

PROBLÉMATIQUES PRATIQUES DES FINANCEMENTS DE PROJET ISLAMIQUES



**MAYA
BOUREGHDA**

Juriste BNP
Paribas
Chargée
d'enseignement
à Paris I



**MOHAMED
HAMRA-
KROUHA**

Avocat
à la Cour
Clifford
Chance LLP

Les financements islamiques constituent désormais une composante essentielle de financements de projet de taille significative. Le succès de cette technique s'étend bien au-delà du Moyen-Orient et de l'Asie du Sud-Est. Promoteurs et financiers souhaitant mettre en place des financements de projet en partie islamiques se doivent d'identifier les problématiques pratiques propres à ces structures.

Les financements islamiques étaient une technique encore inconnue en France il y a quelques années. Cette industrie de plus de 400 milliards de dollars ne peut plus être ignorée, elle est aujourd'hui utilisée non seulement dans les pays du Golfe et en Asie du Sud-Est mais également aux États-Unis et en Europe. Au-delà des banques locales au Moyen-Orient, ce type de financement intéresse de plus en plus les banques occidentales et notamment françaises.

L'implication des financiers islamiques dans les financements de projet remonte au projet Hub Power au Pakistan conclu en 1993. Ce tout premier financement de projet (pour un montant de 730 millions de dollars) incluait une tranche islamique de 75 millions de dollars sur la base d'une structure de *mourabaha* (encadré 1). Les opérations les plus récentes ont porté le montant des financements islamiques de projets à des niveaux sans précédent. Ainsi, une tranche islamique de 600 millions de dollars a été structurée pour le projet

pétrochimique et de raffinage Rabigh, en Arabie Saoudite, en mars 2006 et quelques mois plus tard, la plus importante tranche de financement islamique – à ce jour – a été mise en place pour le financement d'un autre projet pétrochimique Saoudien, le projet Yansab pour un montant de 846,8 millions de dollars.

Malgré l'engouement réel et le succès de ces structures, promoteurs et financiers sont confrontés à des problématiques complexes lors de la structuration des financements de projet islamiques.

Étant donné la difficulté de traiter simultanément de toutes les techniques pouvant être utilisées dans un financement de projet islamique, le présent article examinera les problématiques susceptibles de se poser dans le cadre de la structure adoptée par un grand nombre d'opérations, combinant un contrat d'entreprise (une variante du contrat d'*istisna'a*) et un contrat de bail (*ijara*) (encadré 2).

Dans cette structure, le contrat d'entreprise constitue le cadre juridique

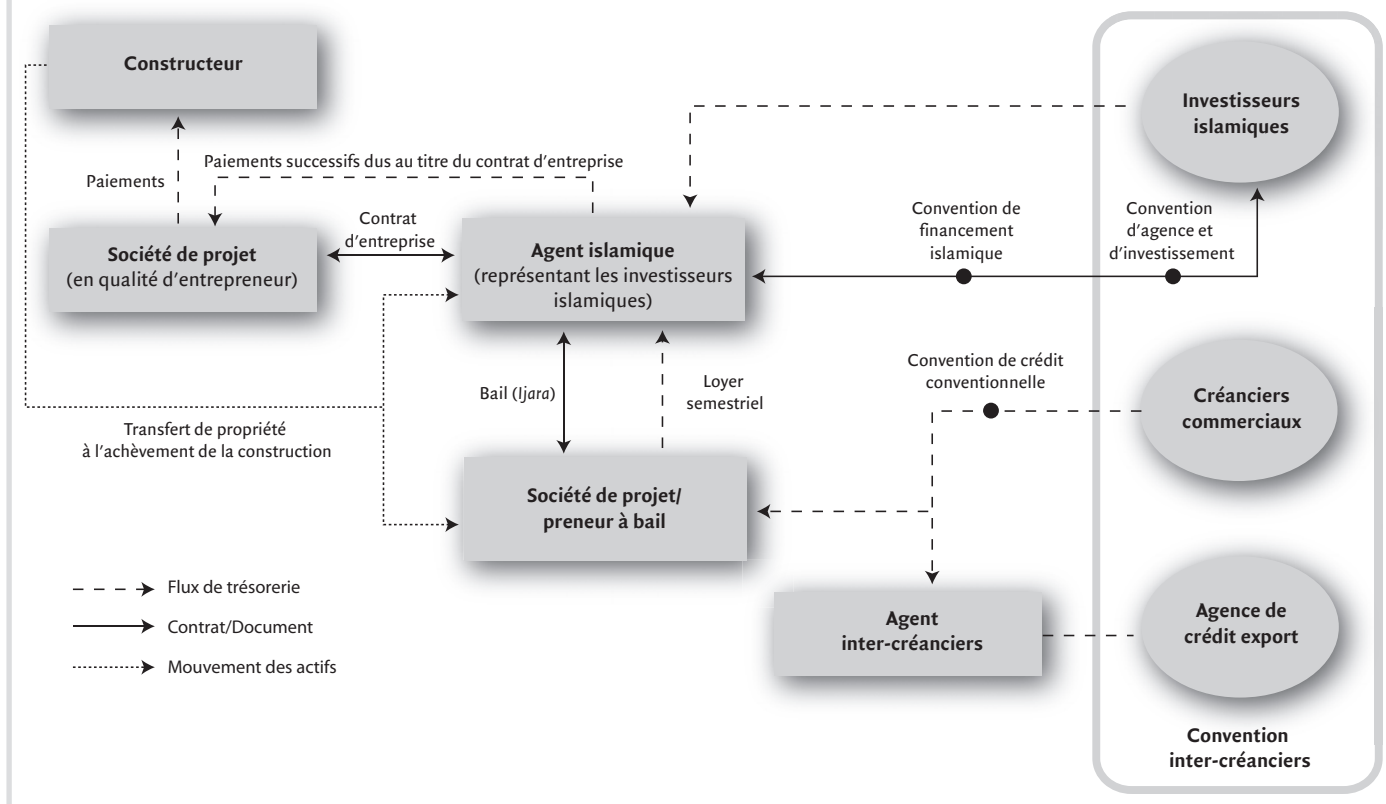
de la mise à disposition des fonds par les institutions financières au profit de la société de projet, au cours de la période de construction. Le cadre contractuel du bail permet à la société de projet de rémunérer les financiers pendant la phase d'exploitation du projet, mais également – comme on le verra – pendant la phase de construction.

Le présent article examinera certaines problématiques susceptibles de se poser au cours des différentes phases d'un financement de projet islamique avant d'exposer certaines problématiques spécifiques aux cofinancements incluant une tranche islamique.

PROBLÉMATIQUES DURANT LA VIE D'UN FINANCEMENT ISLAMIQUE

La structuration des financements de projet comportant des tranches islamiques soulève plusieurs difficultés.

1. Structure simplifiée d'un cofinancement de projet incluant une tranche islamique



Phase de structuration

Le principal problème rencontré lors de la phase de structuration des financements de projet islamiques tient essentiellement aux différences d'interprétation de la charia¹. Face à ces difficultés, on peut observer un mouvement d'harmonisation des fatwas qui s'organise autour d'initiatives menées par des organes professionnels visant à opérer une standardisation des approches des différents comités charia.

Les acteurs de l'industrie de la finance islamique ont ainsi pu assister à une première étape vers une certaine standardisation des normes de documentation et des fatwas avec l'émission, en mars 2007, par la London Market Association² d'un guide pour les documentations de structures de *mourabaha*.

L'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)³ publie ainsi depuis 2005 un recueil de normes pour les fatwas en matière de finance islamique pour tenter de « codifier » un corpus de règles communément admises par l'industrie. S'inspirant de l'expérience de la Loan Market Association, l'AAOIFI a par ailleurs lancé l'ambitieux projet de rédaction d'une documentation standardisée pour les opérations de finance islamique.⁴

Paradoxalement, le degré de conformité à la charia et l'impact de certaines divergences de points de vue entre

les différentes écoles de charia ont pu constituer des barrières à l'entrée pour certaines banques « purement islamiques », pour lesquelles une allocation de risque trop nettement favorable aux financiers était inacceptable. Ainsi dans le cas du financement du projet pétrochimique Al-Waha⁵, une seule banque « purement » islamique a participé au syndicat bancaire, les quatre autres étant des banques conventionnelles, agissant par le biais de leur « guichet » islamique.

Phase de construction

De nombreux financements de projet ont adopté une structure basée sur un bail (*ijara*) afin d'assurer une rémunération aux financiers islamiques au cours de la phase de construction, nonobstant l'absence d'actifs existants lors de la mise en place du financement.⁶

1. Il existe quatre écoles de pensée sunnites principales (Hannafi, Malki, Shafi et Hanbali) et plusieurs écoles chiites.

2. « Users Guide to Islamic Finance Documents » publié par la Loan Market Association (LMA) - www.lma.eu.com.

3. L'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) est une organisation internationale indépendante mettant en place des normes comptables, d'audit, de gouvernance, d'éthique et de charia pour les institutions financières islamiques. Basée à Bahreïn, cette organisation est reconnue par les différents acteurs de la finance islamique comme ayant un rôle moteur pour la standardisation des règles de la charia (telle qu'appliquées aux transactions financières).

4. D'autres organismes tels que l'Académie du Fiqh de l'Organisation de la Conférence Islamique (OCI), ou l'Académie du Fiqh du Koweït publient également des recueils de fatwas.

5. Un complexe de production de polypropylène et de déshydrogénation de propane dont le financement a été bouclé en novembre 2006 pour un coût total de 1,1 milliard de dollars US.

6. Mohamed Hamra-Krouha, *L'Émergence de la Finance*

La rémunération des financiers islamiques

Les contrats de bail (*ijara*) classiques s'appliquent à la location d'un actif existant, cependant un certain nombre de docteurs de la loi islamique ont approuvé des contrats de bail portant sur des actifs futurs (généralement désignés par *Ijara Mawsufah Fi Al Thima* ou *Ijara Fil Thimma*) permettant ainsi le versement d'une rémunération (sous forme de pré-loyers) aux financiers au cours de la phase de construction.

“ Un certain nombre de docteurs de la loi islamique ont approuvé des contrats de bail portant sur des actifs futurs permettant ainsi le versement d'une rémunération aux financiers au cours de la phase de construction. ”

Il est alors nécessaire, si la livraison de l'actif financé n'a jamais lieu (et que par conséquent le preneur à bail n'obtienne pas le bénéfice du bien devant être loué), que les loyers versés par avance par la société de projet/preneur à bail soient remboursés par les financiers ou que ces derniers puissent opérer une compensation entre la créance de remboursement des pré-loyers et des dommages et intérêts dont la société de projet est redevable du fait de son manquement à son obligation (aux termes du contrat d'entreprise) de livrer l'actif.

Risque d'achèvement du projet : analyse dans le cadre du contrat d'entreprise

Dans le cadre du contrat d'entreprise, la société de projet s'engage vis-à-vis des financiers à faire son affaire de la fourniture/construction et de la livraison de l'actif financé. La société de projet est libre de conclure un contrat de construction avec le constructeur qu'elle sélectionnera, les financiers n'ayant de lien contractuel qu'avec la société de projet.

Islamique dans Les Financements de Projet, Illustration par l'Analyse de l'Opération Al-Waha, Revue Banque, n° 692, Juin 2007.

La structuration du contrat d'entreprise pour le projet Al-Waha a requis un examen détaillé des interactions entre la structure de financement (au titre de laquelle les financiers conviennent de mettre les fonds à disposition) et les contrats de construction classiques. Par ailleurs, une étude juridique, comptable et fiscale détaillée a été un préalable nécessaire afin de prendre en compte les questions concernant le bénéfice des garanties de l'entrepreneur, les risques pouvant résulter pour les financiers de leur propriété des actifs du projet.

Phase d'exploitation

Considérations comptables

On se limitera ici à rappeler que les considérations comptables, liées au traitement des actifs du projet dans les comptes de chaque établissement financier, peuvent significativement affecter la faisabilité d'un financement de projet islamique dans le contexte actuel d'optimisation de l'utilisation du bilan, et qu'elles sont désormais prises en compte, en amont, lors des phases de structuration et de syndication de ces financements.

Impact fiscal

Le présent article n'entend pas procéder à une étude exhaustive des aspects fiscaux à prendre en compte lors de la structuration d'un financement islamique.

Dans le cadre des structures de crédit-bail (*ijara*), il est cependant essentiel pour le financier d'examiner le traitement fiscal de la quote-part de propriété dans les actifs pris à bail par la société de projet et que détiennent les financiers tout au long de la phase d'exploitation.

PROBLÉMATIQUES DE COFINANCEMENTS INCLUANT UNE TRANCHE ISLAMIQUE

Les co-financements incluant une tranche islamique (par opposition aux projets financés intégralement sur une base islamique) sont les structures les plus fréquemment rencontrées et requièrent de réconcilier les approches des différents financiers.

Cofinancement et rapports inter-créanciers

Rapports intercréanciers et partage des sûretés

Les financements islamiques sont traditionnellement vus comme plus favorable aux emprunteurs, en raison d'un certain nombre de considérations tenant notamment aux intérêts ou aux indemnités dues... Cependant, en cas de défaillance de la société de projet, les co-financiers du projet décidant de la mise en œuvre des sûretés, le droit de propriété des financiers islamiques sur tout ou partie des actifs du projet introduit un déséquilibre parmi les différents groupes de financiers, donnant dans certains cas un pouvoir de négociation accru aux financiers islamiques.

La solution la plus souvent rencontrée dans des financements à plusieurs tranches, comprenant une tranche islamique, consiste à partager les sûretés selon une convention intercréanciers de partage des revenus suite à la mise en œuvre des sûretés. Certaines incertitudes demeurent et notamment celle de savoir dans quelle mesure le liquidateur de la société de projet en faillite sera tenu par les stipulations contractuelles négociées entre créanciers.

La destruction des actifs

Si les financiers parviennent à convenir des modalités de partage des sûretés suite à une défaillance de la société de projet, lorsque cette dernière continue à disposer des actifs du projet, les praticiens développant des structures de financement de projet islamique ont eu plus de difficultés lorsqu'ils sont confrontés à une éventuelle perte totale des actifs. Cette hypothèse se matérialise dans les structures d'*ijara*, dans le cas d'un sinistre affectant les actifs du projet et résultant en une destruction totale du complexe/usine, suite à laquelle l'indemnisation versée par les assureurs du projet est insuffisante pour couvrir le risque/montants dus aux financiers islamiques.

Une perte totale des actifs met fin aux recours des financiers islamiques, qui doivent assumer le risque de perte de l'actif. La relation de bail s'achève pour défaut d'objet et aucun loyer ne peut être versé par la société de projet/preneur à bail. Le financier islamique se retrouve alors exposé au déficit d'actif à hauteur du montant encore non

amorti correspondant au principal du financement et non couvert par les indemnisations des assureurs.

Par ailleurs, les structures de « put » (option de vente accordée par la société de projet au profit des financiers) ne peuvent être mises en œuvre car il n'existe plus d'actifs à transférer à travers le mécanisme de la promesse de vente. Afin de tenter d'apporter une réponse à ce risque, l'approche actuellement adoptée consiste à faire en sorte que les financiers islamiques désignent la société de projet comme mandataire afin de permettre aux financiers de mettre en œuvre la responsabilité de cette dernière, en sa qualité de mandataire, sur la base d'un manquement à ses obligations de garde des actifs concernés, y compris la souscription de polices d'assurance offrant une couverture suffisante des actifs.

Loi applicable à la tranche islamique

La problématique de la loi applicable est indépendante de celle de la conformité à la charia, sauf dans le cas particulier des projets initiés dans des États où le système juridique se confond avec la charia (principalement l'Arabie Saoudite).

Quelle sera la loi applicable à la documentation? Une loi nationale, très souvent la loi anglaise? une loi nationale dans la mesure où celle-ci est conforme aux principes de la charia?

ou les principes de la charia sans référence à une loi nationale? Chacun de ces trois choix suscite son lot de difficultés. Le premier cas, le plus rassurant pour des banques conventionnelles, n'est pas toujours bien perçu par les comités charia. Dans le second cas, la cohabitation n'est pas toujours facile: ainsi, une cour d'appel anglaise a pu décider que les principes de la charia ne s'appliquaient pas et que la loi anglaise choisie par les parties serait applicable⁷. Le troisième est souvent le moins satisfaisant car comportant le plus de carences.

Le choix de la juridiction compétente est également source de complexité. Le choix d'une juridiction occidentale pourrait faire craindre à certains la réaction des tribunaux anglais. D'autres pourraient craindre le choix de tribunaux islamiques qui n'auraient pas la même interprétation que celle accordée par le comité de charia concerné lors de la mise en place de la transaction.

Un degré supplémentaire de complexité résulte du fait que, même dans

les États où les tribunaux nationaux connaissent dans leur système juridique la charia, les litiges entre les banques et leurs clients sont traditionnellement exclus de la compétence des tribunaux islamiques et confiés à des comités ad hoc⁸.

DIVERSIFIER LES SOURCES DE FINANCEMENTS

La multiplication des structures de financement islamique, l'entrée en masse de nouveaux acteurs et l'intérêt des autorités de régulation pour ces structures dénotent sans conteste du développement fulgurant de ce marché. La liquidité apportée par ces structures de financements devrait permettre aux promoteurs de projets de diversifier les sources de financement auxquelles ils peuvent faire appel pour financer leurs projets industriels et d'infrastructure, dans un contexte d'inflation des coûts de construction et assurer une diffusion plus large de ces techniques de financement. ■

7. [2004] EWCA Civ 19 28/1/04, Shamil Bank of Bahrain EC v Beximco Pharmaceuticals LPD & Others, 2004. Le contrat de Murabaha contenait la clause suivante "Subject to the principles of the Glorious Shariah, this Agreement shall be governed by and construed in accordance with the laws of England", la cour a décidé que les principes de la charia ne s'appliquaient pas car l'intention des parties était de choisir la loi anglaise.

8. En Arabie Saoudite notamment, (i) le comité SAMA relevant de l'Autorité monétaire d'Arabie Saoudite (Saudi Arabian Monetary Authority) compétent, sous réserve de certaines conditions, pour tous litiges entre les établissements bancaires et leurs clients et le comité des instruments négociables, compétent en matière de titres cambiaires.

2. Glossaire

■ **Charia.** Loi islamique régissant la vie des musulmans. Inspirée par le Coran et les traditions du prophète Mahomet.

■ **Fatwa.** Une opinion ou une décision concernant la doctrine ou le droit religieux, donnée par un spécialiste de la charia sur une question particulière. Dans les opérations de financement islamiques, une fatwa est émise par le comité charia afin de confirmer la conformité à la charia de la structure concernée.

■ **Gharar.** Littéralement, tromperie, risque et incertitude. Dans le corpus de la jurisprudence islamique, ce terme vise la spéculation, le fait

de s'exposer à un risque excessif dans une opération compte tenu de l'incertitude sur le prix, la qualité ou la quantité de l'objet du contrat.

■ **Ijara (crédit-bail).** Mode de financement proche du crédit-bail par lequel le financier achète des machines ou équipements, qu'il donne en location au bénéficiaire/preneur à bail. Le financier conserve la propriété des biens financés jusqu'au terme du financement.

■ **Istisna'a (contrat de sous-traitance).** Contrat d'entreprise par lequel un fabricant (entrepreneur) accepte de produire (construire) un certain bien à un prix et dans un délai convenus. L'*istisna'a* est une

technique de financement à moyen/long terme utilisée notamment pour le financement d'équipements industriels.

■ **Moudaraba.** Structure contractuelle parfois assimilée à une commandite simple, où l'investisseur – en tant que pourvoyeur de capital – et un gérant (*moudarib*) – en tant qu'investisseur dudit capital – conviennent que le gérant procédera, dans la plupart des cas sans possibilité d'immixtion de l'investisseur, à l'investissement des sommes mises à disposition.

■ **Moucharaka (association au capital/co-entreprise).** Mode de financement par lequel l'investisseur

et le financier financent conjointement un projet, selon des quotes-parts convenues. Les deux parties partagent également les bénéfices et les risques du projet proportionnellement à la proportion de leur investissement. La *moucharaka* dégressive constitue une variante de cette technique ou la quote-part du financier décroît progressivement par le biais de transferts de propriété au profit de l'investisseur.

■ **Riba (usure).** Mot arabe signifiant à la fois usure et intérêt. La prohibition de la *riba* est à la base de la finance islamique.