



**Département**  
**Recherches & Analyses**

**MAXULA BOURSE**

Rue du Lac Lemane, Centre Nawrez  
Les Berges du Lac 1053  
Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292  
Fax: (+216) 71 960 565,

research@maxulabourse.com.tn  
www.maxulabourse.com.tn



# SUKUK

Définition  
Modalités d'émission  
Législation Tunisienne



## SUKUK: DÉFINITION GÉNÉRALE

Les sukuk (pluriel du mot arabe « Sakk ») sont des titres à valeur égale représentant des parts indivises :

- dans la pleine propriété ou dans l'usufruit d'un actif tangible
- ou dans le bénéfice de prestations et services
- ou dans des actifs d'un projet déterminé ou dans une activité d'investissement spécifique.

### Types de Sukuk

- Souverain (émis par un Etat)
- Corporate (émis par une société)

Pendant la durée de l'investissement, les avantages et les risques des actifs sous-jacents reviennent aux porteurs de sukuk, ce qui leur donne droit à une part des revenus générés. C'est essentiellement les caractéristiques de cette rémunération des porteurs de sukuk qui donne à ces produits une certaine similarité avec les obligations conventionnelles.

Les porteurs de sukuk se partagent les profits réalisés par la performance de l'actif sous-jacent mais sont aussi exposés à son risque au prorata de ce qu'ils détiennent. Cette spécificité les différencie des obligations conventionnelles.

Les sukuk ne représentent généralement pas des créances pour leurs porteurs (sauf, dans des cas particuliers tels que, par exemple, les sukuk Salam). En droit musulman, les créances ne peuvent en effet pas faire l'objet de titrisation dans le seul but d'être négociées sur un marché secondaire.

Les sukuk sont émis sur la base d'un contrat conforme aux préceptes de la sharia, ce qui implique que les règles liées à leur émission et à leur négociation doivent être également conformes au droit musulman. Par conséquent, une levée de fonds via des sukuk ne peut être utilisée que dans des actifs ou des projets sharia-compatibles.

## COMPARAISON ENTRE SUKUK ET OBLIGATION CONVENTIONNELLE

Source: Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (Maroc)

Sukuk	Obligation
Les actifs sous-jacents titrisés dans une émission de sukuk doivent être licites au regard de la Sharia.	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 sukuk 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 sukuk, on ne retrouve pas de relation classique « créancier/débiteur » mais les porteurs de sukuk 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 (riba)
Ni le capital, ni le rendement ne peuvent être garantis contractuellement.	Le capital et le rendement sont contractuellement garantis.
Les sukuk 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 sukuk 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

## STRUCTURES PARTICIPANT À UNE ÉMISSION DE SUKUK

D'une juridiction à une autre, d'un contexte à un autre, les acteurs intervenant dans le processus d'émission des sukuk peuvent être différents. Néanmoins, et en règle générale, les structures suivantes sont impliquées:

### Principaux documents contractuels relatifs à l'opération

L'acte d'isolation des actifs  
 Le prospectus ou la note d'information  
 Le contrat de souscription  
 La déclaration de détention des actifs par la SPV  
 Les documents relatifs à la création du SPV  
 Les différents actes de cession des actifs  
 Les promesses unilatérales d'achat des actifs  
 Le contrat de mandat

- Balayer en amont toutes les problématiques relatives à la conformité sharia afin de faciliter et fluidifier le processus de certification par le Sharia-Board.
- Faciliter le processus de conformité et l'approbation finale par le comité sharia. Il assurera également le secrétariat et la relation avec le Sharia-Board.
- Réaliser l'audit périodique durant la vie des sukuk et rédiger le rapport de conformité sharia qui sera soumis périodiquement à la validation et l'approbation du Sharia-Board.

### L'arrangeur

Structure à qui on confie le mandat de vente de sukuk, rôle de conseil et de placement

### Sharia Advisor

Société de conseil en finance islamique qui accompagne l'émetteur et fait le lien avec le Sharia Board qui valide et certifie l'opération d'un point de vue de conformité à la sharia

### Dealer

Structure qui commercialise les sukuk

### Issuer (SPV)

Émetteur d'un appel d'offre auprès de la communauté bancaire et de la place financière. Ce rôle est souvent assuré par un SPV (Special Purpose Vehicle)

### Bookrunner

Chef de file chargé d'organiser l'opération

### Sharia-Board

Comité qui certifie que le projet d'émission et que le titre sont conformes à la sharia

### Cabinet Juridique

Rédaction de l'ensemble des documents et contrats relatifs à l'émission

Organe indépendant dans ses décisions de conformité Sharia par rapport aux instances dirigeantes de l'initiateur, de l'émetteur. Il contrôle et supervise l'ensemble de la structure d'émission pour en assurer et garantir la conformité aux principes de la Sharia aux investisseurs. Le comité peut également conseiller l'institution concernant la mise en oeuvre des impératifs du droit musulman. Ses avis sont obligatoires vis-à-vis du projet.

- Valider le cadre de gouvernance sharia
- Valider la conformité des produits financiers
- Valider la conformité des actifs sous-jacents
- Valider la conformité des manuels de procédure
- Valider la conformité de tous les documents et contrats
- Valider les rapports d'audit sharia.

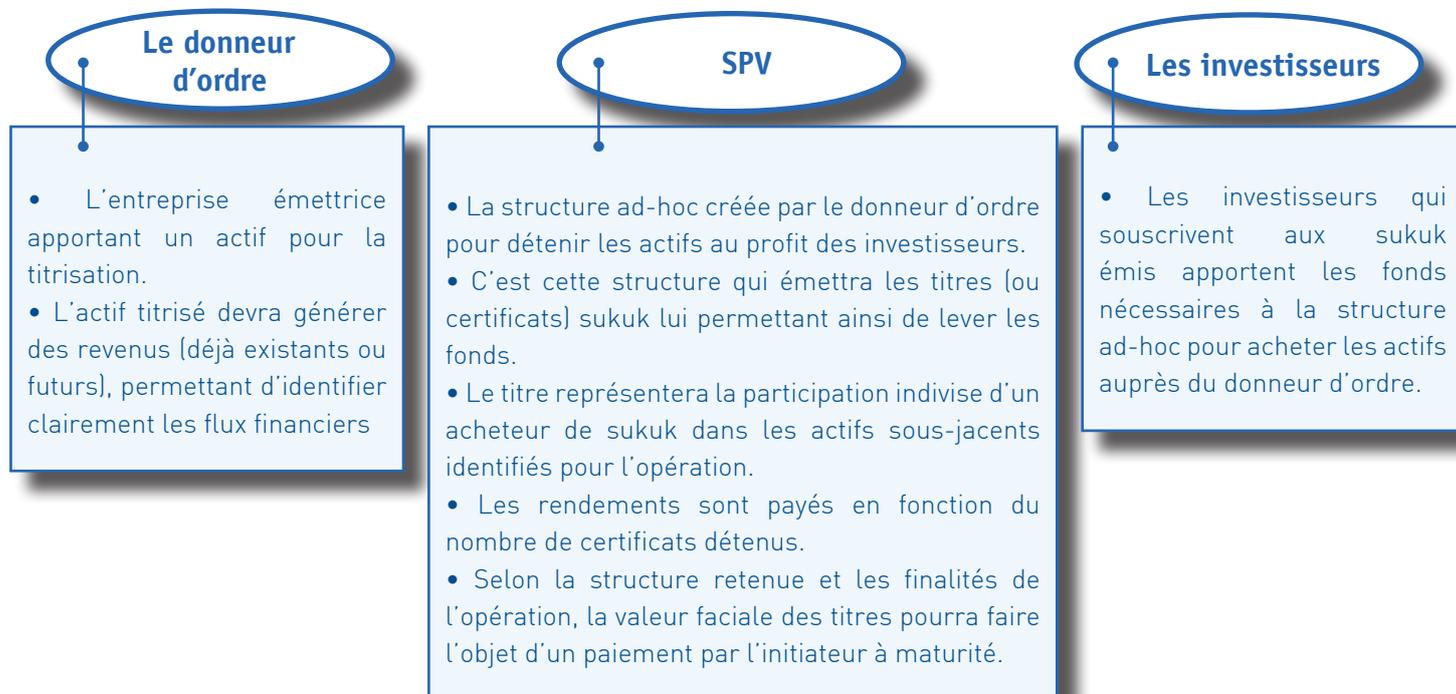
- Émettre les certificats/titres de sukuk
- Exécuter les documents de la transaction
- Recevoir les paiements de souscription des investisseurs
- Acheter, auprès de l'initiateur, les actifs auxquels les sukuk seront adossés
- Verser les rendements aux porteurs de sukuk.

Ces tâches peuvent être exécutées par toute personne morale conforme à la législation locale.

Dans tous les cas, cette structure ad-hoc, appelée SPV (Special Purpose Vehicle), n'est nullement une exigence de la Sharia. Elle permet, en revanche, d'une part d'alléger le processus de titrisation surtout d'un point de vue fiscal afin de ne pas alourdir le coût total de l'opération et d'autre part d'isoler l'actif objet de l'opération de titrisation protégeant ainsi au mieux les intérêts à la fois de l'initiateur et des investisseurs, futurs porteurs des titres sukuk. C'est le contexte légal et réglementaire du pays de l'initiateur qui dictera le modèle à suivre.

## CARACTÉRISTIQUES PRINCIPALES D'UNE OPÉRATION DE TITRISATION ISLAMIQUE

Les caractéristiques de la titrisation islamique sont très proches de celles de la structuration conventionnelle de titres adossés à des actifs. Les trois parties présentes dans une titrisation sont en règle générale:



**Actifs éligibles**

L'identification d'actifs appropriés compatibles avec la sharia et qui génèrent des flux financiers maîtrisables (existants et futurs) est la première et la plus importante étape dans le processus d'émission de sukuk. Si des actifs financiers conventionnels qui génèrent un flux d'intérêt ne sont pas acceptables d'un point de vue Sharia, un flux basé par exemple sur un revenu locatif ou des profits résultants de projets d'investissements spécifiques demeure tout à fait envisageable.

La classe d'actif la plus populaire à ce jour est l'immobilier qui peut être loué ou construit et qui dégage un revenu locatif (existant ou futurs) permettant ainsi de rémunérer les souscripteurs de sukuk. Dans certains scénarios, une option de rachat des actifs immobiliers à maturité peut, sous des conditions strictement encadrées, être incluse pour protéger ce qui pourrait s'assimiler dans une opération de titrisation conventionnelle au « principal ».

### Gestion des actifs sous-jacents aux sukuk

En général, les actifs titrisés ne sont pas physiquement transférés à la structure ad-hoc qui les a achetés pour le compte des investisseurs.

Elle détient uniquement les titres de propriété légaux des actifs et de leurs flux de trésorerie.

L'initiateur exploite et gère les actifs pour le compte de la structure ad-hoc émettrice durant une période convenue et selon les termes et conditions énoncés dans l'acte de fiducie.

Ceci étant dit, la gestion des actifs sous-jacents peut également être totalement confiée à la structure ad-hoc.

C'est le projet et les besoins de l'émission qui détermineront la manière dont seront gérés les actifs.

## NÉGOCIABILITÉ ET STATUT DES TITRES SUKUKS

- Les titres sukuk peuvent selon la structure retenue être négociables ou non sur le marché secondaire.
- Pour être échangeables, les sukuk ne doivent pas représenter des titres de créance pure mais doivent davantage représenter un droit indivis sur des actifs tangibles ou sur l'usufruit des actifs auxquels ils sont adossés, droit calculé au prorata de la valeur nominale des sukuk.
- Si le sukuk est coté et négociable sur un marché secondaire, il serait préférable d'avoir un compartiment dédié uniquement à ces produits.
- Dans la pratique anglo-saxonne, après la phase de « Declaration of Trust », les sukuk représentent très souvent un droit sur l'usufruit des actifs détenus par la SPV au profit des investisseurs les « sukukholders ».
- Deux types de sukuk se distinguent : sukuk asset-backed et sukuk asset-based. La principale différence entre un sukuk asset-backed et un sukuk asset-based réside dans le transfert réel et la détention des actifs par la SPV représentant les investisseurs.

Asset-backed Sukuk	Asset-based Sukuk
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 sukuk ont donc uniquement un droit de recours sur les actifs et non pas 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 sukuk ont un droit de recours sur les actifs du sukuk	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.

## TYPES DE SUKUK

Selon l'AAOIFI, il existe à ce jour environ 14 types de sukuk. Les sukuk, dont les émissions sont les plus courantes, sont:

Source: Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (Maroc)

Type de Sukuk	Définition	Émetteur	Souscripteurs	Montant total collecté lors de la souscription	Conséquences sur les porteurs de sukuk
<b>Sukuk de Mousharaka</b> (Participation au capital)	Titres de participation qui représentent des projets ou des activités gérées selon les principes de Mousharaka en désignant l'un des associés ou un tiers pour la gestion. Similaire à une joint venture, l'apport en capital est réalisé selon des pourcentages définis au préalable.	Celui qui lance l'appel à participation à ses côtés dans un projet ou une activité déterminée.	Les associés dans le contrat de Mousharaka.	La part des souscripteurs dans le capital de la Mousharaka.	Ils sont les propriétaires des actifs de la société. Ils se partagent les pertes et bénéfices de la société. Ainsi les profits sont distribués selon des ratios définis contractuellement. Ces profits peuvent différer de la proportion du capital investi par chaque partie mais les pertes sont toujours réparties au prorata de l'apport en capital réalisé.
<b>Sukuk de Moudaraba</b> (Participation au capital)	Titres de participation qui représentent des projets ou des activités gérés selon les principes de la Moudaraba. Le moudharib est désigné pour la gestion du projet sans aucun apport de capital. Les souscripteurs (détenteurs des certificats) sont propriétaires des actifs de la Moudaraba.	Le moudharib (le gérant).	Les Rab Al Mal (propriétaires et apporteurs du capital).	Le capital (ou les fonds propres) de la Moudaraba.	Ils sont propriétaires des actifs de la Moudaraba. Les profits sont répartis selon des ratios définis contractuellement mais à la différence de la Mousharaka, les pertes sont supportées uniquement par les investisseurs. Ce principe repose sur l'idée que la contribution du gérant, ses efforts et son expertise ont une valeur, à l'exception du cas où celui-ci commet une erreur grave ou ne respecte pas les termes du contrat.
<b>Sukuk de Wakala d'investissement</b> (Acquisition et Gestion d'actifs)	Titres à valeurs égales qui représentent des projets ou des activités gérés sur la base de Wakala (gestion sous mandat) en désignant le wakil des porteurs de Sukuk pour leur gestion.	Le wakil (le mandataire) de l'investissement	Les clients (souscripteurs ou mandants)	Le montant faisant objet du mandat d'investissement.	Ils sont propriétaires des actifs (leurs risques et avantages compris) représentés par les Sukuk. Ils ont droit aux éventuels profits générés par l'investissement. Très souvent la rémunération du wakil est indexée sur le résultat. À la différence du Sukuk Moudaraba, les souscripteurs dans un sukuk Wakala ne partagent pas les profits selon un ratio déterminé mais reçoivent uniquement les profits déterminés à la signature. Tout excès de revenu sera conservé par le Wakil en tant que rémunération de surperformance.

Source: Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (Maroc)

Type de Sukuk	Définition	Émetteur	Souscripteurs	Montant total collecté lors de la souscription	Conséquences sur les porteurs de sukuk	
<b>Sukuk de propriété d'actifs loués</b> (Catégorie Sukuk IJARA)	Titres à valeurs égales émis par le propriétaire (ou un intermédiaire financier le représentant) d'actifs loués ou destinés à la location. L'émission de ces Sukuk a pour objectif de vendre les actifs et de recouvrer le prix de vente à travers les souscriptions	Le vendeur d'actifs loués ou destinés à la location	Les acheteurs des actifs	Le prix d'achat des actifs	Ils disposent de la propriété indivise des actifs, en assument les risques et profitent des avantages (sur la base du principe participatif shirka)	
	A) Sukuk de jouissance d'actifs existants	<p><u>1<sup>er</sup> type</u>: titres à valeurs égales émis par le propriétaire (ou son représentant) d'un actif existant, dans le but de céder la jouissance de son bien et de recouvrer en contrepartie une rémunération en collectant le montant de leur souscription.</p> <p><u>2<sup>ème</sup> type</u>: titres à valeurs égales émis par l'usufruitier ou le locataire d'un actif existant, directement ou par un intermédiaire financier le représentant, dans le but de donner en location ou en sous-location l'actif concerné et de recouvrer un loyer en collectant le montant des souscriptions.</p>	Le vendeur du droit portant sur l'actif existant.	Ils sont acquéreurs du droit cédé.	Le prix du droit cédé.	Le droit cédé leur appartient, avantages et risques compris.
<b>Sukuk de droit d'usufruit ou de location</b> (Catégorie Sukuk IJARA)	B) Sukuk de droit d'usufruit ou de location d'actifs à fabriquer/produire.	Titres à valeurs égales qui sont émis dans le but de louer des actifs à fabriquer/à produire et de recouvrer leurs loyers en collectant le montant des souscriptions.	Le vendeur du droit portant sur l'actif à fabriquer/produire.	Les acheteurs du droit cédé.	Le prix du droit cédé.	Le droit cédé leur appartient, avantages et risques compris.
	C) Sukuk de services.	<p><u>1<sup>er</sup> Type</u>: Les Sukuk de services fournis par une partie désignée : ce sont des titres à valeurs égales émis dans le but d'offrir un service fourni par une partie désignée (nommée) et d'en recouvrer les revenus en collectant le montant des souscriptions.</p> <p><u>2<sup>ème</sup> Type</u>: les Sukuk de propriété de services d'une partie décrite et non désignée : ce sont des titres à valeurs égales émis dans le but d'offrir un service fourni par une partie décrite (mais non nommée) et d'en recouvrer les revenus à travers le montant des souscriptions collectées.</p>	Le prestataire de service	Les acquéreurs de la prestation.	La rémunération du service.	Ils disposent du droit de proposer à la vente le service concerné.
Dans les 3 cas (A, B et C), les porteurs de Sukuk ont le droit de disposer du montant de la revente des droits acquis.						

## LÉGISLATION TUNISIENNE (LOI N° 2013-30 DU 30 JUILLET 2013)

### Définition

Les sukuk sont des titres négociables qui représentent des parts communes à valeur égale dans la propriété de biens, d'usufruit, de services, de droits, existants ou qui seront créés ou un mélange de biens, d'usufruit, de services, de monnaies et créances du produit de la souscription. Ils sont émis dans le cadre d'un contrat conformément aux normes charaïques et sur la base du principe de partage de profits et de pertes.

- Les sukuk sont considérés comme des valeurs mobilières au sens de l'article premier de la loi n° 2000-35 du 21 mars 2000, relative à la dématérialisation des titres.
- Les sukuk peuvent être émis en dinar tunisien ou en devises sous réserve du respect de la législation et la réglementation des changes en vigueur.
- Les sukuk peuvent être assurés par des garanties personnelles ou réelles conformément aux normes charaïques et la législation en vigueur.
- L'émission des sukuk se fait au profit de :
  - L'État,
  - Les établissements et les entreprises publics et les collectivités locales,
  - Les entreprises du secteur privé selon des conditions arrêtées par décret.

### Conditions d'émission

Les sukuk, émis ou garantis par l'Etat, sont autorisés par la loi de finances. Chaque émission sera ratifiée avant l'utilisation du produit qui en résulte.

L'émission des sukuk, au profit des établissements et des entreprises publics et des collectivités locales est autorisée par le ministère chargé des finances.

### Document d'émission

L'appel à la souscription aux sukuk se fait par le biais d'un « document d'émission de sukuk » établi et signé par le représentant légal de l'émetteur et portant l'approbation du comité de contrôle charaïque concernant l'émission.

Les établissements et les entreprises publics ainsi que les entreprises du secteur privé doivent obtenir l'attestation du ou des commissaires aux comptes sur le document d'émission de sukuk et doivent le publier à travers une notice légale au Journal Officiel de la République Tunisienne. Cette publication ne confère pas à l'appel à la souscription aux sukuk le caractère d'appel public à l'épargne.

L'émetteur, qui entend recourir à l'appel public à l'épargne, pour l'émission des sukuk, est tenu de se conformer aux dispositions de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994, portant réorganisation du marché financier et notamment son article 2 ainsi qu'aux règlements émis par le conseil du marché financier en la matière.

Est considéré comme nul, tout document d'émission des sukuk ne contenant pas les données suivantes.

Le document d'émission de sukuk doit comporter au moins les données suivantes :

- La décision de l'émetteur d'émettre des sukuk et l'approbation du comité de contrôle charaïque relative à cette émission en précisant la liste des membres du dit comité,
- Le ou les contrats de l'émission des sukuk,

- Le montant total des sukuk, leur nombre, leur valeur nominale, les frais d'émission et le mode de paiement,
- La date d'ouverture et de clôture de la souscription,
- Le taux de rendement estimé,
- La liste des intervenants dans l'opération de souscription et le rôle de chacun d'eux,
- La nature de la garantie et les procédures de sa mise en jeu dans le cas d'adoption de la garantie des sukuk au sens de l'article 4 de la présente loi,
- Une description détaillée de l'affectation du produit de l'émission,
- Un exposé sur la faisabilité économique et sociale ou l'objectif de l'opération d'émission,
- Les conditions de négociabilité et de récupération des sukuk selon les dispositions du ou des contrats qui les réglementent,
- Désignation de la partie à laquelle sera transférée la propriété des actifs sous-jacent aux sukuk, ainsi que la partie à laquelle sera confiée la gestion et l'investissement de ces actifs,
- Indication de la rémunération exigée en contrepartie de la gestion et de l'investissement des actifs sous-jacent aux sukuk,
- Les conditions et modalités d'extinction des sukuk.

## Enregistrement et négociabilité des sukuk

Les modalités d'enregistrement et de la tenue des sukuk sont régies par les dispositions de la loi n° 2000-35 du 21 mars 2000, relative à la dématérialisation des titres et les textes d'application y afférents tant qu'il n'y ait pas dérogé par la présente loi.

Les sukuk sont négociés et récupérés après la clôture de la souscription conformément aux normes charaïques régissant les avoirs, les créances, la monnaie et le change et selon les conditions stipulées dans le document d'émission de sukuk et en application des décisions du comité de contrôle charaïque.

Les sukuk sont négociables à la bourse des valeurs mobilières de Tunis conformément aux dispositions de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 et des règlements émis par le conseil du marché financier en la matière.

Les sukuk émis en devises peuvent être négociables sur les bourses étrangères.

## Le comité de contrôle charaïque

Un comité de contrôle charaïque est nommé par la partie émettrice et se charge de décréter à propos de toutes les questions charaïques relatives à l'opération d'émission des sukuk, de la fatwa et de l'audit charaïque.

Le ministère chargé des finances procède à la désignation d'un comité de contrôle charaïque qui se charge de l'étude des questions charaïques, de la fatwa et de l'audit charaïque des opérations de sukuk émis ou garantis par l'Etat ou émis par les collectivités locales.

Les décisions du comité de contrôle charaïque ont un effet obligatoire.

Ce comité présente, à la demande, un rapport annuel et des rapports périodiques au conseil d'administration ou au conseil de surveillance de la société de gestion, sur la conformité de cette dernière aux normes charaïques dans l'exercice de ses activités.

Ce comité se compose au moins de trois membres choisis en fonction de leurs compétences et expériences dans le domaine de la jurisprudence des pratiques financières islamiques. Ils sont désignés pour une durée de trois années, renouvelable une seule fois.

Les membres du comité de contrôle charaïque sont tenus au secret professionnel quant aux informations et aux documents qu'ils détiennent dans le cadre de l'exercice de leurs fonctions. En cas d'infraction, les dispositions de l'article 254 du code pénal leur sont applicables.