

Titrisation islamique : comment accéder à une nouvelle base d'investisseurs

CHUCRI-JOSEPH SERHAL
Avocat au barreau de Beyrouth
Cabinet Gide Loyrette Nouel



GILLES SAINT-MARC
Avocat associé
Cabinet Gide Loyrette Nouel

L'intérêt que suscite la finance islamique ne cesse de s'accroître. Celle-ci s'impose comme l'outil d'investissement le plus attractif des revenus pétroliers des monarchies du Golfe. Afin de mesurer l'effort législatif entrepris en Occident pour mettre en place des outils juridiques compatibles avec l'Islam, il suffit de noter l'exemple du Japon qui a annoncé son intention d'émettre, en janvier 2007, des obligations "coraniques". La nouvelle loi libanaise sur la titrisation, inspirée de la loi française sur les fonds communs de créances, semble offrir une opportunité pour le développement d'un marché des capitaux islamique au Moyen-Orient. Cette loi est d'autant plus importante qu'elle pourrait servir d'outil de financement de la reconstruction du Liban.

Introduction

Depuis plusieurs années, la finance islamique connaît un essor considérable à travers le monde et s'impose de plus en plus comme concurrente de la finance dite moderne ou conventionnelle.

Le taux de croissance annuel de l'activité bancaire islamique est estimé entre 10 et 15 % et l'actif total géré par les institutions financières islamiques à travers le monde est évalué à un montant supérieur à 360 milliards de dollars¹, soit quarante fois plus qu'en 1980².

Selon une étude du cabinet de conseil McKinsey, la richesse des investisseurs de la région du Golfe atteindrait 1 500 milliards de dollars. Parmi eux, 20 à 30 % pourraient opter exclusivement pour des produits financiers respectant les principes de la loi islamique et 50 à 60 % de ces investisseurs les favorisent lorsqu'ils présentent des caractéristiques équivalentes à celles des produits conventionnels³.

Depuis leur création, la majorité des institutions financières islamiques affronte un problème d'excédent de liquidité⁴ dû à l'insuffisance de produits de placements financiers compatibles et tolérés par la *sharia*⁵.

La flambée historique des cours du pétrole ces deux dernières années⁶ alimente encore plus le phénomène d'accumulation de liquidités non investies.

La finance islamique, consciente du défi que lui impose cet excédent de liquidité en termes de rentabilité et de performance⁷, a développé de nouveaux produits et placements financiers et a posé les fondations d'un marché islamique de capitaux, concrétisé aujourd'hui par les *sukuk*⁸.

L'Organisation des comptables et vérificateurs des institutions financières islamiques (AAOIFI), connue pour son rôle créateur de normes comptables adoptées par plusieurs institutions financières islamiques, définit les *sukuk* comme étant des certificats de valeur égale représentant une part de copropriété d'actifs tangibles, de services ou d'usufruits résultant d'un projet ou d'une activité d'investissement⁹.

La structure des *sukuk* s'apparente fortement à un *Trust Certificate* puisque leur rémunération dépend uniquement de la performance de l'actif sous jacent.

L'émergence du marché de capitaux islamiques est pourtant récente. La première émission de *sukuk* dans la région du Golfe a été réalisée par le Bahrain Monetary Agency¹⁰ en juin 2001.

1. R. Wilson, "Introduction to Islamic capital markets 2005/06", Islamic Finance Guide 2006.

2. J. Hume, "Islamic finance provenance and prospects", International Financial Law Review 2005, p.12.

3. S. Rolland, "Le fabuleux destin de la finance islamique", La Tribune, 6 avril 2006.

4. Allocution de R. A. Abdel Karim, secrétaire général du Conseil des services financiers (IFSB), dans le cadre du troisième sommet de l'IFSB à Beyrouth, Lorient Le-Jour, 18 mai 2006.

5. Loi canonique islamique régissant la vie religieuse, politique, sociale

et individuelle, toujours en vigueur dans certains États musulmans.

6. Le prix moyen pondéré du baril de pétrole a augmenté, selon l'Organisation des pays exportateurs du pétrole (OPEP) respectivement de 29% en 2004 et de 56% en 2006.

7. A. Ahmed, "Development and Problems of Islamic Banks", Jeddah, Islamic Development Bank, 1987, p.5.

8. Pluriel du mot "sak" qui veut dire certificat.

9. Exposure Draft of AAOIFI Shari'ah Standard n° 18, p. 4.

10. Bahrain Monetary Agency est à la fois la Banque centrale et l'autorité de régulation des marchés financiers au Bahrain.

Depuis cette date, les émissions de *sukuk* ont connu une croissance exponentielle passant de 1,9 milliard de dollars en 2003 à plus de 10 milliards de dollars¹¹ en 2005. Les analystes s'attendent à un volume d'émission largement supérieur à 25 milliards de dollars en 2006¹².

Le rachat en janvier 2006 par l'opérateur portuaire de Dubaï DP World de l'opérateur portuaire britannique P&O est le symbole à la fois de l'abondance de liquidités sur le marché des pays du Golfe et du développement d'un mode de financement de moins en moins marginal. Le tiers de l'opération a été financé par une émission de *sukuk* d'un montant de 3,5 milliards de dollars.

Le développement des *sukuk* à travers le monde ne se limite pas aux pays musulmans. Le land allemand de Saxe-Anhalt a été le premier emprunteur non musulman à solliciter le marché international de la dette islamique levant quelque 100 millions d'euros en juillet 2004 par une émission de *sukuk*. Le succès de cette opération, dû au fait que ces *sukuk* ont été cotés au Luxembourg Stock Exchange et notés AA- par Standard & Poor's et AAA par Fitch, montre la capacité du marché de capitaux européen à accepter des instruments basés sur la *sharia*.

Symbole de l'intérêt porté aux *sukuk*, Dow Jones et Citigroup ont lancé le 2 avril 2006 le Dow Jones Citigroup Sukuk Index. Cet indice est destiné à suivre la performance de ces certificats dans la mesure où ils sont notés dans la catégorie d'investissement et présentent une taille supérieure à 250 millions de dollars.

Néanmoins, à l'heure actuelle, la grande majorité des *sukuk* émis sur le marché sont des émissions souveraines. Ce phénomène s'explique par l'absence dans les pays arabes d'un cadre juridique qui permet à la fois une émission de *sukuk* conforme aux règles de la *sharia* et qui réponde aux normes internationales d'une titrisation sécurisée. Ces inconvénients empêchent une bonne appréciation des *sukuk* par les agences de notation, et ce, nonobstant la qualité des actifs titrisés. Une solution à ce problème se profile pourtant aujourd'hui à travers la nouvelle loi libanaise sur la titrisation, qui vient renforcer une législation déjà existante dans ce pays sur la finance islamique.

L'intégration des *sukuk* sur les marchés de capitaux conventionnels dépendra essentiellement dans les années à venir de l'existence de structures juridiques adéquates et de législations favorables.

C'est l'occasion pour nous d'aborder la question du cadre législatif indispensable pour le développement du marché des *sukuk*. Dans une première partie, nous exposerons les règles propres à la titrisation islamique et la forme des *sukuk* la plus répandue actuellement sur le marché. Ensuite, nous aborderons les défis juridiques de la titrisation islamique dans les pays arabes à partir d'un rapport établi par l'agence de notation Fitch en mars 2005.

11. A. Hales, "Tapping Surplus liquidity", Risk magazine, volume 18, n°8, automne 2005.

12. S. Rolland, "Le fabuleux destin de la finance islamique", La Tribune, 6 avril 2006.

13. *Riba* signifie toute forme de taux d'intérêt. L'interdiction du *riba* prend sa source dans les versets 275, 278 et 279 de la sourate II (chapitre) du Coran ainsi que dans une parole attribuée au prophète Mohamed "Dieu a maudit celui qui se nourrit d'usure, celui qui l'offre, celui qui en témoigne et celui qui en établit le contrat".

14. *Gharar* désigne la spéculation.

Face à l'inadaptation des lois et des juridictions des pays arabes pour immuniser l'émetteur contre l'insolvabilité du cédant ou toute action de procédure collective initiée à son encontre, l'étude de la loi libanaise de titrisation, fortement initiée de la loi française sur les fonds communs de créances, paraît intéressante. Cette loi nous semble avant-gardiste et innovatrice par rapport aux législations du monde arabe. Avant d'aborder une analyse juridique de la loi à partir des standards internationaux de la titrisation, nous expliquerons les motivations d'ordre macroéconomique et politique qui ont sous-tendu son adoption dans sa forme actuelle.

I. Principaux critères de la titrisation islamique

L'originalité du système financier islamique réside dans le respect de quatre principales conditions dans la conduite des opérations financières :

- le rejet du taux d'intérêt (*riba*¹³). Les opérations financières ne doivent en aucun cas, que ce soit de façon directe ou indirecte, comporter une rémunération fixe ou préalable. Le *riba* est assimilé à de l'usure et se réfère ainsi à toutes les formes d'intérêt fixe ou variable ;
- le partage des pertes et des profits entre les différents acteurs de l'opération financière (*Risk and Rewards*). Selon les règles de la *sharia*, nul ne peut prétendre à une quelconque rémunération sans supporter une partie du risque afférent à l'investissement ;
- l'interdiction de la spéculation (*gharar*¹⁴). Le terme "gharar" vise principalement deux catégories d'aléas : d'une part, le caractère aléatoire de l'opération commerciale elle-même et d'autre part l'incertitude relative aux biens échangés ;
- l'obligation pour les opérations de financement de porter exclusivement sur des actifs jugés éthiques par l'Islam (*halal*¹⁵). Est ainsi prohibée toute participation, même indirecte, à une activité telle que les casinos, l'armement, l'élevage de porc, ou les discothèques.

L'application aux opérations de titrisation des règles imposées par la *sharia* se concrétise de la façon suivante.

A. Règles strictes pour la cession de créances

La *sharia* impose des règles très strictes à la titrisation de créances. Les juristes de la finance islamique interdisent l'escompte¹⁶ et l'affacturage de créances ou plus généralement toute forme de cession de créances¹⁷ (*Bai'Al Dayn*), sauf si les créances sont cédées pour leur valeur faciale¹⁸ et si elles ne portent aucun taux d'intérêt¹⁹.

15. *Halal* signifie tout ce qui est permis par l'Islam.

16. À noter que seuls les juristes de l'école Al Shafi'i (majoritaire en Malaisie) acceptent sous certaines conditions l'escompte de créances.

17. Islamic Fiqh Academy, 2000, p.234.

18. S. Abdi Dualeh, "Islamic Securitization : Practical Aspects", Jersey ii-online.com, Ltd, 2004

19. "Islamic Finance : Current legal and regulatory Issues, Social dynamics of the debate on default in payment and sale of debt", Harvard University Forum on Islamic Finance, May 8-9, 2004.

B. Interdiction d'une rémunération fixe

Selon la règle de partage des pertes et des profits, toute forme de rémunération garantie des *sukuk* est interdite. Leur rémunération ne peut dépendre que de la performance des actifs sous-jacents²⁰.

La titrisation islamique est, en d'autres termes, une structure d'*Asset Backed Securities*.

C. Transfert à l'émetteur de certains éléments de propriété sur l'actif sous-jacent

Pour qu'une structure de titrisation soit compatible avec les règles de la *sharia*, certains éléments afférents au droit de propriété sur l'actif sous-jacent doivent être transmis par le cédant à l'émetteur²¹. La *sharia* n'exige pas le transfert de la propriété légale (*Registered Title*) de l'actif, mais suffisamment d'éléments de propriété qui permettent à l'émetteur de se prévaloir de ses droits sur les fruits et produits de l'actif adossé dans le cas d'une défaillance du cédant/recouvreur. L'exigence d'un minimum de transfert de droits de propriété est indispensable pour contrarier toute requalification par les Ulémas²² de l'opération de titrisation d'un prêt garanti (*Secured Loan*). La structure de titrisation *True Sale*, par exemple, répond de ce côté parfaitement aux exigences de la *sharia*.

D'autre part, un portefeuille d'actifs éligibles pour une titrisation pourrait être composé de créances (ne portant pas d'intérêt et cédés à leur valeur faciale), sous condition que leur montant soit plafonné à 49 % de la valeur totale du portefeuille cédé. Les actifs titrisés par l'émetteur doivent être composés au minimum de 51 % d'actifs tangibles (*Tangible Assets*) donnant accès à des éléments de propriété²³.

II. Les différents types de *sukuk*

L'AAOIFI reconnaît 14 types de *sukuk* selon la nature de l'actif sous-jacent²⁴. Cependant, les Ulémas sont divisés entre eux quant à la reconnaissance de la conformité de certains types de *sukuk* aux règles de la *sharia*. Les *sukuk* les plus couramment émis sur le marché et qui posent le moins de difficultés quant à leur conformité à la *sharia* sont ceux ayant comme actifs sous-jacents des contrats d'*ijara*²⁵, une location qui peut prendre la forme d'un crédit-bail.

Instruments de quasi-dette : *ijara sukuk*

L'*ijara* est un contrat de bail qui peut se présenter sous plusieurs formes, notamment sous forme d'une loca-

tion opérationnelle (*ijara tachghilia*) et d'une location financière avec option d'achat (*ijara montahia bil tamalouk*).

Le contrat d'*ijara* ressemble au contrat de bail tel qu'il existe en droit français, avec toutefois le respect de certaines particularités. En plus du caractère *halal* de l'actif, la *sharia* impose que dans le cas d'un retard de paiement des loyers par le locataire (*mustajir*), le bailleur (*mouajir*) ne peut pas lui imposer une pénalité de retard, à cause de l'interdiction de tout gain additionnel assimilé à de l'usure (*riba*)²⁶. Ainsi, le retard de paiement ne peut être sanctionné que par une exigibilité anticipée mettant fin au contrat d'*ijara*.

Les *sukuk ijara* sont généralement structurés sur la base d'un mécanisme de *lease-back*. Le cédant transfère à l'émetteur le droit de propriété de l'actif sous-jacent et conclut avec ce dernier un contrat de location. Chaque loyer versé par le cédant comprend selon le cas, une partie du prix du bien convenu, ou peut porter sur une échéance qui couvre la durée de vie prévue du bien, ou sur la base d'une location avec une option d'achat. La rémunération des *sukuk ijara* ne comporte ainsi aucun taux d'intérêt, en conformité avec l'interdiction du *riba*. Elle se base exclusivement sur les loyers perçus par l'émetteur qui peuvent être aussi bien des loyers fixes que variables. Le souscripteur au *sukuk ijara* supporte le risque des loyers impayés et plus globalement tous ceux qui sont liés à la propriété de l'actif sous-jacent, en conformité avec un des principes de base de la finance islamique, à savoir le partage des pertes et des profits²⁷.

Par ailleurs, la majorité des émissions de *sukuk* se réalise aujourd'hui dans les pays arabes, en se fondant sur les lois et les juridictions locales. Malgré la forte demande du marché, les émissions de *sukuk* non souveraines sous l'égide des lois de ces pays sont critiquées par les agences de notation, qui dans la plupart des cas, refusent de les noter ou leur attribuent une mauvaise notation. Cette position des agences de *rating* n'est pas justifiée par les risques liés aux actifs cédés, mais au fait que les lois de ces pays sont considérées comme inadaptées aux critères juridiques internationaux d'une titrisation sécurisée.

III. La titrisation islamique et les lois des pays arabes

Dans un rapport publié en mars 2005²⁸, l'agence de notation Fitch traite les problèmes juridiques liés à la titrisation dans les pays arabes. Le rapport met l'accent sur l'absence dans ces pays d'un cadre juridique suffisamment clair et sécurisé pour des opérations de titrisation, en raison principalement des risques liés aux conséquences d'une faillite du cédant ou d'une faillite de l'émetteur, postérieurement à une opération de titrisation.

20. J.-J. de Vries Robbé et P. Ali, "Securitisation of Derivatives and Alternative Asset Classes", Yearbook 2005, édition Kluwer Law International.

21. A. Arslan Tariq, "Managing Financial Risks of Sukuk Structures", M. Sc. International banking, Loughborough University, UK., septembre 2004.

22. Uléma signifie le gardien de la foi.

23. A. Arslan Tariq, "Managing Financial Risks of Sukuk Structures", M. Sc. International banking, Loughborough University, UK., septembre 2004.

24. N. J. Adam et A. Thomas, "Islamic Bonds, your guide to issuing, structuring and investing in Sukuk", Euromoney Books, p. 36.

25. *Ibid*, p. 74.

26. R. Wilson, "Overview of the Sukuk market", Euromoney Books, Islamic Bonds, p. 3.

27. M. Al-Bashir et M. Al-Amine, "The Islamic Bonds Market: Possibilities and Challenges", International Journal of Islamic Financial Services, Vol. 3 n°1.

28. Fitch Ratings, "Securitisation and Sharia'ah law", 24 mars 2005.

29. Loi libanaise n°705 du 9 décembre 2005.

Il existe, en outre, des incertitudes jurisprudentielles liées à la validité et à l'opposabilité de la documentation juridique des opérations de titrisation. Des doutes existent également sur la reconnaissance par certaines juridictions des jugements qui pourraient être rendus par des tribunaux étrangers.

Parmi les autres causes de l'inadaptation des législations des pays arabes, nous pouvons citer le cas de l'Arabie Saoudite où toute cession d'actifs à des entités ou à des personnes physiques autres que saoudiennes est interdite.

Se fondant sur cette constatation, le rapport Fitch a conclu que, les critères d'une titrisation sécurisée dans les juridictions des pays arabes n'étant pas satisfaites, la notation d'une opération de titrisation islamique réalisée dans un de ces pays dépendra essentiellement, non pas de la qualité des actifs sous-jacents cédés, mais de la nature du garant. Cette réalité explique pourquoi la majorité des *sukuk* émises sur le marché sont des émissions souveraines.

En décembre 2005, quelques mois après la publication du rapport Fitch, l'État libanais a promulgué une nouvelle loi sur la titrisation qui évite les écueils dénoncés et qui cumule à la fois une compatibilité avec la finance islamique et une conformité avec les normes standard de la titrisation²⁹.

Fidèle à une longue tradition romaine, la loi libanaise sur la titrisation s'est fortement inspirée de la loi française sur les fonds communs de créances³⁰. À l'instar de la loi française, la nouvelle loi opte pour le régime de la titrisation appelé *True Sale*, à travers un mécanisme offrant à la fois sécurité juridique, flexibilité et neutralité fiscale.

Une différence notable distingue toutefois la loi libanaise de son modèle. Selon la loi, "*est titrisable tout actif corporel ou incorporel, mobilier ou immobilier*"³¹.

En autorisant la titrisation d'actifs autres que des créances, de nouveaux horizons s'ouvrent pour la titrisation islamique.

IV. La loi libanaise de titrisation

Avant d'aborder l'analyse juridique de la nouvelle loi libanaise, il convient de la remettre dans son contexte économique et politique, en abordant les raisons et les motivations qui justifient son adoption dans sa monture actuelle.

A. Motivations macroéconomiques

Parmi les critiques qui ont été apportées à la loi, on trouve celle de sa structure lourde, inadaptée à la taille des entreprises libanaises³². Si la disproportion entre, d'une part,

les règles strictes et formalistes imposées par la loi et, d'autre part, la taille modeste des entreprises libanaises rend les opérations de titrisation de créances commerciales peu intéressantes à mettre en place, les entreprises libanaises auront néanmoins toujours la possibilité de recourir à la loi libanaise sur la fiducie³³ pour la cession de leurs créances commerciales.

À notre avis, l'un des objectifs principaux de cette loi n'est pas celui de répondre aux besoins de financements des entreprises libanaises, mais plutôt aux besoins de financement de l'État et du secteur bancaire libanais.

Avec une dette publique qui dépasse 175 % du produit intérieur brut³⁴, l'État libanais se trouve dans une situation particulièrement critique. Face à cette situation, le gouvernement pourrait faire de la titrisation un des piliers de son programme de restructuration de la dette publique à travers, entre autres, l'émission de titres CBO³⁵ (*Collateralized Bond Obligation*) semblables aux titres Brady émis par plusieurs pays en Amérique latine³⁶.

D'autre part, une loi spécialement votée par le parlement³⁷ en 2002 autorise le gouvernement libanais à titriser les revenus futurs de certains secteurs publics tel que les revenus de la téléphonie fixe et mobile ou de l'électricité du Liban. Le produit de cette titrisation devrait être exclusivement affecté au remboursement de la dette publique.

Quant au secteur bancaire, il est le principal créancier de l'État libanais puisqu'il détient vis-à-vis de l'État environ 30 milliards de dollars en bons du Trésor. Cette situation expose les banques libanaises au risque souverain de l'État, détériore leurs notations, et les empêche de se conformer aux règles prudentielles de Bâle II. Aujourd'hui, seulement 26 % des banques libanaises ont entamé l'application des normes de Bâle II³⁸. La titrisation par voie de CBO (*Collateralised Bond Obligation*) ou CDO (*Collateralised Debt Obligation*) pourrait être une excellente solution afin de réduire l'interdépendance entre le risque souverain de l'État et le secteur bancaire.

B. Motivations politiques

La deuxième motivation de cette loi est plutôt d'ordre politique. Elle s'inscrit dans la volonté du gouvernement de faire du Liban un centre de la finance islamique afin, entre autres, d'attirer l'abondance de liquidité sur les marchés des pays arabes.

En plus des dispositions de cette loi³⁹, la titrisation islamique au Liban à l'avantage de profiter d'un cadre juridique existant à travers une législation spéciale élaborée il y a peu de temps par le gouvernement libanais.

30. Des raisons historiques expliquent cette inspiration. L'école de droit de Beyrouth avait rayonné sur l'Empire romain pendant plusieurs siècles, si bien qu'à juste titre il fut dit de cette ville "*Berytus nutrix legum*" (Beyrouth est la mère des lois). Deux des principaux jurisconsultes romains, Ulpien et Papinien étaient originaires de Sidon et Tyr, deux villes côtières libanaises.

31. Définition d'"actif éligible" dans la loi libanaise de titrisation.

32. N.A. Diab, "La titrisation selon la loi", *Le Commerce du Levant*, février 2006.

33. Loi libanaise numéro 520 du 6/6/1996.

34. Selon le *quarter economic report* de la banque Audi, décembre 2005, la dette publique est estimée à la fin de l'année 2005 à 38,5 milliards de dollars.

35. N. Saïidi, "La titrisation au Liban : perspectives juridiques et finan-

cières", dans le cadre d'une conférence au centre d'études des droits du monde arabe, Université Saint Joseph, 26 mars 2003.

36. Il s'agit de titres émis par plusieurs pays d'Amérique Latine dans le cadre du "plan Brady" (du nom du secrétaire américain au trésor de l'époque), mis en place en 1989 pour aider les pays latino-américains à alléger leur dette. Ce plan a notamment permis à l'Argentine et au Brésil de réduire considérablement leur dette publique.

37. Loi libanaise n°340 du 6 juin 2002.

38. *Lorient-Le Jour*, 20 mai 2006.

39. Soulignons qu'une loi sur les marchés financiers créant au Liban une autorité financière autonome, à l'instar de l'Autorité des marchés Financiers (AMF) en France, est en cours d'adoption. L'objectif de cette loi est de renforcer la position de la Bourse de Beyrouth comme concurrente des bourses des pays du golfe.

Par voies législative et réglementaire, le droit libanais a organisé la création et le fonctionnement de banques islamiques au Liban⁴⁰ et a adopté des dispositions juridiques encadrant plusieurs formes de financement islamique. Ainsi, une série de circulaires de la Banque du Liban a été émise le 1^{er} juin 2005 réglementant les activités de la finance islamique.

Il s'agit, entre autres, de la circulaire n° 9041 sur les fonds communs de placement islamiques, la circulaire n° 8954 sur les opérations de *moucharaka*⁴¹, la circulaire n° 9042 sur les opérations d'*ijara* et la circulaire n° 9084 sur les opérations de *moudaraba*⁴².

Aujourd'hui, quatre banques islamiques opèrent au Liban.

Toutefois, il nous semble indispensable de démontrer que la loi libanaise, malgré son imperfection, répond aux normes internationales d'une titrisation sécurisée tout en se dotant d'une grande flexibilité.

C. Caractéristiques juridiques de la loi libanaise

1. Aperçu général

En plus des parts de copropriété et des titres de créances, le fonds libanais de titrisation (le fonds) à la faculté d'émettre des *sukuk*. La loi libanaise sur la titrisation (la loi) définit les *sukuk* dans les mêmes termes que ceux de l'AAOIFI, à savoir des titres négociables conformes aux règles de la *sharia* de valeur égale et représentant chacune des parts de copropriété.

Aux termes de la loi, le fonds est créé à la seule initiative d'une société de gestion qui assure le rôle de mandataire représentant et administrant le fonds⁴³.

Le règlement du fonds doit être visé par la Banque du Liban⁴⁴. Un dépositaire est désigné et devra assurer une double fonction : la détention et la conservation des actifs cédés au fonds et le contrôle des décisions prises par la société de gestion.

En outre, le fonds bénéficie de plusieurs exemptions fiscales et notamment pour la TVA et l'impôt sur le revenu⁴⁵.

2. Un régime flexible

i. Titrisation de toutes catégories d'actifs

La loi permet la titrisation de toutes les catégories d'actifs, qu'ils soient corporels incorporels, meubles ou immeubles.

En permettant la titrisation d'immeubles, de stocks, de titres ou d'actions, le législateur libanais a donné à la loi un très haut degré de flexibilité et de souplesse, ce qui rend aussi bien les opérations de titrisation islamiques que les opérations de *Whole Business* particulièrement intéressantes à mettre en place.

ii. Fonds à compartiments et titres de créances

À l'instar du fonds commun de créances, le fonds peut émettre, en plus des parts de copropriété et des *sukuk*, des titres de créances. Les parts et les titres de créances peuvent être subordonnés entre eux et donner lieu à des droits différents sur le capital et les intérêts. Toutefois, le règlement du fonds doit préciser l'ordre d'affectation des sommes perçues entre les différentes catégories de parts et de titres de créances.

La loi prévoit également la possibilité de structurer le fonds en plusieurs compartiments indépendants les uns des autres. Chaque catégorie de titres de créances peut être adossée exclusivement à des actifs regroupés dans un seul compartiment.

iii. Envergure internationale

La loi présente la possibilité de structurer des titrisations internationales en n'imposant aucune restriction quant à la nationalité des participants à une opération. Le cédant peut être une personne physique ou morale, libanaise ou étrangère, de droit privé ou de droit public. Les actifs cédés peuvent être détenus aussi bien au Liban qu'à l'étranger, la société de gestion et le dépositaire peuvent être libanais, ou étrangers.

3. Titrisation sécurisée

i. *Bankruptcy Remotness*

Aux termes de la loi, le fonds est une copropriété dépourvue de la personnalité morale, ayant un patrimoine juridique indépendant de celui des cédants et des souscripteurs. Son objet exclusif est l'acquisition d'actifs et l'émission de parts de copropriété représentatives de ces actifs (*Asset Backed Securities*).

Une mention expresse de la loi dispose qu'il est immunisé contre toute procédure collective qui pourrait être initiée à son encontre et que les dispositions du droit libanais relatives à l'indivision et aux sociétés en participation⁴⁶ ne lui sont pas applicables. Ainsi, la loi accorde au fonds toutes les protections juridiques nécessaires permettant de le qualifier de *Bankruptcy Remotness*.

ii. Immunité contre l'insolvabilité du cédant

• **Le bordereau de cession** : les cessions de créances au fonds s'opèrent par la seule remise d'un bordereau dont les termes sont fixés par l'article 24 de la loi. La loi reprend ainsi, avec quelques différences, les mêmes termes que l'alinéa 8 de l'article L. 214-43 du Code monétaire et financier et que l'article 18 du décret du 26 novembre 2004 relatives à la cession de créances aux fonds commun de créances.

40. Loi libanaise n°575 du 11 février 2004.

41. Le terme *moucharaka* est dérivé de *shirka* qui veut dire "société". Il s'agit d'une forme de financement participatif. Plusieurs contributeurs financent une entreprise, partageant les profits selon un taux défini préalablement tandis que les pertes sont réparties entre eux en fonction de leur contribution au capital.

42. La *moudaraba* est l'équivalent d'une société en commandite simple ou par actions, le client étant le commanditaire (appelé *Rab-Ul-Mal*) et la banque le commandité (appelé *mudarib*).

43. Selon l'article L.214-47 du Code monétaire et financier, le fonds commun de créances est créé par une initiative conjointe d'une société de gestion et d'un dépositaire.

44. Aux termes de l'article 7 de la loi, le règlement du fonds doit comporter certaines dispositions obligatoires, telles que : la description de la nature des actifs qu'il détient et la valeur et la date de maturité des parts émises.

45. Article 41 de la loi libanaise.

46. Article 3 et 4 de la loi.

Les cessions de créances sont opposables au débiteur et aux tiers à compter de la date de signature du bordereau, sans qu'il y ait besoin d'opérer aucune signification ou notification, la loi n'exige qu'une simple "information" du débiteur⁴⁷.

- **Non-consolidation** : la signature du bordereau par le cédant opère, par la force de la loi, cession définitive de la créance cédée, cette dernière étant considérée comme sortie définitivement du patrimoine du cédant⁴⁸.

Aux termes de l'article 29 de la loi, la cession de créances ne peut être remise en cause suite à une cessation de paiement du cédant, son insolvabilité, sa faillite ou toute autre procédure collective initiée à son encontre.

- **Transfert automatique des sûretés** : La signature du bordereau entraîne de plein droit le transfert des sûretés et des garanties attachées aux créances cédées⁴⁹. Le transfert des sûretés est opposable aux tiers sans qu'il y ait besoin d'accomplir aucune formalité. Quant à la cession de créances hypothécaires, la loi déroge aux règles du droit foncier et prévoit une procédure plus souple et moins formaliste que les règles du droit commun.

iii. **Transparence**

Le fonds doit diffuser auprès du public, avant toute opération de titrisation, une note d'information visée par la Banque du Liban⁵⁰. Il doit également nommer des commissaires aux comptes et publier ses comptes financiers certifiés sur une base annuelle⁵¹.

iv. **Credit enhancement (couverture des risques)**

Quant à la couverture des risques supportés par le fonds, la loi reprend, avec quelques différences, les mêmes outils qu'on trouve en France pour les fonds communs de créance prévus par le décret du 26 novembre 2004.

Ainsi, la couverture des risques du fonds peut se faire par le biais du surdimensionnement, de l'émission de titres de créances spécifiques et par les garanties et les sûretés accordées au bénéfice du fonds par le cédant ou par des tiers⁵².

Toutefois, malgré les multiples avantages de cette loi, elle contient néanmoins une imperfection majeure due aux risques liés aux sommes recouvrées au titre des actifs cédés.

4. **Commingling risk (risque de non-cantonement des liquidités reçues en échange des actifs)**

La loi ne régit malheureusement pas les modalités de recouvrement des créances générées par les actifs cédés au fonds.

La mission de recouvrement peut ainsi être assurée par deux moyens ; soit directement par le fonds, soit par le cédant lui-même.

Le premier moyen est à la fois une opération lourde et difficile à gérer pour le fonds et il nuit à l'image commerciale du cédant vis-à-vis de ses cédants/débiteurs cédés.

Le second peut exposer les investisseurs à un risque juridique lié à la faillite du cédant/recouvreur.

L'article 3 de la loi dispose que "toute somme perçue par le cédant après la date de cession est considérée comme appartenant au fonds".

À notre avis, bien qu'il soit difficile de prévoir l'interprétation qui pourrait être donnée par les juridictions libanaises de cette disposition, mais il ne serait pas surprenant, en cas de faillite du cédant/recouvreur, de voir le fonds contraint à déclarer sa créance à la masse des créanciers.

Il est regrettable que la loi ne se soit pas inspirée de la loi française sur le compte à affectation spéciale⁵³ ou du droit anglo-saxon sur le compte "en trust". L'avantage de ces mécanismes est d'établir une distinction entre le titulaire facial et le bénéficiaire de toute somme portée au crédit d'un tel compte⁵⁴.

L'inexistence d'un compte à affectation spéciale augmentera le *Commingling Risk* en réduisant la protection des investisseurs. Cet élément pourra affecter l'appréciation qu'auront les agences de notation vis-à-vis des mécanismes de titrisation au Liban.

Conclusion

Comme nous l'avons expliqué, l'émission de *sukuk* doit répondre à certaines exigences imposées par la *sharia*, notamment la prohibition du taux d'intérêt et de l'escompte de créances.

L'absence dans les pays arabes d'un cadre législatif conforme aux standards internationaux de titrisation rend d'une part, les émissions de *sukuk* non souveraines mal appréciées par les agences de notation, et constitue d'autre part un sérieux handicap pour le développement d'un véritable marché de capitaux islamiques.

Malgré son imperfection, la loi libanaise de titrisation, profondément inspirée de la loi française sur les fonds communs de créances, permet une titrisation à la fois sécurisée, flexible, neutre fiscalement, internationale et conforme aux règles de la *sharia*.

À travers le droit libanais, une possibilité est offerte aux acteurs français de la titrisation de tirer avantage de la forte demande du marché de produits financiers acceptables par la *sharia*.

Le Liban a depuis longtemps constitué une terre de passage, où les peuples, cultures et traditions étaient et demeurent en brassage constant. Le droit reflète, dans le cadre du système juridique libanais, cette mosaïque culturelle. La réussite d'opérations de titrisation islamique d'envergure internationale se fondant sur le cadre législatif libanais, encouragera les États arabes à se servir de cette loi comme modèle pour leurs législations. Ceci s'inscrira dans le prolongement du rôle historique du Liban, trait d'union entre l'Orient et l'Occident, et renforcera également le rayonnement et l'influence du droit français à travers le monde. ■

47. Article 28, de la loi.

48. Article 23 de la loi.

49. Article 26 de la loi.

50. Une disposition semblable aux termes de l'article L.214-44 du Code monétaire et financier.

51. Article 39 et 40 de la loi.

52. Ces dispositions de la loi sont inspirées de l'article 5 du décret du

26 novembre 2004 en France sur les fonds communs de créances.

53. Article L. 214-46 alinéa 3 du Code monétaire et financier et article 19 du décret du 26 novembre 2004.

54. Les sommes figurant sur ce compte ne font pas partie des actifs de l'établissement chargé du recouvrement et ne peuvent pas être saisies par les créanciers de ce dernier.