les *Sukuk* se prêtent parfaitement au financement de projets d'infrastructures dont les flux générés pourraient être stables ou variables, comme, par exemple, les projets hydroélectriques. La stabilité des profits générés par l'exploitation d'un tel projet s'adapte particulièrement bien à l'émission de *Sukuk* qui prévoit la participation

des prêteurs aux bénéfices générés par l'actif financé. En fonction de la nature du *Sak*, les loyers ou les dividendes versés aux détenteurs de *Sukuk* auront la régularité des intérêts versés dans le cadre de prêts bancaires classiques. En cas de variation des prix de vente ou de la productivité, les détenteurs de *Sukuk* seraient prédisposés à accepter une évolution des flux reçus. Dans ce cadre, les *Sukuk* offrent une souplesse qui profite à la fois à l'emprunteur souverain et aux prêteurs.

S'il est bien structuré, le *Sak* peut être également une forme efficace de financement de type partenariat public-privé (PPP) grâce auquel le secteur public peut acheter ou céder le bail des actifs d'infrastructures financés par des capitaux privés. Dans ce cas, le secteur public jouerait un rôle de soutien auprès du secteur privé, ce qui inciterait ce dernier à investir davantage.

Fondés sur le principe de partage des profits et des risques, les *Sukuk* peuvent offrir d'autres avantages à l'émetteur souverain lui permettant de faire face aux différents défis auxquels est confronté le financement des infrastructures. Les *Sukuk* permettent le partage des risques entre un groupe d'investisseurs grâce à un mécanisme de titrisation. En effet, lier les *Sukuk* à la performance d'un actif sous-jacent en fait des titres adossés à des actifs offrant des investissements moins risqués.

Outre les avantages cités plus haut, les obligations islamiques présenteraient aussi une réelle valeur ajoutée en termes de réduction des risques de corruption et de détournement de fonds, particulièrement pour des émissions de type *Al-Ijara* (*leasing* islamique). La création d'une entité *ad hoc* qui gère les actifs sous-jacents financés par les *Sukuk* et l'intermédiation entre l'émetteur et les détenteurs des *Sukuk* permet de garantir la transparence de l'opération et la traçabilité des flux échangés entre les différentes parties prenantes. L'existence d'un actif sous-jacent générant des profits permet aux investisseurs de comprendre la nature des flux générés et de participer davantage au projet. Les fonds collectés doivent être comptabilisés, car le SPV l'utilise pour acquérir les actifs. Les fonds ne peuvent donc pas être perdus, gaspillés ou détournés. Cette transparence augmenterait la confiance des investisseurs et conduirait ainsi à une augmentation des investissements directs étrangers (IDE). Les *Sukuk* représentent donc une opportunité pour les pays confrontés aux défis de la corruption.

425

LES DÉFIS DES ÉMISSIONS DE SUKUK EN AFRIQUE SUBSAHARIENNE

L'émission de *Sukuk* en Afrique n'est pas un processus simple. L'instauration d'un cadre légal et réglementaire favorable à la finance islamique peut prendre des années, d'autant plus que les émetteurs

potentiels et les décideurs ont une connaissance limitée des instruments financiers islamiques. Pour l'Afrique du Sud, qui abrite les marchés financiers les plus développés du continent, la réglementation de la finance islamique a pris environ quatre ans pour être intégrée à la loi.

La sécurité juridique nécessaire au développement de la finance islamique en Afrique est alors un élément indispensable. L'existence de réglementations supranationales en Afrique, comme le droit OHADA (Organisation pour l'harmonisation en Afrique du droit des affaires), facilite l'insertion de clauses compatibles avec les exigences de la finance islamique. Cependant les experts juridiques sont unanimes quant à la difficulté de créer un droit islamique des affaires unifié sur le continent et d'harmoniser les pratiques.

À cet égard, l'UEMOA qui a connu le plus grand nombre d'émissions de Sukk du continent gagnerait à se doter d'une réglementation spécifique plus que nécessaire pour accélérer le développement des émissions de *Sukuk*. Cette réglementation doit notamment contenir des dispositions relatives aux opérations de titrisation de type islamique ainsi qu'au traitement des cas de défaut. Aujourd'hui, si l'engouement pour la finance islamique et les *Sukuk* au niveau de cette région est certain, le cadre réglementaire reste faible. La Banque Centrale des États d'Afrique de l'Ouest (BCEAO) prévoit d'ailleurs l'adoption prochaine d'un texte réglementant la finance islamique. Cependant, malgré l'absence d'un cadre juridique unique et spécifique à la finance islamique, les émissions récentes orchestrées par plusieurs États de la zone se sont toutes soldées par des succès. En effet, l'un des bénéfices de l'UEMOA est d'avoir une monnaie régionale liée à l'euro, ce qui rend la convertibilité dans d'autres monnaies beaucoup plus facile pour les investisseurs internationaux intéressés par ces *Sukuk*.

L'émission de *Sukuk* par des pays qui possèdent déjà des marchés financiers sophistiqués et liquides pourrait faire sens et permettrait de se diversifier, comme dans le cas de l'Afrique du Sud, par exemple. Mais cela pourrait être plus compliqué et économiquement plus onéreux dans d'autres pays africains. En effet, les *Sukuk* nécessitent des actifs tangibles comme sous-jacents. Les gouvernements doivent donc obtenir les approbations et la législation nécessaires pour vendre/acheter des biens de l'État. Il s'agit d'un processus onéreux et assez long et à moins que l'État ne soit éventuellement un émetteur régulier de *Sukuk*, l'investissement dans un tel processus peut se révéler très coûteux.

Il faut dire qu'à ce jour, les pays qui se sont lancés dans des émissions de *Sukuk* ont atteint une certaine maturité en termes d'émissions d'obligations sur les marchés financiers internationaux Eurobonds, notamment le Nigeria, la Côte d'Ivoire, le Sénégal et l'Afrique du Sud. En outre, les émissions de *Sukuk* font encore face à quelques défis dans

la mesure où la majorité des investisseurs sur ce marché se concentrent sur des titres notés dans la catégorie « *investment grade* » (notés BBB-/Baa3 minimum par les agences de notation), ce qui n'est pas nécessairement le cas de plusieurs émetteurs souverains en Afrique.

Alors que l'intérêt des investisseurs à l'Afrique est croissant, les émissions internationales de *Sukuk* réalisées à ce jour sont principalement sous forme de placements privés. Afin d'attirer les liquidités des pays du Golfe vers les émissions africaines de *Sukuk*, une sorte d'amélioration des modalités du crédit, comme, par exemple, une garantie partielle sur le risque sous-jacent, permettrait d'atteindre la note « *investment grade* ». Ce type de structure pourrait alors stimuler la croissance de l'émission de *Sukuk* dans toute la région.

CONCLUSION

Compte tenu de la taille de la population musulmane du continent, le développement du marché des *Sukuk* en Afrique est toujours au stade embryonnaire et l'infrastructure bancaire islamique est encore quasi inexistante. L'amélioration du cadre juridique bancaire, le lancement de réformes réglementaires et l'investissement dans la formation autour des instruments financiers islamiques devraient « booster » le statut du continent africain en tant qu'une destination crédible pour la finance islamique. Si ces avancées se concrétisaient et si le continent parvenait à prendre même une part marginale d'un marché *Sukuk* mondial dépassant 100 Md\$ par an, la finance islamique pourrait devenir une importante source de financement supplémentaire pour les besoins de l'Afrique, notamment pour réduire l'écart dans les investissements d'infrastructures avec le reste du monde.

Pour aller de l'avant, il est également crucial que les nouveaux entrants sur le secteur des *Sukuk* en Afrique reconnaissent les défis auxquels ils devront faire face. La sensibilisation et la compréhension pointue des produits conformes à la *Charia* ainsi que l'utilisation d'une stratégie de communication cohérente sont importantes pour sensibiliser et engager de nouveaux investisseurs. En outre, la création d'un environnement propice au déploiement de la finance islamique et la mise en œuvre d'une stratégie nationale de développement du secteur et de son succès devraient également être adaptées aux caractéristiques spécifiques du pays, notamment la taille de l'économie et son système financier conventionnel. Si des mesures appropriées sont prises, la finance islamique en général, y compris les émissions de *Sukuk*, pourra contribuer à la mise en place d'une croissance durable et inclusive en Afrique.

BIBLIOGRAPHIE

- ABDELKAFI R. et BEDOUI H. (2016), « Challenges in Infrastructure Financing Through Sukuk Issuance », The Islamic Research and Teaching Institute, *Policy Paper*, n° 2016-03.
- AFRICAN DEVELOPMENT BANK (2011), *Services bancaires et finance islamique en Afrique du Nord : évolution et perspectives d'avenir*.
- AL-KHAWARIZMI GROUP (2012), *Sukuks : une nouvelle alternative de financement pour le Maroc*.
- ALTALEB G. et ALKHATIB A. (2016), « Sovereign Islamic Sukuk and the Economic Development: a Case Study of Jordan », *European Journal of Business and Management*, vol. 8, n° 32, pp. 115-118.
- AUTORITÉ MAROCAINE DU MARCHÉ DES CAPITAUX (2012), *Sukuk : quels potentiels de développement au Maroc*.
- DIOP S. et BONNEMAISON C. (2016), « Pays africains et Eurobonds (Euro-Obligations) : effet de levier pour le financement du développement ou future crise de la dette ? », *Techniques financières et développement*, n° 123, pp. 27-38.
- GELBARD E., HUSSAIN M., MAINO R. et YEHOUB. (2014), « Islamic Finance in Sub-Saharan Africa: Status and Prospects », International Monetary Fund, *Working Paper*, n° 14/149.
- INTERNATIONAL ISLAMIC FINANCIAL MARKET (2017), *A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*, juillet, 6^e édition.
- INTERNATIONAL ISLAMIC FINANCIAL MARKET (2019), *IIFM Sukuk Report*, 8^e édition, juillet.
- ISLAMIC CORPORATION FOR THE DEVELOPMENT OF THE PRIVATE SECTOR (2015), « Islamic Finance in Africa: a promising future », septembre.
- MIFC (2015), *Africa the Next Frontier for Islamic Finance*, Bank Nagara Malaysia, février.
- MOHAMAD S., SALAH O., MOKHTAR M. et ALWI S. (2015), « Enhancing Cross Border Connectivity: Venturing into Islamic Finance as a New Source of Infrastructure Financing », *Journal of Emerging Economies and Islamic Research*, vol. 3, n° 3, pp. 1-13.
- S&P GLOBAL RATINGS (2017), *Islamic Finance Outlook*.
- THE ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT (2015), *Mapping Africa's Islamic Economy*.
- ZULKHIBRI M. (2015), « A Synthesis of Theoretical and Empirical Research on Sukuk », *Borsa Istanbul Review*, vol. 15, n° 2, pp. 237-248.