

Louvain School of Management

La Finance islamique : principes de fonctionnement et comparaison de la performance des fonds islamiques et conventionnels.

Mémoire recherche réalisé par
Pierre-Jean Goffinet

en vue de l'obtention du titre de
Master 120 crédits en ingénieur de gestion, à finalité spécialisée

Promoteur
Pierre Devolder

Année académique 2017-2018

Remerciements

Je tiens tout d'abord à remercier chaleureusement le Professeur Devolder pour son aide, ses conseils et sa disponibilité tout au long de la rédaction de ce mémoire.

Je tiens également à remercier ma famille et tous mes proches qui m'ont aidé et soutenu pendant la période de réalisation de ce travail.

Table des matières

Introduction	1
PARTIE I : La finance islamique : Définition et Principes de fonctionnement	3
1.1. La période de fondation	3
1.2. La période de formation (1975-1990).....	4
1.3. La période de développement (1990 et après)	5
1.4. La Finance Islamique aujourd’hui	7
2. Les fondements de la finance islamique.....	8
2.1. Les sources primaires.....	9
2.1.1. Le Coran	9
2.1.2. La <i>Sunna (Hadith)</i>	9
2.2. Les sources secondaires	9
2.2.1 Le Consensus « <i>Ijma</i> »	9
2.2.2. Le raisonnement par analogie « <i>Qiyas</i> »	10
2.2.3. Les autres sources	10
3. Principes et interdictions de la finance islamique.....	10
3.1. Les principes dans les affaires en finance islamique	11
3.1.1. Le partage des pertes et des profits	11
3.1.2. La présence d’un actif sous-jacent.....	12
3.2. Les interdictions en finance islamique.....	13
3.2.1. L’interdiction du <i>Riba</i>	13
3.2.1.1. Le <i>Riba Al-nasi’a</i>	13
3.2.1.2. Le <i>Riba al-fadl</i>	14
3.2.2. L’interdiction du Gharar	14
3.2.3. L’interdiction du Qimar (Hasard) et du Maysir (Spéculation)	15
3.2.4. Interdiction d’investir dans des domaines dit « Haram »	16
4. Les instruments de la finance islamique.....	17
4.1. Les instruments respectant la règle des 3P	17
4.1.1. Le <i>Musharaka</i>	17
4.1.1.1. Le <i>Musharaka</i> permanent	18
4.1.1.2. Le <i>Musharaka</i> dégressif.....	18
4.1.2. Le <i>Mudaraba</i>	19
4.2. Les contrats de marge ou de participation indirecte	20

4.2.1. Le <i>Murabaha</i>	21
4.2.2. L' <i>Ijara</i>	22
4.2.3. Les contrats <i>Salam</i>	23
4.2.4. L' <i>Istisn'a</i>	23
4.3. Les <i>Sukuk</i>	24
4.3.1. Définition	24
4.3.2. Le marché des <i>Sukuk</i>	25
4.3.3. Les différents types de <i>Sukuk</i>	27
4.3.3.1. Les <i>Sukuk al-Ijara</i>	28
4.3.3.2. Le <i>Sukuk al-Wakalah</i>	29
4.3.3.3. Les <i>Sukuk al-Murabaha</i>	29
5. Les fonds islamiques	30
5.1. Principes de fonctionnement	30
5.2. Les différents types de fonds islamiques	31
5.2.1. Les fonds d'actions (<i>Equity funds</i>)	32
5.2.2. Les fonds <i>Ijara</i>	33
5.2.3. Les fonds <i>Murabaha</i>	33
5.2.4. Les fonds de matières premières.....	34
5.3. Les indices islamiques	34
PARTIE II : Comparaison des performances des fonds islamiques et conventionnels.	36
1. Présentation de l'échantillon de fonds islamiques	36
2. Présentation des éléments de comparaison	39
2.1. Construction du contre échantillon.....	40
2.2. Présentation des indices utilisés	41
2.2.1. Le MSCI All Country World Index.....	41
2.2.2. Le S&P 500	41
2.2.3. Le EURO Stoxx 600	42
2.3. Le taux sans risque.....	42
3. Analyse descriptive des données	43
3.1. Concepts théoriques	43
3.1.1. Le rendement total	43
3.1.2. L'écart-type.....	44
3.1.3. Le R^2	44
3.2. Description statistique des paires de fonds	45

3.2.1. Les fonds GAM et Schroder Z	45
3.2.2. Les fonds Pioneer et Alken	47
3.2.3. Les fonds Allocator et Artisan	48
3.2.4. Les fonds Edgewood et Franklin	48
3.2.5. Les fonds JOHCM et Schroder C.....	49
4. Analyse de la performance des fonds	51
4.1. Le ratio de Sharpe	51
4.2. Le ratio de Sortino	52
4.3. Le ratio d'information	53
4.4. Analyse des résultats	54
4.4.1. Le ratio de Sharpe	54
4.4.2. Le ratio de Sortino.....	55
4.4.3. Le ratio d'information	55
Conclusion.....	57
Bibliographie	59
Annexes	69

Table des figures

<i>Figure 1 : Répartition des actifs islamiques dans le monde.....</i>	<i>8</i>
<i>Figure 2 : Marché global du Sukuk (2003-2016).....</i>	<i>26</i>
<i>Figure 3 : Emissions de Sukuk par année.....</i>	<i>27</i>
<i>Figure 4 : Emission d'un Sukuk par Tabreed.....</i>	<i>28</i>
<i>Figure 5 : Allocation Investissements Pioneer.....</i>	<i>38</i>
<i>Figure 6 : Allocation Investissements GAM.....</i>	<i>38</i>
<i>Figure 7 : Allocation Investissements Edgewood.....</i>	<i>38</i>
<i>Figure 8 : Allocation Investissements JOHCM.....</i>	<i>39</i>
<i>Figure 9 : Allocation Investissements Allocator.....</i>	<i>39</i>
<i>Figure 10 : Répartition des investissements par secteur (Février 2018).....</i>	<i>38</i>
<i>Figure 11 : Croissance des indices.....</i>	<i>42</i>
<i>Figure 12 : Histogramme des rendements (GAM).....</i>	<i>45</i>
<i>Figure 13 : Histogramme des rendements (Schroder Z).....</i>	<i>46</i>
<i>Figure 14 : Statistiques descriptives.....</i>	<i>46</i>
<i>Figure 15 : Statistiques descriptives Pioneer-Alken.....</i>	<i>47</i>
<i>Figure 16 : Graphe de corrélation de Pioneer et Alken.....</i>	<i>48</i>
<i>Figure 17 : Statistiques descriptives Allocator-Artisan.....</i>	<i>48</i>
<i>Figure 18 : Statistiques descriptives Edgewood-Franklin.....</i>	<i>49</i>
<i>Figure 19 : Statistiques descriptives JOHCM-Schroder C.....</i>	<i>49</i>
<i>Figure 20 : Ratios de Sharpe.....</i>	<i>54</i>
<i>Figure 21 : Ratios de Sortino.....</i>	<i>55</i>
<i>Figure 22 : Ratios d'information.....</i>	<i>56</i>

Introduction

La finance islamique fait aujourd'hui partie intégrante du paysage économique mondial et s'est imposée comme une réelle alternative à la finance conventionnelle. Le manque de transparence dans les processus de financement des intervenants de la finance conventionnelle a permis de soulever un désintérêt pour l'éthique au sein de l'activité économique dite conventionnelle (Hamza & Guermazi-Bouassida, 2012). C'est suite à cette constatation que la communauté internationale a commencé à porter son attention il y a quelques années sur la finance islamique. Ce type de finance alternative, qui se veut résolument éthique, a permis à ses institutions de nettement moins souffrir de la crise financière de 2008 que ses homologues conventionnelles. L'intérêt grandissant porté à la finance islamique peut se lire aisément en consultant les chiffres de son développement au cours des dernières années, ses actifs ayant atteint en 2012 1600 milliards de dollars, chiffre qui devrait s'élever à plus de 6000 milliards de dollars à l'horizon 2020 (Imam & Kpodar, 2015).

La question qui va être posée dans ce mémoire est celle de savoir si les différentes contraintes qui sont appliquées au système financier islamique font de celui-ci un système moins performant que son homologue conventionnel ?

Pour tenter d'apporter une réponse à cette interrogation nous allons comparer les performances des fonds d'investissement islamiques (aussi appelés fonds « *Sharia Compliant* ») et des fonds d'investissement conventionnels. Notre étude sera basée sur des fonds d'actions islamiques et conventionnels. Nous nous efforcerons lors de cette analyse de comparer la performance de fonds à l'aide de la méthode « *matched-pairs* » et tenterons de déterminer si les restrictions qui s'appliquent aux fonds islamiques ont une influence significative sur leur performance.

Nous diviserons le travail en deux parties : une partie théorique et une partie pratique. Dans la première partie nous exposerons les sources de la loi islamique. Une fois cela fait, nous expliquerons les grands principes qui s'appliquent aux affaires avant d'énoncer les

principaux types de contrats et instruments utilisés en finance islamique. Nous nous concentrerons ensuite sur les différents types de fonds islamiques, l'accent étant surtout mis sur les fonds d'actions islamiques puisqu'ils seront l'objet de notre analyse dans la deuxième partie de ce mémoire.

Dans la partie pratique, nous commencerons par présenter les échantillons de données utilisés et expliquerons la méthode d'appariement (« *matched-pairs* ») utilisée pour la comparaison des fonds islamiques et conventionnels. Une fois cette présentation effectuée, nous calculerons les statistiques descriptives de nos fonds et en tirerons un premier constat. Nous présenterons également les ratios utilisés pour la mesure de la performance des fonds étudiés. Nous exposerons finalement les résultats obtenus et terminerons ce mémoire par une conclusion qui récapitulera le propos de ce travail et dans laquelle nous proposerons une méthode d'étude alternative à celle de ce travail ainsi qu'une piste d'exploration pour un travail futur.

PARTIE I : La finance islamique : Définition et Principes de fonctionnement

1. Histoire et évolution de la finance islamique

L'apparition de la finance islamique survient au même moment que l'apparition de l'Islam lui-même au VII^e siècle. A cette époque, le prophète utilisait déjà l'un des types de contrats principaux de la finance islamique, le *Mudaraba*, pour exercer une activité commerciale. On voit également à cette époque les premières traces d'échanges à longue distance entre les marchands musulmans et c'est à ce moment que certains produits de la finance islamique voient le jour, comme les *Sukuk*, produits qui furent alors créés pour faciliter les échanges. Aux alentours du XI^e siècle, ces activités commerciales sont encore plus soutenues et développées grâce à la création d'un système d'enregistrement des transactions financières. Néanmoins, ces concepts de la finance islamique ont été quelque peu mis de côté pendant un long moment avant de refaire surface dans les années 60. (Nedal Alchaar & Sandra, 2009).

Puisque pendant environ 800 ans la finance islamique et ses outils n'ont pas ou peu été utilisés, nous concentrerons davantage notre attention sur son histoire contemporaine, qui est composée de trois grandes périodes : une période de fondation, une période de formation et une période de développement (Nedal Alchaar & Sandra, 2009).

1.1. La période de fondation

Avant le réel commencement de cette période, deux projets de création de banques islamiques ont vu le jour dans le sous-continent indien et en Malaisie, malheureusement ces deux projets se sont soldés respectivement par un échec et par la création d'une institution financière d'une importance minime par rapport à ce qui sera réalisé plus tard (Al-Zumai & Al-Wasmi, 2016). C'est dans les années 1960 que la finance islamique moderne a réellement commencé à se développer avec la naissance en Egypte du Mit Ghamr Saving Project. Le 25

juillet 1963 la Mit Ghamr Local Savings Bank est créée par Ahmad El-Naggar. Cette banque est considérée comme étant la première banque islamique et, même si ce projet fut abandonné quelques années plus tard pour des raisons politiques, il est aujourd'hui considéré comme celui se trouvant à la base du système bancaire islamique (Botis, 2013). Cette banque islamique fut créée dans le but de permettre aux habitants de la région de financer leurs terres au travers de crédits répondant aux principes de la *Sharia*, principes que nous développerons plus tard dans ce travail. Surfant sur ce succès, de nombreuses autres banques ont vu le jour dans la région avant que cette période de fondation soit rapidement suivie par la période de formation à partir de 1975.

1.2. La période de formation (1975-1990)

En 1975, la création de la Islamic Development bank (IDB) à Jeddah a permis de stimuler le développement du système bancaire islamique grâce à la centralisation de l'expertise (Imam & Kpodar, 2013). La création de l'IDB a permis de donner une reconnaissance et un cadre institutionnel au développement de la finance islamique. Suite à la création de cet organe, de nombreuses autres institutions ont vu le jour telles que la Dubai Islamic Bank, la Kuwait Finance House ou encore la Faisal Islamic Bank of Sudan pour n'en citer que quelques-unes (Nedal Alchaar & Sandra, 2009).

A ce moment, le système bancaire islamique ne s'est propagé que très lentement puisqu'il ne semblait s'adresser qu'à une minorité de la population. C'est pourquoi, au commencement, les investisseurs ne s'intéressaient qu'à des produits issus de la finance conventionnelle mais qui seraient utilisés suivant les principes conformes à la *Sharia* (principes « *Sharia Compliant* »). Néanmoins, au fil des années, on a assisté à une sophistication et à une mise à jour des services bancaires offerts par les banques islamiques avec notamment la création des *Sukuk* (obligations islamiques) et également la mise en place d'institutions propres au système bancaire islamique lors la période suivant la période de formation.

1.3. La période de développement (1990 et après)

Face à ce développement rapide et à la multiplication des créations d'institutions de finance islamique, deux organes de gouvernance majeurs ont vu le jour dans le but de maintenir ce développement dans un cadre qui respecte les règles édictées par la *Sharia* : l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions et le Islamic Financial Services Board.

a) Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI¹)

Créée en 1991 et aujourd'hui basée au Bahreïn, l'AAOIFI poursuit les objectifs suivants (AAOIFI, 2017) :

1. Développer un modèle de comptabilité, d'audit, de gouvernance de pensée éthique en rapport avec les activités des institutions financières tout en respectant les préceptes de la *Sharia* ;
2. Diffuser ces modèles de comptabilité, d'audit, de gouvernance de pensée éthique pour les institutions financières islamiques par l'intermédiaire de séminaires, de publications, de rapports, de recherches, etc.
3. Créer des normes de comptabilité et d'audit au sein de ces institutions de finance islamique, mais également les harmoniser et les interpréter.

Depuis 1991, l'AAOIFI a établi environ 100 normes qui sont aujourd'hui d'application dans un grand nombre de pays dans le monde. Pour résumer, la mission ultime de l'AAOIFI est « *la*

¹ Désormais, l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions sera désignée par l'acronyme "AAOIFI"

standardisation et l'harmonisation des pratiques de la finance islamique internationale et de l'information financière en accord avec la Sharia. ² »

b) Islamic Financial Services Board (IFSB³)

L'Islamic Financial Services Board est une institution qui a été créée en 2002 et qui a pour but d'assurer la prospérité et la stabilité de l'industrie des services de la finance islamique. Le IFSB a pour mission l'élaboration et la mise à jour des régulations et des normes internationales « *Sharia Compliant* » dans le but de promouvoir la transparence des services offerts par la finance islamique (IFSB, 2010).

Les normes éditées par le IFSB ont pour but principal la prévention et la gestion des risques associés à l'utilisation des produits issus de la finance islamique (Nedal Alchaar & Sandra, 2009).

Les membres de l'IFSB, qui en mai 2018 étaient au nombre de 185 (IFSB, 2010), sont des autorités de supervision, des acteurs importants sur le marché (institutions financières, grandes entreprises, etc.) et des organisations inter-gouvernementales.

A côté de la création de ces deux organismes on a constaté au cours de ces dernières années une augmentation du nombre de banques islamiques. Selon l'Islamic Development Bank Group (2016), le nombre de banques dépositaires islamiques était de 161 à la fin de l'année 2014, ce qui représente une augmentation de 28% par rapport au chiffre de 2010. Tous ces chiffres indiquent donc de manière incontestable que la finance islamique a connu une croissance impressionnante et exponentielle depuis le début des années 90. Nous allons à présent effectuer un état des lieux de la situation actuelle de la finance islamique.

²Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. (2017). *Mission*. En ligne : <http://aaoifi.com/our-mission/?lang=en>, consulté le 20/06/2018.

³ Désormais, l'Islamic Financial Services Board sera désigné par l'acronyme « IFSB ».

1.4. La Finance Islamique aujourd'hui

Pour la deuxième année consécutive, l'industrie des services de finance islamique a subi une croissance stagnante. La valeur totale de cette industrie en 2016 était d'environ 1890 milliards de dollars ce qui constitue une croissance minime par rapport à celle qu'a pu connaître le secteur en 2015, puisque ce chiffre s'élevait à 1880 milliards d'USD en 2015 selon l'Islamic Financial Services Industry Stability Report de L'IFSB (2015). Ce ralentissement de la croissance s'explique en grande partie par l'ajustement de la valeur des actifs bancaires islamiques mondiaux en USD suite aux différentes dépréciations des taux de change dans les marchés islamiques clés (tels que l'Iran, la Malaisie la Turquie et l'Indonésie).

Aujourd'hui les actifs bancaires représentent 78,9% des produits de finance islamique, ils sont suivis directement par les *Sukuk* avec 16,8%. Viennent ensuite les fonds islamiques (3,0%) et enfin l'assurance islamique (*Takaful*) avec 1,3% (IFSB, 2017).

Au niveau des actifs bancaires, le IFSB (2017) estime que 88% des actifs bancaires islamiques sont détenus dans des pays où le système financier islamique est reconnu comme étant systémique, ce qui montre que à l'heure actuelle, la finance islamique n'a pas encore trouvé d'ancrage dans les pays occidentaux. Le graphe montre d'ailleurs bien que la plus grande majorité des actifs bancaires se trouve dans les pays du GCC⁴ et du MENA⁵.

⁴ GCC : Gulf Cooperation Council

⁵ MENA: Middle East and North Africa

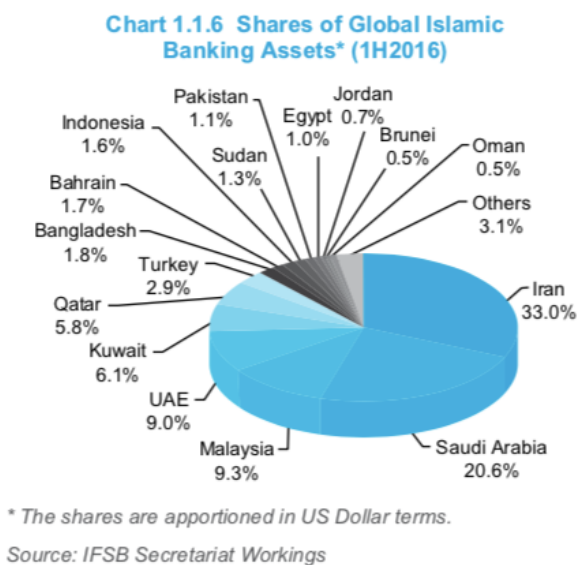


Figure 1 : Répartition des actifs islamiques dans le monde⁶

Actuellement les actifs financiers islamiques représentent moins d'1% de l'ensemble des actifs financiers mondiaux, ce qui témoigne du fait que la finance islamique n'est encore que d'une importance infime au sein du système financier global (Di Mauro et al., 2013).

2. Les fondements de la finance islamique

Avant de pouvoir étudier les différents instruments proposés par la finance islamique, il est nécessaire de comprendre son fonctionnement et les règles qui la régissent.

La finance islamique est un système financier dont le fonctionnement est régi par la loi islamique, également appelée « *Sharia* ». C'est sur base de cette loi que vont s'articuler les affaires. Il est ici important de signaler qu'on ne peut comprendre les principes de fonctionnement de la loi islamique sur base de lois et de méthodes d'analyse utilisées en finance conventionnelle. En effet, il s'agit système qui a ses propres origines et qui se base directement sur des préceptes religieux. Ainsi, si l'on désire appréhender de manière

⁶ Islamic Financial Services Board. (2017). *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017*. En ligne : <https://www.ifsb.org/docs/IFSB%20IFSI%20Stability%20Report%202017.pdf> , consulté le 17/06/2018, p.9.

adéquate les différents mécanismes de fonctionnement de la finance islamique, il faut avant tout réaliser qu'elle est le résultat de l'influence de la religion sur la morale, puis de la morale sur le droit, et enfin du droit sur l'économie pour aboutir à la finance (Guéranger, 2009). Nous allons donc dans un premier temps énoncer les sources du droit islamique avant d'en exposer les principaux objectifs.

2.1. Les sources primaires

2.1.1. Le Coran

Le Coran est le texte le plus sacré de l'Islam, il est la parole de Dieu qui a été dictée au prophète Mahomet par l'ange Gabriel et selon ce livre, le Prophète est l'intermédiaire chargé de transmettre la parole de Dieu à l'homme (Nedal Alchaar & Sandra, 2009). Le Coran est donc la source principale de la loi islamique et il prévaut sur toutes les autres sources de la *Sharia*.

2.1.2. La Sunna (Hadith)

Tout au long de la vie du Prophète, les musulmans lui ont demandé de clarifier certains passages issus du Coran dans le but de pouvoir continuer à vivre en conformité avec le modèle que Dieu leur avait enseigné. Pour ce faire, les *Sunna* du prophète ont été rédigées. Il s'agit d'un ensemble de paroles, d'actes et d'approbations du Prophète sur base duquel les musulmans peuvent s'inspirer pour définir leur orientation morale et leur comportement (Diop, 2014).

2.2. Les sources secondaires

2.2.1 Le Consensus « *Ijma* »

Le mot *Ijma* signifie « accord sur une question » et correspond dans le cas présent à un accord trouvé par les juristes musulmans sur certaines questions de droit ou sur une situation particulière (Kunhibava & Rachagan, 2011).

2.2.2. Le raisonnement par analogie « *Qiyas* »

Le *Qiya* est une règle de droit qui est créée sur base de l'interprétation d'une nouvelle situation en utilisant des règles déjà existantes au sein du Coran ou de la *Sunna* (Diop, 2014).

2.2.3. Les autres sources

Suite au décès du prophète Mahomet et au développement de l'Islam aux quatre coins du monde, les juristes islamiques se sont parfois retrouvés confrontés à certaines situations pour lesquelles des solutions devaient être trouvées. Dans le cas où aucune des sources citées ci-dessus n'était en mesure de fournir une solution, un effort d'interprétation (*Ijtihad*) était alors permis pour résoudre le problème (Diop, 2014).

D'autres sources peuvent également être utilisées mais comme celles-ci ne font pas l'unanimité au sein des différentes écoles de pensée, nous nous contenterons de les citer (Diop, 2014) :

- L'intérêt universel « *Al Maslaha al Moursala* »
- Le choix préférentiel « *Al Istihsan* »
- L'usage « *Al Urf* »
- La présomption de continuité « *Al Istishab* »
- L'avis d'un compagnon du Prophète
- Les lois du peuple monothéiste antérieur

Lors de la détermination de la décision à prendre, les juristes musulmans se servent donc de cette hiérarchie des sources, en commençant par le Coran, puis la *Sunna* et ainsi de suite jusqu'à ce que les écrits leur donnent la solution à leur interrogation.

3. Principes et interdictions de la finance islamique.

La loi islamique est donc une loi dont l'influence ne se limite pas au domaine privé. Elle influe et donne des directives à suivre dans les domaines de l'économie, de la vie sociale, de la culture et de la politique (Ismail & Tohirin, 2010). La frontière entre économie islamique et

finance islamique, même si elle peut être considérée comme peu évidente, est bien existante. Tandis que les principes s'appliquant à l'économie islamique s'apparentent davantage à des points de repère qui permettent de guider les activités économiques en général, ceux s'appliquant à la finance islamique ont une dimension bien plus prescriptive et normative. En effet, la réalisation d'opérations liées à la finance islamique doit nécessairement s'accompagner de la complétion de certains critères pour avoir lieu. La finance islamique, bien plus que d'être simplement guidée par ces principes, est réellement régie par ceux-ci. Avant d'énoncer les grandes interdictions liées aux affaires en finance islamique, nous allons tout d'abord exposer les grands principes qui s'appliquent aux transactions.

3.1. Les principes dans les affaires en finance islamique

3.1.1. Le partage des pertes et des profits

Le partage des pertes et des profits fait partie des principes de base des affaires islamiques. La logique derrière ce partage des pertes et des profits (PPP) est la suivante : un contrat ne peut pas être constitué de telle sorte que toutes ses clauses soient au bénéfice d'une seule partie prenante du contrat (Anas, 2011). Par exemple, dans le cas d'un apporteur de capital et d'un entrepreneur désirant financer son projet, la morale islamique considère que puisque l'apporteur prête une partie de son capital, celui-ci a le droit de percevoir une partie des bénéfices qui résulteraient du succès du projet et inversement, il n'est pas possible que le prêteur réclame la totalité des profits générés par le projet (Guéranger, 2009). Ce principe permet la création d'une relation de partenariat entre le prêteur et l'apporteur du capital puisque ce dernier, étant potentiellement bénéficiaire des profits générés par le projet, en plus de s'engager dans celui-ci, contribue également à sa réussite (Badaj & Radi, 2017). De plus, avant de s'engager dans le projet, le prêteur apprend à connaître l'entrepreneur et s'assure ainsi de la légitimité du projet entrepris.

A la base du partenariat, il n'y a donc aucune garantie par rapport au montant apporté mais plutôt un pourcentage déterminé et assuré sur les rendements du projet qui est fixé dès le début de la relation.

C'est notamment par ce mode de fonctionnement des financements que la finance islamique remplace l'intérêt, qui comme nous le verrons plus en détail, est interdit en finance islamique.

Dans le cas où le prêteur est une banque et que le capital apporté est de l'argent que les déposants ont placé à la banque en vue de le faire fructifier, ces déposants peuvent être considérés comme étant des investisseurs recevant un dividende lorsque la banque dégager des profits ou des pertes. Par conséquent, dans ce type de contrat l'accent est davantage mis sur la rentabilité potentielle du projet que sur la solvabilité de l'entrepreneur (Anas, 2011).

3.1.2. La présence d'un actif sous-jacent

L'autre principe de base des affaires islamiques est le suivant : les opérations de financement doivent nécessairement être liées à un actif sous-jacent. Alors que dans le système financier conventionnel les banques et institutions financières utilisent l'argent comme moyen d'échange permettant de créer de la valeur, la finance islamique considère que l'argent ne peut en soi pas constituer l'objet d'un échange (Jouaber-Snoussi, 2012). L'argent est uniquement un moyen d'échange puisqu'une unité d'argent a exactement la même valeur qu'une autre unité d'argent ; il n'est donc pas possible de générer des bénéfices en échangeant cet argent puisque l'argent n'a pas d'utilité ni de valeur intrinsèques (Usmani, 2002). Par conséquent toute transaction financière se doit d'être adossée à un actif sous-jacent non liquide, qui peut être matériel ou pas (Guéranger, 2009). Nous verrons des applications de ce principe lorsque nous présenterons les différents instruments de la finance islamique.

3.2. Les interdictions en finance islamique

3.2.1. L'interdiction du *Riba*

Le mot « *Riba* » provient du verbe arabe « *Raba* » qui signifie littéralement «[...] augmenter et faire accroître une chose à partir d'elle-même⁷ ». Les juristes musulmans le définissent comme « tout avantage ou surplus perçu par l'un des contractants sans aucune contrepartie acceptable et légitime du point de vue du droit musulman.⁸ ». Généralement le *Riba* est assimilé à l'intérêt mais en réalité sa portée est beaucoup plus étendue. En effet, l'intérêt se définit comme étant la « somme que le débiteur paie au créancier en rémunération de l'usage de l'argent prêté⁹ ». Néanmoins si l'on se réfère à la définition du *Riba*, on se rend compte qu'il englobe un panel beaucoup plus important d'activités puisqu'il interdit tout enrichissement sans contrepartie (Guéranger, 2009), et plus précisément tout «[...] profit ou gain illicite découlant d'une inéquivalence dans la contre-valeur des prestations réciproques au cours de l'échange de deux ou plusieurs biens de la même espèce, du même genre et régis par la même cause efficiente¹⁰». Deux catégories de *Riba* ont été définies par les juristes musulmans (Diop, 2014) : le *Riba Al-nasi'a* et le *Riba Al-fadl*.

3.2.1.1. Le *Riba Al-nasi'a*

Ce type de *Riba* en constitue la forme principale et concerne les produits tels que les métaux précieux et l'argent. Il se produit lorsque ces types de biens sont échangés contre des biens de la même espèce mais dans des proportions qui font que l'un des intervenants reçoit une quantité inégale à celle donnée. C'est dès lors dans cette catégorie de *Riba* que se rangent les intérêts payés sur une somme prêtée puisque dans ce cas-ci, on a bien un objet de *Riba* (l'argent) qui est échangé mais dans des proportions inégales dans la mesure où le prêteur

⁷ El-Gamal, M.A. (2010). *Finance islamique : Aspects légaux, économiques et pratiques*. (J. Havelaers, Trad.) Bruxelles : De Boeck. (Œuvre originale publiée en 2006), p.77.

⁸ *Ibid.*

⁹ Définition du Larousse 2018.

¹⁰ Guéranger, F. (2009). *Finance Islamique : une illustration de la Finance éthique*. Paris : Dunod, p.34.

reçoit le montant prêté auquel s'ajoute le montant des intérêts associés au montant de base. La prohibition de ce type de *Riba* est explicitement signalée au sein des différentes sources du droit musulman (Diop, 2014).

3.2.1.2. Le *Riba al-fadl*

Il se déroule lors de l'échange de biens de même nature, à la condition que l'un des biens échangés possède une valeur supérieure à celle de l'autre bien échangé. Ce *Riba* est explicité au sein d'un *Hadith (Sunna)* et qui spécifie 6 denrées (l'or, l'argent, le blé, l'orge, les dattes et le sel) qui sont génératrices de *Riba*. Ces denrées qui étaient alors utilisées comme moyen de paiement devaient être échangées en quantités égales. A titre d'illustration, ce type de *Riba* pourrait avoir lieu lorsque l'on échange un même poids d'or mais que l'un des deux est de meilleure qualité que l'autre ou plus simplement lorsque j'échange une pièce de monnaie contre deux pièces de monnaie de la même valeur (Diop, 2014).

Pour résumer, la règle générale qui est d'application en finance islamique pour éviter le *Riba* est la suivante : toute compensation payée doit être justifiée et doit être le fruit d'un effort ou d'un travail qui fait que cette compensation est méritée par celui qui la reçoit.

3.2.2. L'interdiction du *Gharar*

Après le *Riba*, le *Gharar* constitue la deuxième grande interdiction observée en finance islamique. Il peut être défini comme « la vente à caractère aléatoire d'éléments probables dont la nature incertaine et risquée l'apparente aux jeux de hasard¹¹ ». El-Gamal (2010) considère que « le *Gharar* regroupe les situations où l'information est incomplète ainsi que le caractère intrinsèquement risqué et incertain de l'objet d'un contrat¹² ».

Le concept étant désormais défini, il semble évident que le *Gharar* est présent dans tout type de contrat puisqu'aucun contrat ne connaît d'issue certaine. Sur base de cette constatation il a donc été postulé que le « *Gharar* mineur » n'altérerait en rien la nature du

¹¹ El-Gammal, M.A., *op. cit.*, p.87.

¹² *Ibid.*

contrat et dès lors que celui-ci était accepté, par opposition au « *Gharar* excessif » qui lui est interdit car il est en mesure de causer des conflits entre les parties contractantes (Nehad & Khanfar, 2016). La lecture de la littérature sur le *Gharar* nous apprend que ce concept a été défini par de nombreux experts mais malgré cette pluralité d'interprétations, les auteurs sont généralement d'accord sur certains éléments causant la nullité des contrats. El-Gamal (2010) synthétise ces conditions comme suit. Premièrement, cette incertitude inhérente au contrat doit être significative pour invalider le contrat. Deuxièmement, le contrat doit nécessairement être un contrat bilatéral et non unilatéral comme c'est le cas dans une donation ou un service gratuit. Troisièmement, cette incertitude doit reposer sur l'objet même du contrat. Cet objet couvre tant bien la marchandise échangée que le prix qui a été fixé pour cette marchandise, dès lors, si une quelconque ambiguïté subsiste au sujet de ces deux composants du contrat, cela peut entraîner une annulation de ce dernier (Al-Zuhayli, 2001). Enfin quatrièmement, le *Gharar* est accepté dans les cas où l'objectif même du contrat ne saurait être réalisé sans cette incertitude. La détermination de cette distinction entre *Gharar* excessif et mineur est donc le résultat d'une analyse « coûts-bénéfices » très rigoureuse (Bousslama & Lahrichi, 2015).

Comme démontré, le *Gharar* est donc une interdiction centrale et essentielle au sein de la loi des contrats en Islam dont l'identification n'est pas aussi aisée que celle du *Riba*. Une analyse au cas par cas est la plupart du temps nécessaire pour déterminer à quel type de *Gharar* nous avons affaire. A noter que la forme de *Gharar* la plus explicite est celle se rapportant aux jeux de hasard, et que celle-ci permet l'évaluation de certaines variantes du *Gharar*, puisqu'elle en constitue la forme la plus extrême (El-Gamal, 2010).

3.2.3. L'interdiction du Qimar (Hasard) et du Maysir (Spéculation)

Ces deux notions sont étroitement liées à celle du *Gharar*. Elles sont même parfois confondues au sein de la littérature mais une distinction existe cependant entre ces deux concepts. Le *Qimar* est souvent défini comme étant du *Maysir* à savoir quelque chose qui est obtenu sans fournir d'efforts (Kunhibava & Shanmugan, 2010). La différence est que le *Maysir* va au-delà des jeux de hasard puisqu'il correspond à tout enrichissement non justifié (Guéranger, 2009). Ces concepts, bien que sensiblement différents, sont tout de même liés.

En effet, le *Qimar*, dans sa définition, est en lien avec l'incertitude, mais il faut bien noter que tout élément de *Qimar* est un élément de *Gharar* alors que tout élément sujet au *Gharar* ne correspond pas forcément à du *Qimar* (Diop, 2014).

Ayub (2007) nous apprend également que certains produits issus de la finance conventionnelle sont proscrits car ils comportent des éléments de *Maysir* telle que l'assurance. Les contrats de type « *future* » et les options sont également interdits puisque leur résultat dépend de facteurs liés à du hasard (taux de change, survenance d'un événement, etc...).

3.2.4. Interdiction d'investir dans des domaines dit « Haram »

Comme nous le dit Jouaber-Snoussi (2012), la finance islamique se doit d'être socialement responsable. Pour ce faire il convient de définir les activités qui sont « *Haram* » (illégales) et « *Halal* » (légal). La règle de base, pour procéder à cette définition, est que toutes les activités que Allah a créées et tous les bénéfices qui en découlent sont définis comme étant « *Halal* » (Mohammed, 2013). Cette règle entraîne donc l'interdiction d'un grand nombre de secteurs d'activités dans lesquels les musulmans ne peuvent pas investir.

Une autre distinction à effectuer est celle entre l'objet pur et impur. Si l'objet est impur, il ne peut dès lors pas faire l'objet d'une transaction mais dans certains cas un objet pur ne peut pas non plus faire l'objet d'une transaction (sol de lieux sacrés, etc...) (Guéranger, 2009).

Au vu de l'ambiguïté des règles énoncées dans la littérature concernant l'acceptation ou non de certains secteurs d'activités, il est très difficile d'établir des règles claires concernant la légitimité de ces secteurs. Les secteurs principaux dans lesquels il est interdit d'investir sont néanmoins facilement identifiables tant la loi islamique est sans équivoque à leur propos, comme c'est le cas pour l'alcool, le tabac ou encore la pornographie.

4. Les instruments de la finance islamique

Les instruments de la finance islamique peuvent se diviser en trois catégories bien distinctes : les instruments respectant le principe de partage des pertes et des profits (3P), les instruments à participation indirecte ou contrats de marge et enfin les *Sukuk* (Di Mauro & al., 2013).

4.1. Les instruments respectant la règle des 3P

Ces instruments (ou contrats) sont considérés comme étant les plus proches des principes édictés par la *Sharia* (Di Mauro & Al., 2013). Malgré ce constat, il semblerait que les modes de financement basés sur le principe de partage des profits et des pertes soient les moins utilisés au sein des banques islamiques actuellement (Khan, 1994). Les deux principaux instruments de financement respectant ce principe des 3P sont le *Musharaka* et le *Mudaraba*. Bien que répondant au même principe de base nous allons constater que leur mode de fonctionnement est quelque peu différent.

4.1.1. Le Musharaka

Le *Musharaka* se définit comme « une entreprise commune dans laquelle tous les partenaires partagent les profits et les pertes de cette joint-venture¹³ ». Il s'agit donc ici d'un instrument de financement qui illustre parfaitement le principe de partage des pertes et des profits. Usmani (2002) nous dit que dans un *Musharaka*, la part du profit qui est donnée à chacun des intervenants est fixée au début de l'entrée en relation des partenaires du projet. Ces parts du profit étant calculées grâce à un ratio directement proportionnel au profit dégagé par le projet, elles ne sont donc pas calculées sur base du capital apporté à la base du projet. Il est par conséquent interdit de fixer un montant garanti pour l'apporteur de capital sous peine de voir ce contrat invalidé. En revanche, si le projet dans lequel les partenaires ont

¹³ Usmani, M.T. (2002). *An introduction to Islamic Finance*. La Haye : Kluwer Law International, p.1.

investi venait à générer des pertes, celles-ci seraient attribuées à chaque partenaire à la hauteur du capital investi. Ainsi, si la banque a apporté 40 % du capital nécessaire à la réalisation du projet, celle-ci devra supporter 40% des pertes découlant de ce même projet (Usmani, 2002). Les partenaires prenant part au contrat de *Musharaka* ont tous un droit de gestion et de participation au projet sauf si une clause particulière a été stipulée à ce sujet lors de l'élaboration de ce contrat (Rammal, 2004).

Au-delà de cette définition générale, il est important de signaler que deux types de *Musharaka* existent : le *Musharaka* permanent (ou continu) et le *Musharaka* dégressif.

4.1.1.1. Le Musharaka permanent

Dans ce type de *Musharaka*, les partenaires maintiennent leur participation dans le projet jusqu'à la fin de celui-ci. Il est néanmoins possible qu'un des participants au *Musharaka* vende sa participation à un tiers avant la fin de contrat le liant à l'entrepreneur (Nedal Alchaar & Sandra, 2009). Dans ce type de *Musharaka*, deux (ou plusieurs) partenaires amènent leur capital et leur expertise au projet. Cet apport leur donne donc un droit de participation au projet et aux différentes opérations qui y seront liées. Les profits retirés du projet sont ensuite distribués sur base de ratios qui auront été déterminés au moment du lancement du projet.

4.1.1.2. Le Musharaka dégressif

Ce type de *Musharaka* se définit comme « une forme de partenariat dans lequel un des partenaires promet d'acheter la part du capital de l'autre partenaire de manière graduelle et ce jusqu'à ce que l'entièreté de ce capital lui soit transféré¹⁴ ». Dans ce type de *Musharaka*, la banque est également apporteuse de capitaux pour la conduite du projet mais dans ce cas-ci,

¹⁴ Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). (2017). *Shari'ah Standards for Islamic Financial Institutions*. Riyad : Dar Al-Maiman, p.346.

une partie des bénéfices générés par le projet sera allouée au remboursement du capital principal payé par la banque au début du projet. Ainsi, au fur et à mesure que le projet avance, les droits de propriété de la banque sur ce projet vont graduellement être diminués pour qu'à la fin du projet, celui-ci soit la propriété exclusive du client partenaire de la banque (Bendjilali, 1996).

Ce premier mécanisme du *Musharaka* nous permet de voir la mise en application pure et simple de deux grands principes de la finance islamique à savoir l'interdiction du *Riba* mais également celui du partage des pertes et des profits, ce qui nous montre bien que les préceptes de la loi islamique s'appliquent de manière rigoureuse au sein de la pratique des affaires en finance islamique.

4.1.2. Le Mudaraba

Le contrat *Mudaraba* est un contrat dans lequel une partie soutient le projet en y apportant le capital nécessaire (*Rab al-Mal*) et l'autre partie (*Mudarib*) y apporte le travail nécessaire à la réalisation du projet (AAOIFI, 2017). Ce type de contrat est également basé sur le principe de partage des pertes et des profits. Dès lors, les profits sont répartis entre le *Rab al-Mal* et le *Mudarib* sur base d'un ratio proportionnel au profit dégagé par le projet. A première vue le *Mudaraba* semble être un contrat fortement similaire à celui du *Musharaka*, néanmoins ces deux types de contrats présentent des caractéristiques bien précises qui les différencient de manière assez claire. Ces différences ont été énumérées par Usmani (2002) comme suit :

- Dans le cadre d'un *Mudaraba*, l'investissement provient uniquement de l'apporteur du capital (*Rab al-Mal*) alors que dans un *Musharaka* cet investissement provient également du gestionnaire du projet (*Mudarib*)
- Dans un *Musharaka*, toutes les parties peuvent prendre part à la gestion du projet, ce qui n'est pas le cas dans le cadre du *Mudaraba* puisque seul le *Mudarib* a un droit de gestion et d'exécution sur le projet.

- Dans le *Mudaraba*, seul le *Rab al-Mal* se voit dans l'obligation de supporter les pertes (s'il y en a) puisqu'il est le seul à avoir apporté un investissement au projet. A noter que ce cas de figure a lieu uniquement si le *Mudarib* a agi de manière appropriée, c'est à dire s'il n'a pas effectué sa tâche avec négligence ni tenter de se montrer malhonnête, sans quoi il aurait dû supporter également ces pertes car il en était lui aussi responsable.

Ce type de contrat qui s'apparente au contrat de commandite en finance conventionnelle peut être soit limité, dans le cas où celui-ci porte sur un projet bien spécifique, soit illimité dans le cas où la banque (*Rab al-Mal*) apporte les fonds nécessaires au développement de l'activité de l'entreprise entière (Guéranger, 2009).

4.2. Les contrats de marge ou de participation indirecte

Ce type de contrats, qui ne repose plus sur le principe de partage des pertes et des profits, est aujourd'hui le plus couramment utilisé au sein des banques islamiques et en particulier pour les crédits faits aux consommateurs de tous les jours mais également pour les besoins de financement à court et moyen terme (Di Mauro & Al., 2013). Les contrats présentés ci-dessous sous-tendent l'achat de biens et de services. La banque exerce ici une fonction commerciale dans le sens où elle participe directement à ces ventes et achats de biens, desquels elle retire une marge ou des frais pour dégager un profit. Selon la spécificité de ces contrats, les instruments diffèrent dans leur fonctionnement. Nous nous intéresserons de plus près à 4 instruments de ce type à savoir les contrats *Murabaha*, *Ijara*, *Salam* et enfin *Istisn'a*.

4.2.1. Le Murabaha

Le contrat de *Murabaha* qui signifie « vente » en arabe est le type de contrat le plus fréquemment utilisé en finance islamique et ce surtout pour le financement de l'activité de ses institutions financières (Nedal Alchaar & Sandra, 2009).

L'AAOIFI définit ce contrat comme « [...] la vente d'un bien au prix d'achat avec une marge définie et acceptée par les parties. Cette marge de profit peut être un pourcentage du prix de vente ou un montant fixe¹⁵ ». Ainsi, si l'on considère cette définition, le *Murabaha* n'est rien d'autre qu'un contrat de vente entre deux personnes. Il se différencie uniquement du contrat de vente conventionnel par le fait que le vendeur divulgue ici à l'acheteur le prix auquel il a acheté ce bien, et par le fait que les deux parties s'accordent sur une marge à ajouter sur ce prix d'achat (Usmani, 2002).

Le contrat de *Murabaha* nécessite l'intervention d'un intermédiaire (une banque par exemple) et représente actuellement le mode de financement le plus répandu dans les transactions islamiques. On parle dans ce cas-ci d'un *Murabaha* tripartite (Saadouni & Genc, 2015). Ce type de *Murabaha* a lieu lorsque le vendeur du bien n'est pas disposé à proposer des conditions particulières de paiement à l'acheteur, dès lors l'opération se structure comme suit (Nedal Alchaar & Sandra, 2009) :

- 1) L'acheteur vient vers la banque en lui faisant savoir qu'il désire acheter un bien ;
- 2) La banque achète ce bien au prix *spot* ;
- 3) La banque demande au vendeur de livrer ce bien à l'acheteur ;
- 4) La banque paye ensuite le vendeur ;
- 5) La banque vend le bien à l'acheteur contre un paiement différé ;
- 6) L'acheteur paie à la banque le prix du bien + la marge préalablement fixée.

¹⁵ Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), *op.cit.*, p.221.

Comme dit précédemment, ce type d'instrument est le plus utilisé par les institutions financières islamiques comme moyen de financement. Malgré cela, le *Murabaha* possède de nombreux détracteurs qui remettent en question le bien-fondé de cette fameuse marge. Celle-ci est en effet souvent considérée comme étant un intérêt déguisé. Dès lors, cet instrument n'est pour certains pas un produit *Sharia Compliant* (Saadouni & Genc, 2015). Malgré cela, le *Murabaha* reste l'instrument de financement de référence pour pallier à l'interdiction du prêt avec intérêts.

4.2.2. L'*Ijara*

L'*Ijara*, dans son appellation la plus simple est la vente de l'usufruit d'un bien (Al-Zuhayli, 2001). Le contrat *Ijara* est un contrat qui porte sur le transfert de l'utilisation d'un bien pendant une période donnée et moyennant un prix de location convenu au préalable. Le locataire possède donc le droit d'utiliser le bien comme il est stipulé dans le contrat préalablement arrangé. Il est tenu responsable des dommages qui pourraient être causés à ce bien uniquement s'il est prouvé que cette dégradation est due à sa négligence. Ce type de contrat peut s'appliquer soit à des biens (maison, voiture, etc) soit au travail d'un artisan d'un médecin, etc. (Ayub, 2007). Il existe différentes formes dérivées du contrat *Ijara* (*Ijara-wal-iqtina*), notamment celle dans laquelle ce contrat de leasing s'accompagne d'une option d'achat du bien ou du service en question à la fin de la période qui a été précisée dans le contrat. Dans ce cas précis, les parties prenantes s'engagent dans deux contrats différents : le premier est un contrat de location qui précise les termes du leasing de l'actif et le second est un contrat « *Bai* » qui règle les termes de la vente de l'actif à la fin du contrat de leasing (Daly & Frikha, 2014). Ce type de contrat fait intervenir trois parties lors de sa réalisation. Tout d'abord, l'apporteur du bien ; ensuite la banque qui en acquière la propriété pour ensuite le louer à un client et ainsi devenir bailleur de ce bien, et enfin le client de la banque, qui loue le bien contre un loyer pour à terme, acquérir ce bien une fois le contrat de location achevé (Guéranger, 2009).

4.2.3. Les contrats *Salam*

Comme nous l'avons vu lors de l'énonciation des grands principes de la finance islamique, un contrat ne peut se voir validé que si un actif tangible est adossé à celui-ci. En d'autres termes, cet actif doit être existant (doit déjà avoir été créé), et doit être la propriété de celui qui le vend, lequel doit nécessairement l'avoir en sa possession physique pour valider le contrat. Il existe deux catégories de contrat qui font figure d'exception à cette règle au sein de la loi des contrats islamiques, l'une d'elles étant le contrat *Salam* (Usmani, 2002).

Dans le contrat *Salam*, le vendeur vend un bien à un acheteur au prix *spot* mais la livraison de celui-ci se fait dans le futur. Ce type de contrat, qui a été validé par le Prophète lui-même, trouve sa justification économique dans le fait qu'il permettait aux agriculteurs de financer leur exploitation avant d'en délivrer le fruit. Il est à noter que le contrat *Salam* met en jeu un certains nombres d'éléments de *Gharar*, puisqu'on vend un bien à un prix *spot*, sans que la valeur de celui-ci au moment de sa livraison ne soit connue. Pour minimiser cette incertitude, de nombreuses conditions (établies selon la marchandise, la livraison, etc.) préalables à ce type de contrats ont dues être mises en place pour rendre celui-ci licite (El-Gamal, 2010).

Le fonctionnement de ce type de contrats se décline comme suit : le financier (en général une banque) commande une certaine quantité de marchandise à l'entreprise. Après cela, la banque verse les fonds avant la livraison de la marchandise. Une fois la marchandise reçue, la banque la vend sur le marché pour dégager un profit (Guéranger, 2009). A noter que la banque se protège du risque en demandant une garantie au vendeur de la marchandise (ce dernier peut s'engager par exemple à acheter sur le marché la marchandise manquante à la date de livraison).

4.2.4. L'*Istisn'a*

Le contrat *Istisn'a* est le second type de contrat pour lequel un bien peut faire l'objet d'une transaction sans que celui-ci ne soit préalablement existant (Usmani, 2002). Le contrat est donc très proche du contrat *Salam* à quelques différences près (Al-Zuhayli, 2001) :

- Le paiement intégral de la marchandise à livrer n'est ici pas obligatoire. Ce paiement peut s'effectuer en plusieurs fois, c'est par exemple le cas pour des projets dont le développement s'effectue étape par étape.
- La date précise de la livraison du bien ne doit pas nécessairement être spécifiée au préalable et l'objet du contrat peut être annulé avant son développement ;
- Contrairement à celui du *Salam*, l'objet de l'*Istisn'a* ne doit pas nécessairement être fongible¹⁶ puisque ce type de contrat engage souvent de gros travaux tels que ceux liés à la construction de bâtiments ou de routes.
- L'*Istisn'a* peut être rompu de manière unilatérale avant le début du projet ou de la fabrication du bien en question.

Les principaux types de contrats existant en finance islamique ont été cités mais il est important de noter que beaucoup d'autres variantes de ceux-ci existent. Le nombre important de contrats existant montre que la finance islamique propose aujourd'hui un panel très étendu de produits et de services à ses adeptes et prouve ainsi qu'elle constitue une réelle alternative à la finance conventionnelle.

4.3. Les Sukuk

4.3.1. Définition

Les *Sukuk* sont des instruments financiers définis par l'AAOIFI comme « [...] des certificats ayant une valeur égale et représentant des parts indivisibles de propriété d'actifs tangibles ou intangibles, d'usufruit et de services , ou encore de propriété d'un projet particulier ou d'une activité d'investissement spécifique¹⁷ ». Ces instruments financiers

¹⁶ Fongible : Se dit de choses qui se consomment par l'usage et qui peuvent être remplacées par des choses de même nature, de même qualité et de même quantité (par exemple denrées, argent comptant) (Larousse 2018).

¹⁷ Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), *op.cit.*, p.468.

partagent des caractéristiques communes d'une part avec les obligations conventionnelles et d'autre part avec les actions de la finance conventionnelle (Godlewski, Turk-Ariss & Weill, 2013). Malgré ces traits communs, les *Sukuk* diffèrent fortement de ces instruments. D'une part, contrairement aux obligations, ils représentent une part de propriété d'un actif sous-jacent et d'autre part, contrairement aux actions, les *Sukuk* sont des instruments devant être reliés à un actif, un projet ou un service pour une période de temps bien déterminée. Les *Sukuk* représentent dès lors des opportunités d'investissement mais également des instruments permettant de lever des fonds pour le financement de projets ou d'actifs et sont, en règle générale, émis par des Etats, des institutions islamiques et des grandes entreprises.

Les *Sukuk* sont donc des titres qui donnent à leur détenteur un droit de propriété sur un actif sous-jacent. Les fonds levés sont investis par l'émetteur du *Sukuk* et le rendement qui y est attaché dépend de la rentabilité de l'actif sous-tendant le projet. Le rendement de cet instrument n'est donc, contrairement à celui d'une obligation, pas fixe. Ce type d'instrument ne recourt ainsi à aucune transaction dans laquelle intervient des intérêts de quelque sorte soient-ils (Smaoui & Khawaja, 2017). Actuellement, l'AAOIFI reconnaît 14 types de *Sukuk*. Le type de *Sukuk* sera défini sur base de la méthode de transaction (*Ijara, Murabaha,...*) utilisée pour l'acquisition de l'actif sous-jacent pour lequel celui-ci a été émis (Guéranger, 2009). Nous ne détaillerons pas ces 14 types de *Sukuk* mais nous nous attarderons sur les principaux types de *Sukuk* plus tard dans ce mémoire.

4.3.2. Le marché des Sukuk

Le marché des *Sukuk* est le secteur de la finance islamique ayant connu la croissance la plus fulgurante ces dernières années. A la fin de l'année 2016, l'encours total des *Sukuk* dans le monde s'élevait à 318.5 milliards d'USD, ce qui représente une augmentation d'environ 6% par rapport à l'année précédente. Comme montré dans le graphe de la figure 2, l'encours global des *Sukuk* n'a cessé d'augmenter ces dernières années ce qui nous montre que ce secteur est, comme déjà dit, une branche de la finance islamique en pleine expansion. Selon Smaoui et Khawaja (2017), cette croissance est largement due au gain d'intérêt dont a bénéficié cet instrument suite à la crise financière de 2008. En effet, suite à celle-ci, de

nombreux émetteurs occidentaux (Etats et entreprises) ont décidé d'entrer dans le marché des *Sukuk*. En Europe par exemple, des pays tels que le Luxembourg et le Royaume-Uni ont déjà émis un *Sukuk* pour respectivement 200 millions et 250 millions d'euros (Ghلامallah, 2014). Ces chiffres nous indiquent donc les pays occidentaux (et leurs entreprises) essayent peu à peu d'attirer les investisseurs musulmans en Europe.

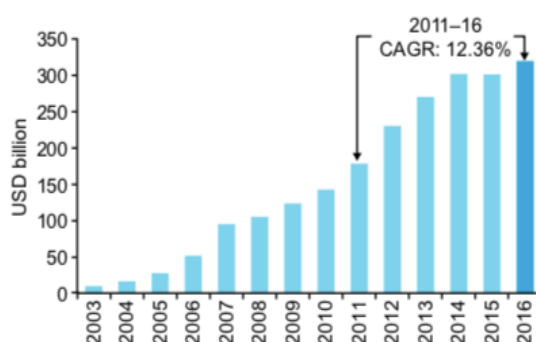


Figure 2 : Marché global du Sukuk (2003-2016)¹⁸

Malgré ce constat positif, il semblerait que cette croissance n'ait pas été soutenue lors des années 2015 et 2016. Comme nous le montre la figure 2, la croissance du secteur n'est plus à la hauteur de celle qu'il a connue durant la période d'après crise où le CAGR¹⁹ s'élevait à 19.56% pour la période 2009-2014 et à 12.36% pour la période 2011-2016 (IFSB, 2017). A noter que sur l'année 2017, l'émission globale de *Sukuk* est passée à 116.7 milliards USD, soit une augmentation de 32% par rapport au début d'année (International Islamic Financial Market²⁰, 2018). Cette augmentation est en grande partie due à l'émission souveraine effectuée par l'Arabie Saoudite lors de l'année écoulée, le nombre d'émissions ne croissant pas du côté des autres grands pays émetteurs de *Sukuk*.

¹⁸ Islamic Financial Services Board, *op.cit.*, p.16.

¹⁹ CAGR : Compound Annual Growth Rate : taux de croissance moyen ou de croissance global annuel.

²⁰ Désormais, nous désignerons l'International Islamic Financial Market par l'acronyme « IIFM ».

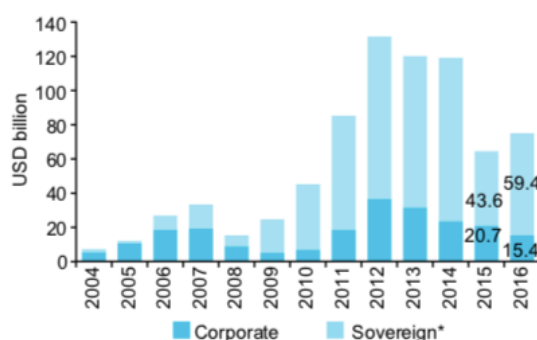


Figure 3 : Emissions de Sukuk par année²¹

Le marché des *Sukuk* est donc à l'heure actuelle un marché encore en développement. Selon Zulkhibri (2015), ce marché a de nombreux défis à relever pour pouvoir se développer de manière globale. Ce qui empêche son développement, c'est principalement le fait que les contraintes liées à l'émission de *Sukuk* sont trop nombreuses et dissuadent les émetteurs potentiels. Pour accélérer leur développement, la mise en place d'un marché secondaire et l'harmonisation des différentes structures liées aux *Sukuk* sont deux objectifs devant être poursuivis impérativement.

4.3.3. Les différents types de Sukuk

Comme signalé plus haut, les différentes catégories de *Sukuk* se différencient entre elles par la méthode utilisée pour lever les fonds nécessaires au financement de l'actif sous-jacent qui détermine à quelle catégorie appartient le *Sukuk* (Guéranger, 2009). Nous allons ici développer le fonctionnement des *Sukuk* pour lesquels, historiquement, l'émission a été plus la plus élevée ; il s'agit des *Sukuk Al-Ijara*, *Al-Wakalah* et *Al-Murabaha*.

²¹ Islamic Financial Services Board, op. cit., p.16.

4.3.3.1. Les *Sukuk al-Ijara*

Historiquement, c'est cette structure de *Sukuk* qui a été la plus émise lors d'émissions internationales (IIFM, 2018). Ce type d'émission se base sur le principe du leasing (Azmat, Skully & Brown, 2015).

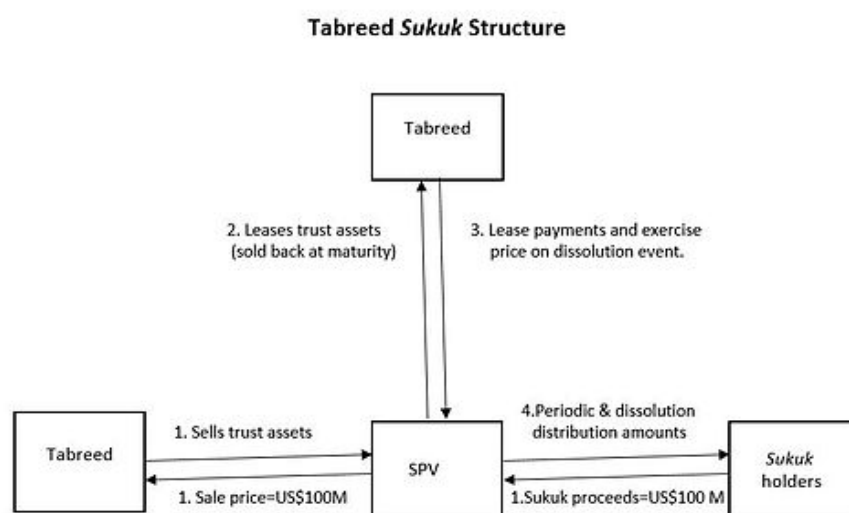


Figure 4 : Emission d'un *Sukuk* par Tabreed²²

L'émission d'un *Sukuk* par Tabreed est une très bonne illustration du principe du *Sukuk al-Ijara* et se décline comme suit :

- 1) Tabreed crée un *Spécial Purpose Vehicle* (SPV) pour permettre le financement d'immeubles. Les immeubles sont vendus au SPV. Le SPV émet alors un *Sukuk* pour une valeur de 100 millions d'USD afin de permettre l'achat des immeubles à Tabreed.
- 2) Les porteurs des *Sukuk* détiennent également un droit de propriété sur ces immeubles.
- 3) Le SPV conclue ensuite un contrat de leasing avec la société mère concernant ces immeubles. Les loyers qui résultent de ce contrat sont ensuite reçus par le SPV qui les transfère aux détenteurs du *Sukuk*.
- 4) Une fois l'échéance du *Sukuk* effective, Tabreed rachète les immeubles au SPV.

²² El-Gamal, M.A., *op.cit.*, p.27.

4.3.3.2. Le *Sukuk al Wakalah*

Ce type de *Sukuk* est actuellement le plus émis lors des émissions internationales (IIFM, 2018). Dans cette structure, comme dans le cas du *Sukuk al-Ijara*, un SPV est chargé d'émettre le *Sukuk*. Une fois les fonds levés, le SPV est chargé de les investir dans un portefeuille d'actifs *Sharia Compliant*. Différents avantages sont liés à ce type de *Sukuk*. Premièrement, la gamme d'actifs dans laquelle le SPV peut investir est très large et variée. Deuxièmement, l'organisme qui crée le SPV a la possibilité d'investir dans des contrats qui peuvent être échangés sur la marché secondaire (comme des contrats *Murabaha* et *Istisn'a*). Malgré le fait que ces contrats ne peuvent être utilisés comme actifs sous-jacents, ils peuvent néanmoins entrer dans la composition du portefeuille d'actifs à la condition que celui-ci soit composé d'au moins 30% d'actifs tangibles tels que des *Ijara* ou des *Sukuk* basés sur des actifs (Clifford Chance LLP, 2009).

4.3.3.3. Les *Sukuk Al-Murabaha*

Le *Sukuk Al-Murabaha* est historiquement la structure la plus émise de manière domestique (IIFM, 2018). Il y a également création d'un SPV par une société désirant acheter un actif. Celle-ci crée un SPV *Mudaraba* qui émet un *Sukuk*, cette émission lui permettant par la suite d'acquérir le bien en question. La société, ayant dans ce cas-ci le statut d'agent, reçoit alors le bien directement. A la fin de ce mandat d'agent, un contrat de vente *Murabaha* (à paiement différé) est mis en place. Par ce contrat, la société acquière le bien vendu par le SPV avec la marge convenue à la base. Le montant auquel est acheté le bien par la société est versé au SPV suivant un échéancier convenu lors de la mise en place du contrat. Les versements effectués lors des différentes échéances permettent de rémunérer les détenteurs du *Sukuk* à intervalles réguliers (Guéranger, 2009).

5. Les fonds islamiques

Maintenant que les grands principes et produits de la finance islamique ont été présentés en détail, nous allons passer à la description des fonds islamiques, qui constituent le sujet principal de ce mémoire. Le premier fonds islamique ayant vu le jour était un fonds malaisien, qui a été créé en 1968 sous le nom de *Dana Al-Aiman*. Malgré la création résolument précoce de ce fonds, ce n'est que dans les années 1990 que les fonds islamiques se sont réellement développés. En 1996, il y avait environ 800 millions de dollars répartis dans 29 fonds (Jouaber-Snoussi, 2012). A noter également que ce développement s'est poursuivi dans les années suivantes puisqu'en 2007, 153 fonds d'investissement *Sharia Compliant* ont vu le jour, soit une augmentation de plus de 50% par rapport à l'année précédente (Ernst & Young, 2008).

Usmani (2002) nous apprend qu'un fonds d'investissement islamique est un *pool* commun dans lequel les investisseurs placent leur argent dans le but d'en retirer un profit dit « *Halal* ». Ainsi, malgré leurs similitudes avec leurs homologues conventionnels (Association of the Luxembourg Fund Industry²³, 2012), les fonds islamiques possèdent leurs spécificités qui proviennent une fois encore de la nécessité de respecter les principes édictés par le droit islamique (Guéranger, 2009).

5.1. Principes de fonctionnement

Comme énoncé plus haut, le fonctionnement d'un fonds islamique est en grande partie dicté par les préceptes issus de la loi islamique. La loi islamique a une influence tant au niveau de la structuration que de la gouvernance du fonds. Ainsi, dans le but de sélectionner les actifs qui vont composer le portefeuille, un filtrage doit être opéré de manière à déterminer si ceux-ci sont *Sharia Compliant* et si dès lors, ils peuvent entrer dans la composition du portefeuille d'investissement du fonds (Bouharati, 2016). La bonne application de ce filtrage est effectuée par un comité religieux appelé le *Sharia Board* qui veille à la conformité du fonctionnement

²³ Désormais, nous désignerons l'Association of the Luxembourg Fund Industry par l'acronyme « ALFI ».

du fonds. Ce *Sharia Board* va ensuite émettre un « *fatwa* », qui est un certificat attestant de la conformité de la structure du fonds et de ses investissements (ALFI, 2012).

Selon le type de fonds d'investissement considéré, différentes règles sont d'application. Néanmoins, Usmani (2002) nous apprend qu'en règle générale tous les fonds d'investissement islamiques se doivent de répondre à deux conditions de base :

- 1) Au lieu de fournir un revenu garanti à ses investisseurs, le fonds devra rapporter à ses investisseurs un revenu qui est calculé au prorata de ses revenus et de ses pertes. Ainsi, si le fonds venait à générer des pertes, celles-ci devraient être partagées entre les investisseurs sur base de leur contribution.
- 2) L'argent des investisseurs réuni au sein du fonds doit être investi dans des activités répondant aux principes de la loi islamique.

Suivant cette ligne de conduite identique à tout fonds d'investissement, chaque fonds adoptera un mode de financement bien précis en fonction du type auquel il appartient.

5.2. Les différents types de fonds islamiques

Nous nous attarderons dans un premier temps sur les « *Equity Funds* » puisque ceux-ci représentaient en 2017 environ 43% de l'industrie des fonds *Sharia Compliant* (IFSB, 2017) et qu'ils seront l'objet de notre analyse. Nous passerons ensuite brièvement en revue les autres types de fonds les plus récurrents au sein de l'industrie des fonds islamiques.

5.2.1. Les fonds d'actions (*Equity funds*)

Dans les *Equity funds*, l'argent apporté au fonds est investi en achetant des actions d'entreprises. Le profit généré peut dès lors provenir soit de la revente d'une action à un montant supérieur à son prix d'achat ou alors du dividende distribué par l'entreprise au détenteur de l'action qui est ici le fonds (Usmani, 2002). Les actions achetées sont soumises à un processus de filtrage qui se déroule en deux étapes lors desquelles deux types de critères sont évalués : premièrement des critères qualitatifs et deuxièmement des critères quantitatifs.

Les critères qualitatifs sont liés à l'activité de l'entreprise dans laquelle l'argent est investi. En effet, comme déjà énoncé lors de ce travail il est interdit du point de vue la loi islamique d'investir dans certains secteurs d'activités. Ainsi, les entreprises appartenant aux secteurs suivants ne pourront faire partie du portefeuille d'investissement du fonds islamique (Nedal Alchaar & Sandra, 2009) :

- La banque et l'assurance traditionnelles : leurs opérations étant associées à l'intérêt, il n'est pas permis d'investir dans de telles actions.
- L'alcool.
- Les produits associés au porc et les autres aliments dont la production n'est pas *Sharia Compliant*.
- L'industrie du jeu, le tabac, la pornographie, etc.

Malgré cette interdiction, Jouaber-Snoussi (2012) nous apprend qu'un maximum de 5% des revenus de l'entreprise peut provenir d'une de ces activités sans que celle-ci soit exclue du portefeuille du fonds. A noter que l'activité des filières de l'entreprise concernée sera également évaluée pour éviter toute forme d'ambiguïté quant à la source de revenus de l'entreprise dans laquelle les fonds sont investis (Nedal Alchaar & Sandra, 2009).

Une fois les titres sélectionnés après avoir subi le premier filtrage, ceux-ci sont soumis à second filtre qui se base davantage sur des critères quantitatifs. Ces critères quantitatifs sont

prélevés sur base du bilan des entreprises concernées par ce second filtrage et grâce auquel seront calculés différents ratios. En effet, certains devront être maintenus à des niveaux bien précis pour permettre au fonds d'investir dans cette entreprise. Ces ratios et leurs valeurs limites sont au nombre de trois et sont énoncés par Charfeddine, Najah & Teulon (2016) comme suit :

- Le ratio de dettes de l'entreprise ne peut pas dépasser 33%.
- Le ratio Créances/Total de l'actif ne peut pas excéder 45%.
- Les revenus provenant d'intérêts quelconques ne peuvent excéder 5% du revenu total.

Une fois ces filtrages effectués, le fonds est géré par son gestionnaire qui distribue les profits au prorata de l'investissement de base de chacun.

5.2.2. Les fonds *Ijara*

Comme vu auparavant le mot *Ijara* signifie « leasing ». Dès lors, dans les fonds de ce type, le capital investi est utilisé pour l'achat d'actifs « *Halal* » qui seront ensuite loués à des tiers. Le revenu provenant de cette location constitue la source de revenus du fonds et sera donc transmis aux investisseurs. L'actif reste ici la propriété du fonds (Bose & MacGee, 2008).

5.2.3. Les fonds *Murabaha*

Dans le cas d'un fonds *Murabaha*, le gestionnaire de fonds va entrer dans un contrat *Mudaraba* avec les investisseurs et une fois l'argent collecté, le gestionnaire investit cet argent dans un certain nombre de contrats *Murabaha*. Les profits dégagés de ces contrats *Murabaha* sont ensuite distribués aux investisseurs après prélèvement de la commission du gestionnaire de fonds (Nedal & Alchaar, 2009).

5.2.4. Les fonds de matières premières

Dans le cas des fonds de matières premières, les fonds investis sont utilisés pour l'achat de matières premières. Une fois revendues, le profit dégagé grâce à cette revente sera distribué aux investisseurs selon un prorata calculé sur base de leur souscription initiale (Usmani, 2002).

Dans cette partie, nous nous sommes contentés de développer le fonctionnement de 4 types de fonds mais il est important de préciser qu'il existe un grand nombre de variantes à ces types de fonds d'investissement islamiques. Ceux-ci se distinguent soit par la classe d'actifs dans laquelle ils investissent, soit par le type de contrat d'investissement qu'ils sous-tendent (Diop, 2014). Aujourd'hui les fonds islamiques représentent, de par leur nature profondément éthique et la large gamme de produits d'investissement qu'ils proposent, une solution d'investissement très attractive pour les investisseurs s'intéressant à la finance éthique, qu'ils soient musulmans ou pas (Iqbal & Mirakhor, 2011).

5.3. Les indices islamiques

Répondant à un intérêt toujours plus grandissant de la part des investisseurs islamiques, les indices boursiers islamiques ont été créés à la fin des années 90 par les plus grandes agences de notation au monde : Dow Jones, Standard and Poor's, FTSE, etc. (Hussein, 2005 ; Causse-Broquet, 2012). Le premier de ces indices boursiers islamiques a été créé par le FTSE (Financial Times Stock Exchange) en 1998 sous le nom de FTSE Global Islamic Index Series (GIIS) et représente un sous-ensemble de l'indice de référence du FTSE. Ce qui différencie ce sous-ensemble de son indice de base est qu'il inclue uniquement les entreprises dont l'activité est en adéquation avec les préceptes de la *Sharia* (Hussein, 2005). Parmi les pionniers de ces indices islamiques on retrouve également le Dow Jones Islamic Index (DJIMI) qui regroupe quelques 600 entreprises agissant dans de nombreux domaines à travers le monde. Cet indice, comme beaucoup d'autres indices, est constitué à l'aide de deux étapes de filtrage, l'une qualitative et l'autre quantitative (comme vu plus haut). Ces indices se divisent eux-

mêmes en sous-ensembles d'indices définis sur base de leur région géographique. C'est le cas par exemple du US DJIMI qui reprend les actions des entreprises américaines répondant aux principes de la loi islamique (Hakim & Rashidian, 2002). Les indices islamiques ont des compositions différentes selon les critères de sélection des actions les composant. Les *Sharia Boards* de chaque indice, en revoient la composition de manière, cette révision s'effectuant par exemple tous les 3 mois pour le DJIMI et tous 6 mois pour le FTSE (Jouaber-Snoussi, 2002).

Les indices islamiques ont été créés de manière à permettre aux investisseurs et gestionnaires de fonds d'avoir un benchmark grâce auquel ils peuvent comparer la performance de leur fonds d'investissement (Hussein, 2005). Ces indices permettent également aux investisseurs d'identifier les actions *Sharia Compliant*, mais malgré leur existence, les investisseurs islamiques continuent de comparer la performance de leurs fonds à celles des indices conventionnels afin de garder à l'esprit une idée de la performance globale du secteur financier (Causse-Broquet, 2012).

PARTIE II : Comparaison des performances des fonds islamiques et conventionnels

Maintenant que nous avons détaillé les fondements et les principes de fonctionnement de la finance islamique, et plus précisément ceux des fonds islamiques, nous pouvons désormais débiter notre étude pratique. Lors de celle-ci nous effectuerons une étude basée sur des données quantitatives et réelles que nous analyserons au travers de modèles et de mesures prédéfinis.

Pour mener à bien cette comparaison de la performance des fonds, nous procéderons dans un premier temps à une étude statistique des rendements des fonds considérés. Nous essayerons d'interpréter les résultats obtenus et d'identifier une première tendance. Une fois cette analyse effectuée, nous évaluerons la performance de ces fonds d'investissement à l'aide de 3 ratios qui nous donneront une estimation simple et objective de la performance des fonds étudiés. Ces résultats seront ensuite comparés avec les conclusions obtenues dans la première analyse statistique pour ainsi identifier une tendance générale (dans l'hypothèse qu'il en existe une) sur la performance des fonds islamiques et conventionnels.

1. Présentation de l'échantillon de fonds islamiques

Comme énoncé, notre analyse de performance portera sur 5 fonds islamiques. Ceux-ci font partie d'une population de 9 fonds d'investissements islamiques fournis par la Banque Internationale à Luxembourg. Ils ont été choisis car il s'agissait de fonds d'actions et puisque seul ce type de fonds constitue le sujet de notre étude, les autres ont été exclus de cette dernière. Tous ces fonds islamiques ont été lancés par le même « sponsor », à savoir le groupe QInvest qui est le plus grand groupe d'investissement du Qatar mais également l'une des plus grandes institutions financières islamiques au monde.

Les 5 fonds islamiques étudiés sont localisés aux Iles Caïmans. Cela peut paraître surprenant de prime abord mais l'étude des avantages qu'offre ce paradis fiscal aux fonds s'y

installant suffit entièrement à justifier cet établissement. En effet, bien que la plupart des fonds islamiques soient localisés en Asie, différents avantages fiscaux poussent les sponsors à lancer leurs fonds dans des paradis fiscaux tels que les Iles Caïmans. La rapidité du processus de création est l'une des raisons de l'établissement de tels fonds aux Iles Caïmans, mais d'autres avantages purement fiscaux (exonération des taxes sur le revenu, les gains de capitaux, etc) sont également à l'origine de la localisation de nombreux fonds à cet endroit (Scott & Hossac, 2014).

Au niveau de l'allocation des investissements effectués par les fonds islamiques, il est à noter que pour 3 d'entre eux, ces investissements s'effectuent partout dans le monde alors que pour les deux autres, ils s'effectuent exclusivement en Europe et aux USA.

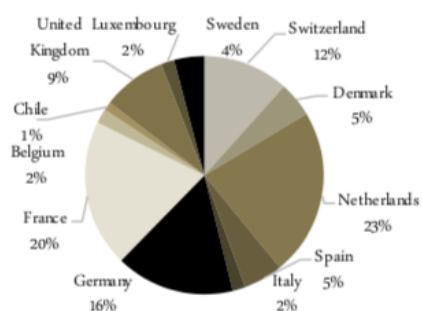


Figure 5 : Allocation Investissements Pioneer

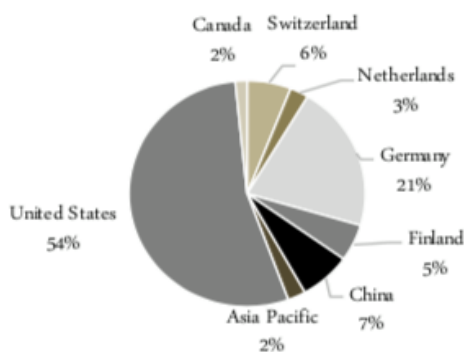


Figure 6 : Allocation Investissements GAM



Figure 7 : Allocation Investissements Edgewood

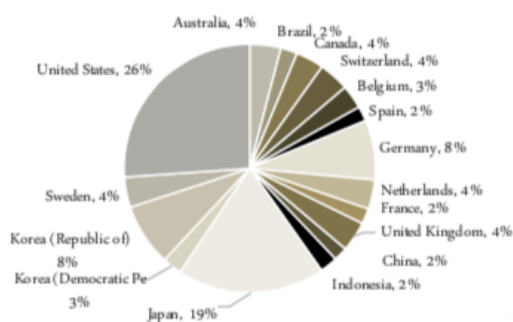


Figure 8 : Allocation Investissements JOHCM

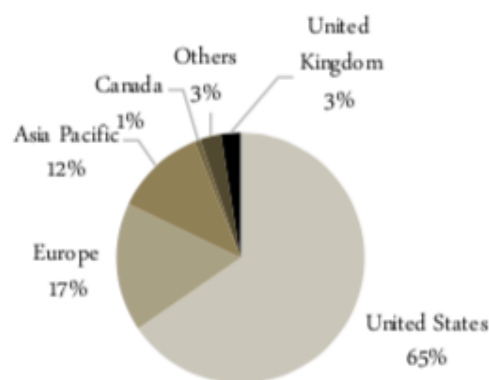


Figure 9 : Allocation Investissements Allocator

Pour terminer la présentation de l'échantillon de fonds islamiques, nous noterons que les 5 fonds islamiques qui sont étudiés adoptent une stratégie d'investissement dite « *mixed* ». Le capital situé au sein de ces fonds est donc utilisé pour investir dans des secteurs variés. Les investissements sectoriels effectués par les fonds islamiques se répartissent de la manière suivante :

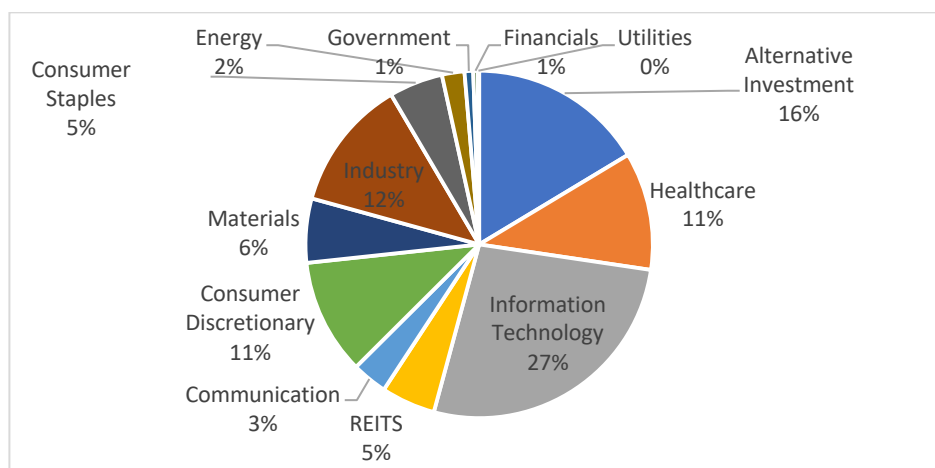


Figure 10 : Répartition des investissements par secteur (Février 2018).

Ce graphe témoigne bien de la diversité des secteurs dans lesquels investissent les fonds que nous allons étudier, secteurs qui pour rappel ont été soumis au processus de filtrage expliqué dans la partie théorique de ce mémoire.

Nous venons de présenter de manière générale les fonds islamiques qui seront utilisés lors de cette étude. Nous effectuerons une présentation statistique de ceux-ci un plus loin dans ce mémoire.

2. Présentation des éléments de comparaison

Lors de notre étude, nous allons évaluer la performance de plusieurs fonds d'investissement. Pour ce faire, il est nécessaire de comparer la performance de nos fonds islamiques à des indicateurs pour pouvoir déterminer leur performance relative. Ces indicateurs sont appelés des « benchmarks ». Bartz & Kane (2010) définissent le benchmark comme étant un « [...] portefeuille contrefactuel : un ensemble de titres dans lesquels le gestionnaire du fonds aurait pu investir, mais choisit de ne pas le faire²⁴ ». Nous allons donc comparer notre portefeuille à un autre portefeuille pour évaluer sa performance. En général, les benchmarks utilisés sont des indices boursiers tels que le CAC 40 qui est un indice reprenant les 40 plus grandes entreprises françaises listées à la bourse de Paris (Morningstar, 2001). Le problème de ces indices est qu'ils pourraient ne pas représenter de manière précise la performance du fonds et ce pour différentes raisons, la principale étant que ce benchmark ne soit pas conforme à la stratégie d'investissement du fonds étudié. Par exemple, si un fonds d'investissement investit dans des entreprises en Afrique, il ne fait guère de sens de comparer sa performance à celle d'un indice exclusivement constitué d'entreprises situées en Europe. Il est dès lors possible de construire des benchmarks sur base de la méthode « *matched-pairs* ». Ce benchmark est en réalité un fonds présentant des caractéristiques semblables à celui dont nous désirons étudier la performance. Nous présenterons un peu plus loin dans ce mémoire les critères qui nous ont permis de sélectionner ces contre-échantillons.

Nous utiliserons pour l'évaluation de la performance des fonds, les deux catégories de benchmarks à savoir les indices boursiers et les fonds obtenus par la méthode « *matched-pairs* ». Nous mesurerons la performance des deux types de fonds et utiliserons les résultats obtenus pour les fonds conventionnels comme point de comparaison pour l'étude des fonds

²⁴ Bartz K., Kane D., *Matching Portfolios*. En ligne : <http://ssrn.com/abstract=1135361>, consulté le 17/07/2018, p.2.

islamiques. Lors de la construction de ces mesures de performance, nous serons également amenés à comparer la performance de nos fonds avec celle de différents indices boursiers, que nous présenterons plus tard.

2.1. Construction du contre échantillon

La littérature abonde au sujet de la comparaison des performances des fonds islamiques (Abdullah, Hassan, Mohamad, 2007; Hayat & Kraeussl, 2010; Makni, Benouda & Delhoumi, 2015; Charfeddine et al., 2015; Boo, Ee, Li & Rashid, 2016) et les méthodes de comparaison des performances comportent chacune des avantages et des inconvénients. En règle générale, les fonds étudiés sont comparés à des indices conventionnels ou islamiques mais ces méthodes ne nous permettent pas de comparer la performance des fonds islamiques et conventionnels. Dès lors, nous allons utiliser la méthode de « *matched-pairs* » qui nous permettra de comparer la performance des fonds islamiques à celle de fonds comparables (Bartz & Kane, 2010). Cette méthode fut utilisée de nombreuses fois dans le cadre d'études sur le rendement de fonds éthiques par rapport à des fonds non-éthiques (Statman, 2000; Kreander, Gray, Power & Sinclair, 2005). Toutes ces études s'accordent pour dire que les fonds éthiques ne sous-performent pas leurs homologues non-éthiques, sans pour autant dire qu'ils sont plus performants. En revanche, la littérature ne nous renseigne que sur deux études ayant utilisé cette méthode pour déterminer la performance de fonds islamiques à savoir Abderrezak (2008) Vandendriessche (2010), toutes deux basées sur un nombre de fonds plus grands que celui répertorié dans le présent mémoire.

Pour utiliser cette méthodologie « *matched-pairs* » nous avons besoin de critères qualitatifs qui nous permettront de trouver un fonds conventionnel correspondant à chacun de nos fonds islamiques. Pour la réalisation de notre étude, tous les critères n'ont pas pu être pris en compte puisque cela rendrait impossible l'appariement de chaque fonds avec un autre fonds homologue conventionnel. Nous avons dès lors privilégié, pour la construction de notre contre-échantillon les critères suivants : la localisation des investissements effectués, l'âge du fonds et le type d'investissement effectué. Le critère « taille des entreprises dans lesquelles le

fonds investit » a lui aussi été pris en compte dans une moindre mesure. A l'annexe 1 se trouve un tableau récapitulatif de ces caractéristiques pour les fonds d'investissement sélectionnés.

2.2. Présentation des indices utilisés

Comme énoncé dans l'introduction de cette partie pratique, nous allons mesurer la performance des fonds d'investissement composant notre portefeuille. Pour ce faire, nous aurons recours à l'utilisation de ratios et pour l'un d'entre eux à l'utilisation d'indices de marché. Les indices que nous avons choisis d'utiliser pour mesurer la performance de nos fonds sont des indices géographiques plutôt que sectoriels ou basés sur le style d'investissement. Ainsi, nous comparerons la performance de nos fonds à celle d'indices dont la région géographique d'investissement est identique à celle de nos fonds. Ces indices sont au nombre de 3.

2.2.1. Le MSCI All Country World Index

Le MSCI All Country World Index représente la performance d'actions d'entreprises de type *Mid et Large-Cap* réparties dans 47 marchés à travers le monde (23 développés, 24 émergents). Au mois de mars 2018 il comporte quelques 2400 composants répartis à travers 11 secteurs différents (Morgan Stanley Capital International, 2018). Nous utiliserons cet indice pour mesurer la performance de fonds investissant de manière diversifiée et internationalement.

2.2.2. Le S&P 500

Le S&p 500 sera utilisé pour les fonds investissant dans le marché américain détenu par Standard and Poors, lequel est composé de 500 grandes entreprises cotées à la bourse américaine.

2.2.3. Le EURO Stoxx 600

Le Euro Stoxx 600 est un indice composé de 600 entreprises de type *Large- Mid- et Small-Cap* provenant de 17 pays situés sur le continent européen. Il sera donc utilisé pour évaluer la performance des fonds investissant au sein de l'Europe.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution des indices utilisés durant la période de notre étude. Nous constatons que nos 3 indices performant de manière relativement équivalente durant la période allant du 1^e Janvier 2016 au 31 décembre 2017. Nos 3 indices ont tous souffert du mini krach boursier chinois de janvier 2016 mais la tendance générale qui se dégage est la suivante : l'indice européen a sous-performé ses deux homologues sur cette période.

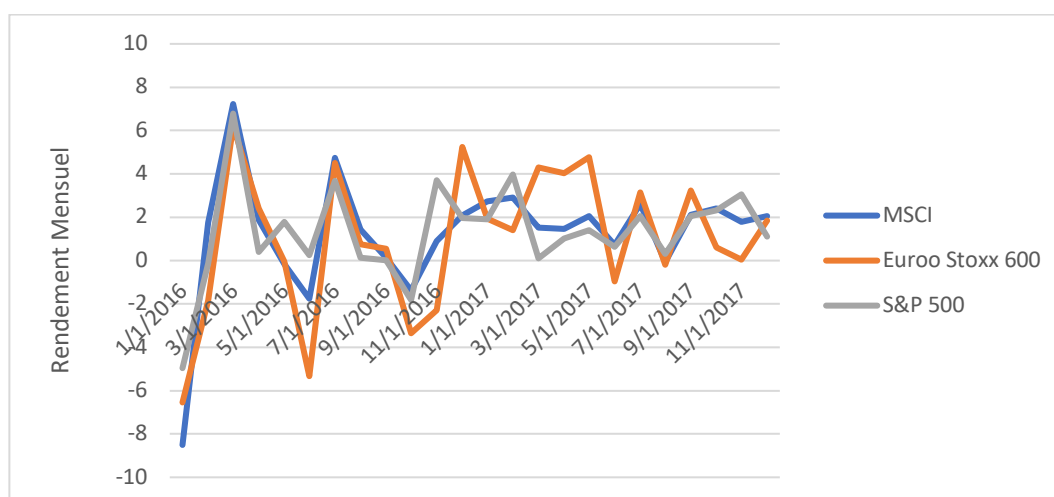


Figure 11 : Croissance des indices

2.3. Le taux sans risque

Nous utiliserons ici le taux LIBOR 1 mois comme taux sans risque lors du calcul du rendement des fonds. Malgré le fait que l'utilisation d'un taux sans risque garanti soit un élément de *Riba* et que son utilisation soit interdite en finance islamique, Vandendriessche (2010) nous apprend qu'en pratique, ce taux est celui atteint par les banques islamiques pour

rémunérer les dépôts. Le LIBOR est ici considéré comme un taux attendu mais pas garanti. Nous l'utiliserons donc pour la réalisation de nos calculs de performance et plus précisément lors de l'utilisation du ratio de Sharpe.

3. Analyse descriptive des données

Après avoir présenté nos données ainsi que les indices qui seront utilisés pour la réalisation de notre analyse, nous allons maintenant présenter nos données à l'aide de statistiques descriptives. Par l'étude de ces statistiques, nous essayerons de rendre compte du rendement moyen mais aussi de la volatilité des fonds étudiés. Nous étudierons également la corrélation linéaire au sein des données des paires de fonds que nous avons formées. Avant de passer à la présentation de ces statistiques, nous allons définir les mesures qui seront utilisées lors de cette analyse descriptive.

3.1. Concepts théoriques

3.1.1. Le rendement total

Le rendement des fonds utilisés est calculé sur base du rendement mensuel des fonds, ces rendements étant fournis et calculés tous les mois par Bloomberg. Les rendements calculés par Bloomberg incluent les dividendes reçus et supposent un réinvestissement à taux fixe. Dès lors le calcul effectué est le suivant :

$$R_{pt} = \frac{(V_t - V_{t-1})}{V_{t-1}}$$

Avec V_t et V_{t-1} qui représentent respectivement la valeur du portefeuille à la fin et au début du mois. Une fois cette valeur calculée pour chaque mois, le rendement moyen du fonds sur la période considérée peut être calculé par la formule suivante :

$$\bar{R}_p = \frac{1}{n} \sum R_{pt}$$

Avec n le nombre de périodes considérées pour calculer la moyenne du rendement. Dans notre cas $n = 24$ puisque la période considérée est de deux ans et puisque nous prenons les rentabilités de manière mensuelle.

3.1.2. L'écart-type

La mesure de l'écart-type permet de quantifier la volatilité de notre fonds d'investissement, c'est-à-dire la variation des valeurs du rendement pendant la période étudiée (Dispas & Boudghene, 2011). L'écart-type, qui est la racine carrée de la variance, est un indicateur de dispersion des données autour de la moyenne (Py, 2007). Ainsi l'écart-type et la variance représentent le risque associé à un fonds d'investissement. Nous utiliserons l'écart-type lorsque nous calculerons la performance des fonds et nous obtiendrons cet écart-type dans Excel grâce à la formule suivante :

$$\hat{\sigma} = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_i (R_{it} - \bar{R}_i)^2}$$

Avec R_{it} le rendement du fonds sur la période considérée et \bar{R}_i le rendement mensuel moyen du fonds.

3.1.3. Le R^2

Lors de l'étude de nos données, nous avons également tenu à vérifier la colinéarité des rendements des paires de fonds que nous avons formées de manière qualitative. Pour ce faire, nous avons, pour chaque paire de fonds, tracé un graphe sur lequel nous avons placé le fonds islamique sur l'axe X et le fonds conventionnel sur l'axe Y. Nous avons ensuite tracé la droite de régression linéaire et calculé le coefficient de détermination R^2 . Un coefficient R^2 d'une

valeur de 0,86 par exemple nous indiquera que 86% de la variance de du fonds islamique est expliqué par la variance du fonds conventionnel. En prenant la racine carrée de ce résultat on pourra par ailleurs déterminer la corrélation linéaire des rendements des fonds homologues. On obtiendra ainsi deux résultats possibles, à savoir la racines carrées positive et négative de R^2 . Un R positif nous indiquera une corrélation positive et un signe négatif nous indiquera une corrélation négative (Tenenhaus, 2007). Le signe de R sera choisi sur base de la pente de la droite de régression obtenue dans Excel, si celle-ci est positive, on prendra la valeur positive de R et si elle est négative on prendra sa valeur négative. A noter qu'il est également possible de directement calculer R dans Excel sans passer par le R^2 .

3.2. Description statistique des paires de fonds

Dans cette section nous présenterons, pour les différentes paires de fonds, les statistiques descriptives ainsi que les histogrammes des rendements de celles-ci pour pouvoir mieux se rendre compte de comment ces rendements sont distribués. Une fois ces statistiques présentées, nous passerons à la comparaison des performances de ces fonds en tant que telle. A noter que les tableaux ne se trouvant pas dans le corps du travail, ont été placés à l'annexe 2 de ce mémoire, puisque leur présence n'était ici pas primordiale pour la compréhension de cette étude.

3.2.1. Les fonds GAM et Schroder Z

Les performances de ces fonds (exprimées en %) sont distribuées de la manière suivante :

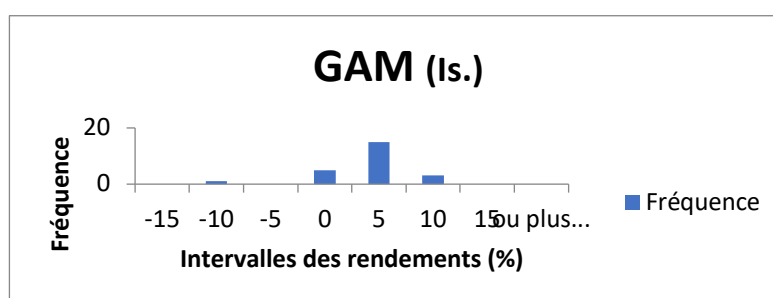


Figure 12 : Histogramme des rendements (GAM)

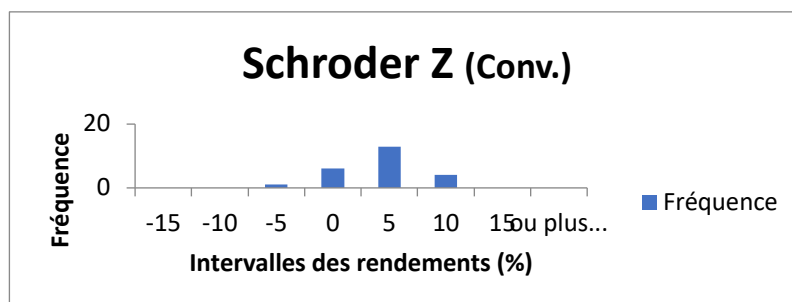


Figure 13 : Histogramme des rendements (Schroder Z)

Comme nous pouvons le constater, ces rendements sont distribués de manière semblable pour les fonds ici présentés. En effet, la majorité des rendements s'observe dans l'intervalle [0,5] et la majorité des autres observations se répartit sur les intervalles [-5,0] et [5,10] pour ces fonds qui investissent dans des entreprises situées partout dans le monde.

	GAM (Is.)	Schroder Z (Conv.)
Moyenne	0,97%	1,81%
Ecart-Type	3,71%	3,35%
R²	0,03	
R	0,18	

Figure 14 : Statistiques descriptives GAM Schroder Z

A la lecture du tableau ci-dessus, deux constats peuvent être effectués. Premièrement, le fonds conventionnel (Schroder Z) performe en moyenne mieux que son homologue islamique et tout cela avec un risque et une volatilité moindres que le fonds GAM. Il n'y a ici de liaison linéaire entre les rendements de nos deux fonds (Annexe 2.1).

3.2.2. Les fonds Pioneer et Alken

Ces deux fonds, dont les investissements sont effectués dans leur quasi-totalité sur le continent européen, possèdent des distributions de rendement assez semblables à celles des fonds précédemment présentés. Dès lors et ce pour tous les autres fonds, les histogrammes des rendements des fonds sont à consulter à l'annexe 2 du travail. Néanmoins les statistiques descriptives sont présentées dans le tableau ci-dessous :

	Pioneer (Is.)	Alken (Conv.)
Rendement Moyen	0,49%	0,96%
Ecart-type	2,76%	4,84%
R²	0,33	
R	0,57	

Figure 15 : Statistiques descriptives Pioneer-Alken

Comme constaté lors de l'analyse de la première paire de fonds, le fonds conventionnel semble mieux performer que son homologue islamique à la différence qu'ici, il semble présenter une volatilité bien moins élevée que celle du fonds conventionnel. De plus, pour cette paire de fonds, une corrélation linéaire existe entre nos deux fonds puisque R vaut près de 60% et que l'on considère qu'une relation linéaire existe lorsque R est supérieur à 50%. Le graphe ci-dessous nous confirme l'existence de cette corrélation entre les rendements des deux fonds.

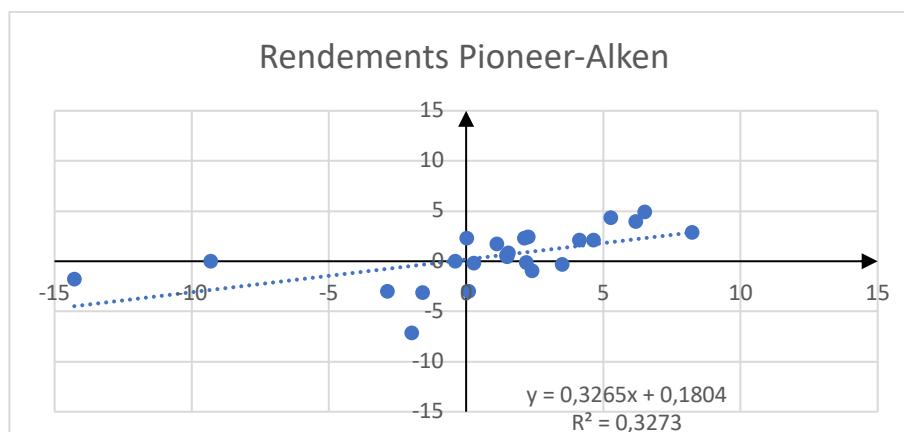


Figure 16 : Graphe de corrélation de Pioneer et Alken

3.2.3. Les fonds Allocator et Artisan

La distribution des rendements pour ces deux fonds, bien que quelque peu différente pour Allocator reste similaire à celle autres fonds. A noter que ces deux fonds effectuent leurs investissements de manière globale eux-aussi.

	Allocator (Is.)	Artisan (Conv.)
Rendement Moyen	0,44%	1,14%
Ecart-Type	1,78%	2,82%
R²	0,05	
R	0,22	

Figure 17 : Statistiques descriptives Allocator-Artisan

Comme dans le cas précédent notre fonds islamique est moins performant que son homologue conventionnel sur la période considérée et celui-ci présente un risque moins important que le fonds Artisan. Nous noterons ici qu'aucune relation linéaire n'existe entre les rendements des deux fonds puis que R a seulement ici une valeur de 0,22.

3.2.4. Les fonds Edgewood et Franklin

Ces deux fonds, dont les investissements s'effectuent exclusivement aux Etats-Unis, présentent des caractéristiques communes avec les deux fonds précédents, qui pour rappel,

effectuaient leurs investissements en Europe. A nouveau dans le cas présent, le fonds islamique présente un rendement moyen moindre que le fonds conventionnel mais il est à nouveau moins volatile que ce dernier. Nous noterons également qu'aucune relation linéaire n'existe entre les rendements des deux fonds (R valant 0,02).

	Edgewood (Is.)	Franklin (Conv.)
Rendement Moyen	0,91%	1,42%
Ecart-type	3,00%	3,45%
R²	0,001	
R	0,02	

Figure 18 : Statistiques descriptives Edgewood-Franklin

3.2.5. Les fonds JOHCM et Schroder C

Les deux derniers fonds analysés (dont l'investissement est effectué internationalement) présentent les statistiques suivantes. Comme pour les 3 derniers fonds analysés, nous constatons que le fonds islamique est surpassé en termes de rendement par le fonds conventionnel et qu'une nouvelle fois, la volatilité du fonds *Sharia Compliant* est moins élevée que celle du fonds conventionnel.

	JOHCM (Is.)	Schroder C (Conv.)
Rendement Moyen	0,87%	1,52%
Ecart-Type	2,55%	4,03%
R²	0,01	
R	0,12	

Figure 19 : Statistiques descriptives JOHCM-Schroder C

Après l'analyse des statistiques descriptives de nos différentes paires de fonds, un premier constat peut être dressé : en règle générale, les fonds islamiques sont moins performants que leurs homologues conventionnels et moins volatiles, ils comportent donc un risque moins élevé. Ayant ce constat en tête, nous allons pouvoir confronter les résultats de cette étude préliminaire à ceux que l'analyse des ratios va donner. Il sera en effet intéressant de voir quelles conclusions pourront être tirées de cette seconde analyse puisque le calcul de ces ratios prévoit la prise en compte du risque et du rendement des fonds. Une fois ces résultats analysés et comparés, nous serons donc en mesure de déterminer si les fonds islamiques surpassent (ou non) les fonds conventionnels en termes de performance, et ce malgré toutes les contraintes qui y sont appliquées.

4. Analyse de la performance des fonds

Comme expliqué auparavant, nous allons désormais mesurer la performance de nos fonds. Nous effectuerons cette mesure grâce à 3 ratios bien connus en gestion de portefeuille et qui sont les suivants : le ratio de Sharpe, Le ratio de Sortino et le ratio d'information. Nous allons dans un premier temps les définir de manière théorique avant de les utiliser pour la mesure de la performance de nos fonds d'investissement. Une fois les résultats obtenus pour chaque fonds, nous les comparerons avec les résultats des fonds appartenant à la même paire afin de dégager une conclusion.

4.1. Le ratio de Sharpe

Le ratio de Sharpe permet de mesurer la performance d'un fonds par la mesure de l'écart-type de l'excès (de la Baume, 1991). En effet le ratio de Sharpe est calculé par le rapport de la prime de risque du fonds et le risque que celui-ci comporte. Comme vu précédemment, la volatilité du portefeuille est mesurée par l'écart type de ses rendements mensuels durant la période d'étude considérée. Le ratio de Sharpe est donc calculé par la formule suivante :

$$S_i = \frac{R_{pi} - R_f}{\sigma_{pi}}$$

Avec R_{pi} , la rentabilité moyenne du portefeuille sur la période considérée, R_f , le taux sans risque et σ_{pi} la volatilité de mon portefeuille.

Boo et al. (2016) nous apprennent que plus le ratio est élevé, plus la performance du portefeuille est élevée (puisque ce dernier donne le rendement par unité de risque de celui-ci) et, plus la performance est élevée, plus il est intéressant d'investir dans ce portefeuille.

Comme expliqué plus tôt dans ce mémoire, le taux sans risque constituant un élément de *Riba*, il est interdit en finance islamique. Dès lors, il semble à première vue compliqué d'utiliser

ce taux pour le calcul du ratio. Malgré ce constat, il semblerait qu'en pratique, les banques islamiques rémunèrent les dépôts à hauteur du LIBOR 1 mois, nous utiliserons donc cette valeur comme taux sans risque pour le calcul du ratio de Sharpe.

4.2. Le ratio de Sortino

Le ratio de Sortino est une variante du ratio de Sharpe. Il se différencie de ce dernier par le fait que l'écart-type présent au dénominateur du ratio de Sharpe est ici remplacé par la semi-variance (la *downside deviation*) du portefeuille qui est calculée sur base de la valeur réserve de l'investisseur (le *Minimum Acceptable Return* (MAR)) (Alphonse, Desmuliers, Grandin, Levasseur, 2013). Dans nos calculs, nous avons posé ce MAR comme étant égal à 0. La formule du ratio de Sortino est donc la suivante :

$$S_p = \frac{R_p - MAR}{DD_p}$$

Avec R_p , le rendement mensuel moyen du portefeuille pendant la période considérée, MAR le *minimum acceptable return* (qui vaut ici 0) et DD_p qui est la *downside deviation* du portefeuille.

La *downside deviation* est calculée de la même manière que la variance sauf que dans ce cas-ci, seule la variance des rendements se trouvant en-dessous d'une certaine valeur (0 dans notre cas) sera utilisée. Cette valeur sera posée par l'investisseur. Il en résultera une mesure du risque du portefeuille quelque peu biaisée, mais cette dernière ne prend en compte que le risque de perte de valeur du portefeuille et non celui de prise de valeur puisque seules les valeurs négatives du rendement sont considérées (Le Sourd, 2007).

4.3. Le ratio d'information

Le troisième et dernier ratio que nous allons utiliser pour la mesure de la performance de nos fonds, le ratio d'information, est également une variante du ratio de Sharpe. Ce ratio mesure la performance relative du portefeuille en la comparant à celle d'un benchmark prédéfini (Hübner et Cogneau, 2009). Le benchmark utilisé sera choisi en fonction de la région géographique d'investissement du fonds pour lequel on calcule ce ratio. On utilisera par exemple l'Euro Stoxx 600 pour le calcul du ratio d'information des fonds européens. Le ratio d'information sera calculé en 3 étapes pour chaque fonds :

- 1) Nous mesurerons la différence de performance entre le fonds et son benchmark pour chaque mois de la période considérée de la manière suivante :

$$ER_t = R_{p,t} - R_{bk,t}$$

Avec $R_{p,t}$ et $R_{bk,t}$ qui représentent respectivement les rendements du fonds et ceux du benchmark lors du mois t .

- 2) Ensuite, nous calculerons la *tracking error*, c'est à dire l'écart-type des différences de *return* calculées auparavant. Cette *tracking error* correspond plus précisément à la régularité avec laquelle le portefeuille parvient à vaincre le benchmark et elle se calcule à l'aide de la formule suivante :

$$\sigma_{ER} = \sqrt{\sum_{n=1}^N \frac{1}{n-1} (ER_t - \overline{ER_t})^2}$$

- 3) Nous calculerons ensuite le ratio d'information en divisant la moyenne des différences de performance du fonds et du benchmark par la *tracking error* :

$$RI = \frac{\overline{ER}}{\sigma_{ER}}$$

Plus le ratio d'information sera élevé, plus le fonds aura réussi à bien performer par rapport à son benchmark et plus il sera considéré comme performant comparativement à son benchmark.

4.4. Analyse des résultats

Maintenant que les 3 ratios ont été calculés pour l'ensemble de nos fonds, nous allons pouvoir analyser les résultats récoltés. Nous analyserons ces résultats en prenant en compte chaque ratio et chaque paire de fonds, avant de tirer une conclusion générale sur la performance des fonds étudiés.

4.4.1. Le ratio de Sharpe

Dans notre échantillon de fonds conventionnels, les ratios de Sharpe sont tous positifs. Pour chacune des paires de fonds, les fonds conventionnels possèdent des ratios de Sharpe plus élevés que leurs homologues islamiques. Sur 5 fonds islamiques, 2 sont négatifs, ce qui signifie que le risque pris par les gestionnaires des fonds islamiques n'a pas été rémunéré puisque la performance des fonds conventionnels par unité de risque est plus élevée que celle des fonds islamiques.

Fonds islamiques	Ratio de Sharpe (Fonds Is.)	Ratio de Sharpe (Fonds Conv.)	Fonds conventionnels
Allocator	-0,208	0,118	Artisan
Edgewood	0,013	0,176	Franklin
GAM	0,042	0,299	Schroder Z
JOHCM	0,022	0,177	Schroder C
Pioneer	-0,115	0,031	Alken
Fonds Islamiques	-0,049	0,160	Fonds Conventionnels

Figure 20 : Ratios de Sharpe

4.4.2. Le ratio de Sortino

Pour l'ensemble des fonds islamiques et conventionnels, les ratios de Sortino sont positifs puisque en ayant fixé un MAR = 0 il était impossible d'obtenir des valeurs négatives pour ce ratio. Nous constatons également que pour tous les fonds étudiés, les ratios de Sortino sont bien supérieurs aux ratios de Sharpe. Cette différence s'explique par le fait que dans le calcul du ratio de Sortino, seules sont prises en compte les déviations négatives dans la valeur des rendements des fonds. Contrairement aux résultats obtenus pour le ratio de Sharpe, dans ce cas-ci, une paire de fonds montre un fonds islamique qui surperforme un fonds conventionnel ce qui indique que le fonds a été géré de manière à éviter les pertes de valeur du fonds par son gestionnaire. Malgré cela, nous remarquons que dans l'ensemble les fonds conventionnels se sont montrés plus performants que leurs homologues, conventionnels sur la période allant du 1^e janvier 2016 au 31 décembre 2017.

Fonds islamiques	Ratio de Sortino (Fonds Is.)	Ratio de Sortino (Fonds Conv.)	Fonds conventionnels
Allocator	0,253	0,355	Artisan
Edgewood	0,389	0,618	Franklin
GAM	0,194	0,801	Schroder Z
JOHCM	0,321	0,390	Schroder C
Pioneer	0,233	0,148	Alken
Fonds Islamiques	0,278	0,462	Fonds Conventionnels

Figure 21 : Ratios de Sortino

4.4.3. Le ratio d'information

En ce qui concerne les ratios d'information, tous ceux calculés pour les fonds islamiques sont négatifs et chaque paire de fonds montre des fonds conventionnels plus performants que leurs homologues islamiques. Ainsi, pour les fonds possédant des ratios négatifs (5 islamiques et 2 conventionnels), il aurait été préférable de suivre une gestion passive (tenter de répliquer la performance du benchmark) puisque dans leur cas, leur performance a été moindre que celle du benchmark géographique considéré.

Fonds islamiques	Ratio d'information (Fonds Is.)	Ratio d'information (Fonds Conv.)	Fonds conventionnels
Allocator	-0,283	-0,160	Artisan
Edgewood	-0,142	-0,113	Franklin
GAM	-0,082	0,070	Schroder Z
JOHCM	-0,135	0,119	Schroder C
Pioneer	-0,178	0,134	Alken
Fonds Islamiques	-0,164	0,010	Fonds Conventionnels

Figure 22 : Ratios de d'information

Pour résumer nous pouvons donc considérer que le portefeuille de fonds conventionnels étudié est plus performant que le portefeuille islamique. En effet, si nous comparons les ratios au sein de la même paire de fonds, nous observons que pour 14 des ratios conventionnels sur les 15 calculés, ceux-ci sont supérieurs aux ratios correspondants pour les fonds islamiques.

Conclusion

Tout au long de ce mémoire, nous avons développé les caractéristiques fondamentales de la finance islamique et avons également pu nous rendre compte des conséquences de leur application sur les rendements de fonds islamiques. Cette finance alternative, à l'histoire très récente, s'est développée très rapidement ces dernières années et a désormais largement dépassé les frontières des pays musulmans qui étaient les siennes lors de son réel lancement dans les années 60.

Une fois les principes et différents contrats de la finance islamique nommés et décrits, nous avons pu nous rendre compte de l'implication de ceux-ci sur le fonctionnement des fonds islamiques. En effet, le double filtrage qualitatif et quantitatif auquel doit être soumis chaque fonds se voulant *Sharia Compliant* témoigne bien de cette volonté de vouloir faire appliquer de manière scrupuleuse la loi islamique au sein des affaires.

Pour comparer les performances de nos fonds nous avons dans un premier temps mené une brève analyse statistique qui nous a permis de dresser un premier constat : les fonds islamiques présentent un risque moindre que les fonds conventionnels et possèdent par conséquent des rendements plus faibles. Partant de ce constat nous avons utilisé 3 ratios différents pour comparer leurs performances. Les ratios de Sharpe, de Sortino et d'information, qui évaluent respectivement la performance par unité de risque par rapport au taux sans risque, au Minimum Acceptable Return choisi et au benchmark du fonds, nous permettent de tirer la même conclusion : la volatilité moins élevée des fonds islamiques fait que ceux-ci sont moins performants que leurs homologues conventionnels. Il est donc possible d'en déduire que les contraintes imposées par la loi islamique sur les fonds islamiques rendent ces fonds plus prudents et ainsi moins performants que les fonds conventionnels.

Ce résultat, qui est plutôt en contradiction avec la littérature à ce sujet, est néanmoins à considérer avec précaution. En effet, les différentes limites de notre étude, notamment au niveau de la taille des échantillons analysés et du nombre restreint de méthodes de calcul de

la performance utilisées, nous poussent à suggérer qu'un perfectionnement de la présente étude est envisageable. Il serait possible, dans un premier temps, d'utiliser des échantillons d'une taille plus significative. Cela nous permettrait premièrement d'effectuer une analyse statistique plus précise de nos données et deuxièmement, permettrait d'obtenir un résultat plus représentatif de la réalité économique dans laquelle évoluent les fonds *Sharia Compliant*. Nous pourrions également utiliser plus de méthodes de calcul de la performance des fonds puisque comme nous en informent Cogneau & Hübner (2009) il existe 101 façons de mesurer la performance d'un portefeuille.

Au-delà de ces limites, d'autres pistes quant à l'automatisation et à la digitalisation des méthodes de filtrage financiers des fonds islamiques pourraient également être explorées dans un travail futur. Cette évolution dans le processus de filtrage pourrait permettre d'améliorer la performance des fonds islamiques en faisant baisser leurs coûts de gestion et mériterait donc qu'on s'y intéresse d'un peu plus près.

En conclusion, nous pouvons dire que les fonds islamiques constituent une véritable alternative aux fonds d'investissements conventionnels pour des gens soucieux d'effectuer des investissements socialement responsables et qu'à l'heure actuelle, de nombreuses pistes restent encore inexploitées pour permettre à ce type de fonds de maximiser leur performance.

Bibliographie

- Abderrezak, F. (2008). *The performance of islamic equity funds : a comparison to conventionnal, islamic and ethical benchmark* (Mémoire de Master). University of Maastricht, Maastricht.
- Abdullah, F., Hassan, T., & Mohamad, S. (2007). Investigation of performance of malaysian islamic unit trust funds. *Managerial Finance*, 33(2), 142-153. doi:10.1108/03074350710715854
- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Insitutions (AAOIFI). (2017). *Shari'ah Standards for Islamic Financial Insitutions*. Riyad : Dar Al-Maiman.
- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (2017). *Objectives*. En ligne : <http://aaoifi.com/objectives/?lang=en>, consulté le 20/06/2018.
- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. (2017). *Mission*. En ligne : <http://aaoifi.com/our-mission/?lang=en>, consulté le 20/06/2018.
- Al-Zuhayli, W. (2001). *Financial Transactions in Islamic Jurisprudence* (M. El-Gamal, Trad.). Damas : Dar Al-Fikr. (Œuvre originale publiée en 1997).
- Al-Zumai, F., & Al-Wasmi, M. (2016). 2008 financial crisis and islamic finance: An unrealized opportunity. *International Journal for the Semiotics of Law - Revue Internationale De Sémiotique Juridique*, 29(2), 455-472. doi:10.1007/s11196-016-9469-6
- Alphonse, P., Desmuliers, G., Grandin, P., Levasseur, M. (2013). *Gestion de portefeuille et marchés financiers* (2^e éd.). Montreuil : Pearson France.

- Anas, E. (2011). Le Principe De Partage Des Profits Ou Des Pertes Dans Le Cadre Des Banques Islamiques : Illustration Modélisée Des Contrats De Financement Participatifs Moudaraba Et Moucharaka. *Global Journal of Management and Business Research*, 11, 1-18.
- Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI). (2012). *Islamic Funds : Collection of best practices for setting-up and servicing Islamic funds*, En ligne : http://www.alfi.lu/sites/alfi.lu/files/files/Publications_Statements/Brochures/ALFI-Islamic-funds.pdf , consulté le 27/06/2018.
- Ayub, M. (2007). *Understanding islamic finance*. Chichester, United Kingdom : John Wiley & Sons.
- Azmat, S., Skully, M., & Brown, K. (2017). The (little) difference that makes all the difference between islamic and conventional bonds. *Pacific-Basin Finance Journal*, 42, 46-59. doi:10.1016/j.pacfin.2015.12.010
- Badaj, F., & Radi, B. (2017). Le principe de Partage des Profits et des Pertes et le financement des PME : Une analyse fondée sur les conclusions majeures des théories financières, *Recherches et Applications en Finance Islamique*, 1(2), 165-181.
- Bartz, K., & Kane, D. (2010). *Matching Portfolios*. En ligne : <http://ssrn.com/abstract=1135361>, consulté le 17/07/2018.
- Bendjillali, B. (1996). La moucharaka ou mode de financement de la participation In *Introduction aux techniques Islamiques de financement* (pp. 32-70). Djeddah : L'institut de recherche et de formation-Banque Islamique de développement.

- Boo, Y. L., Ee, M. S., Li, B., & Rashid, M. (2017). Islamic or conventional mutual funds: Who has the upper hand? evidence from malaysia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 42, 183-192. doi:10.1016/j.pacfin.2016.01.004
- Bose, S., & McGee, R. W. (2008), Islamic Investment Funds: An Analysis of Risks and Returns. *Florida International University Chapman Graduate School of Business Working Paper*. doi: 10.2139/ssrn.1310449
- Botis, S. (2013). Shari'ah concepts in islamic banking. *Bulletin of the Transilvania University of Brasov*, 6(2), 139-146.
- Bouharati, B. (2016). *Les fonds islamiques en Europe : régulation ou réglementation ?* Luxembourg : Promoculture Larcier.
- Bouslama, G., & Lahrichi, Y. (2017). Uncertainty and risk management from islamic perspective. *Research in International Business and Finance*, 39, 718-726. doi:10.1016/j.ribaf.2015.11.018
- Causse-Broquet, G. (2012). *La finance islamique*. Paris : Revue Banque.
- Charfeddine, L., Najah, A., & Teulon, F. (2016). Socially responsible investing and islamic funds: New perspectives for portfolio allocation. *Research in International Business and Finance*, 36, 351-361. doi:10.1016/j.ribaf.2015.09.031.
- Clifford Chance LLP. (2009). *Sukuk Guidebook*. En ligne : http://islamic-finance.ru/Id/0/10/DIFC_Sukuk_Guid.pdf , consulté le 02/07/2018.
- Cogneau, P., & Hübner, G. (2009). The (more than) 100 Ways to Measure Portfolio Performance - Part 1: Standardized Risk-Adjusted Measures. *Journal of Performance Measurement*, 13(4), 56-71.

- Daly, S., & Frikha, M. (2016). Islamic finance: Basic principles and contributions in financing economic. *Journal of the Knowledge Economy*, 7(2), 496-512.
doi:10.1007/s13132-014-0222-7
- De La Baume, C. (1991). *Gestion de portefeuille : fondements théoriques et aspects pratiques*. Bailly, France : SEFI
- Di Mauro, F., Caristi, P., Couderc, S., Di Maria, A., Ho, L., Kaur Grewal, B., . . . Zaheer, S. (2013). Islamic Finance in Europe. *ECB Occasional Paper* (146).
- Diop, P.S. (2014, avril). *Finance Islamique : Maitriser les principes juridiques et techniques*. Communication présentée à l'occasion de la formation de l'International Faculties for Executives (IFE), Luxembourg.
- Dispas, C., & Boudghene, Y. (2011). *Gestion de portefeuille : Guide pratique*. Bruxelles: Larcier Business.
- El-Gamal, M.A. (2001). An economic explication of the prohibition of *Gharar* in classic islamic jurisprudence, *Islamic Economic Studies*, 8(2), 29-58.
- El-Gamal, M.A. (2010). *Finance islamique : Aspects légaux, économiques et pratiques*. (J. Havelaers, Trad.) Bruxelles : De Boeck. (Œuvre originale publiée en 2006).
- Ernst & Young. (2008). *The Islamic Funds & Investment Report : Outlining Opportunities in the Asset Management Landscape*. En ligne :
https://ncusar.org/programs/09-02-17-materials/EY_Islamic_funds_investment_report_2008.pdf , consulté le 01/07/2018.

- Fikriyah, A., Hassan, T., & Mohamad, S. (2007). Investigation of performance of Malaysian Islamic unit trust funds: Comparison with conventional unit trust funds. *Managerial Finance*, 33(2), 142-153. <https://doi.org/10.1108/03074350710715854>
- Ghlamallah, E. (2014). *Finance islamique en Europe : sukuk souverain au Luxembourg*. En ligne : https://www.saphirnews.com/Finance-islamique-en-Europe-sukuk-souverain-au-Luxembourg_a19407.html , consulté le 03/07/2018.
- Godlewski, C. J., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2013). Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective. *Journal of Comparative Economics*, 41(3), 745-761. doi:10.1016/j.jce.2013.02.006
- Guéranger, F. (2009). *Finance Islamique : une illustration de la Finance éthique*. Paris : Dunod.
- Hakim, S. and Rashidian, M., (2002, octobre), Risk and Return of Islamic Stock Market Indexes, Communication présentée à la 9^e Conférence annuelle du Forum de Recherche Economique de la Shariah, E.A.U. En ligne : <http://mafhoum.com/press4/136E15.pdf>.
- Hamza, H., Guerhazi-Bouassida, S. (2012). Financement bancaire islamique : une solution éthique à la crise financière, *La Revue des Sciences de Gestion : Direction et Gestion* ; 47(255-256), 161-166.
- Hayat, R., & Kraeussl, R. (2011). Risk and return characteristics of islamic equity funds. *Emerging Markets Review*, 12(2), 189-203. doi:10.1016/j.ememar.2011.02.002

- Hussein, K.A. (2005, novembre). *Islamic investment: Evidence from Dow Jones and FTSE indices*. Communication présentée à la 6^e Conférence Internationale sur l'Économie et la Finance Islamique. En ligne : https://kantakji.com/media/7927/khaled_a_hussein_1.pdf , consulté le 16/07/2018
- Imam, P., & Kpodar, K. (2013). Islamic banking: How has it expanded? *Emerging Markets Finance and Trade*, 49(6), 112-137. doi:10.2753/REE1540-496X490607
- Imam, P., Kpodar, K. (2015). Finance islamique et croissance économique : une analyse empirique. *Revue d'économie du développement*, 23(1), 59-95. DOI 10.3917/edd.291.0059
- International Islamic Financial Market (IIFM). (2018). *IIFM Sukuk Report : A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*. En ligne : http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20%287th%20Edition%29_0.pdf , consulté le 02/07/2018.
- Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2011). *An introduction to Islamic Finance : Theory and practice* (2^e éd.). Singapore : John Wiley & Sons.
- Islamic Development Bank Group. (2016). *Global Report on Islamic Finance : Islamic Finance - A Catalyst for Shared Prosperity*, En ligne : <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/25738> , consulté le 25/06/2018.
- Islamic Financial Services Board. (2010). *About IFSB*. En ligne : <https://www.ifsb.org/background.php>, consulté le 21/06/2018.

- Islamic Financial Services Board. (2017). *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017*. En ligne : <https://www.ifsb.org/docs/IFSB%20IFSI%20Stability%20Report%202017.pdf> , consulté le 17/06/2018.
- Islamic Financial Services Board. (2017). *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017*. En ligne : https://www.ifsb.org/docs/IFSB%20Islamic%20Financial%20Services%20Industry%20Stability%20Report%202015_final.pdf, consulté le 21/06/2018.
- Ismail,A.G.B., & Tohirin, A. (2010). Islamic law and finance. *Humanomics*, 26(3), 178-199. doi:10.1108/08288661011074954
- Jouaber-Snoussi, K. (2012). *La finance islamique*. Paris : Éditions La Découverte.
- Khan, F. (1994). Comparative of some islamic financing techniques. *Islamic Economic Studies*, 2(1), 47-88.
- Kreander, N., Gray, R. H., Power, D. M., & Sinclair, C. D. (2005). Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: A matched pair analysis. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(7-8), 1465-1493. doi:10.1111/j.0306-686X.2005.00636.x
- Kunhibava, S., & Rachagan, S. (2011). Shariah and law in relation to islamic banking and finance. *Banking & Finance Law Review*, 26(3), 539-553.
- Kunhibava, S., & Shanmugam, B. (2010). Sharī'ah and Conventional Law Objections to Derivatives: A Comparison. *Arab Law Quarterly*. 24(4), 319-360.

- Le Sourd, V. (2007), *Performance Measurement for Traditional Investment*, EDHEC Risk and Management Research Centre.
- Makni, R., Benouda, O., & Delhoumi, E. (2016). International evidence on Islamic equity fund characteristics and performance persistence. *Review of Financial Economics*, 31(1), 75-82. doi:10.1016/j.rfe.2016.06.002
- Mohammed, J.A. (2013). Business Precepts of Islam: The Lawful and Unlawful Business Transactions According to Shariah. In Luetge C. (Ed.), *Handbook of the Philosophical Foundations of Business Ethics* (pp.883-897). Dordrecht : Springer.
- Morgan Stanley Capital International Inc. (2018). ACWI. En ligne : <https://www.msci.com/documents/1296102/1362201/MSCI-MIS-ACWI-May-2018.pdf/2eda5573-4e0c-56f9-b3ca-d6b3eb3552e7> , consulté le 23/07/2018.
- Morninsgtar (2017). *L'indice CAC 40*. En ligne : <http://www.morningstar.fr/fr/glossary/101350/indice-cac-40.aspx> , consulté le 19/07/2018.
- Nedal Alchaar, M., Sandra, A. (2009). *Islamic Finance Qualification : The official workbook* (3^e éd.). Londres : Securities Investment Institute.
- Nehad, A., & Khanfar, A. (2016). A critical analysis of the concept of gharar in Islamic financial contracts: Different perspective. *Journal of Economic Cooperation and Development*, 37(1), 1-23.
- Py, B. (2007). *Statistique descriptive : Nouvelle méthode pour bien comprendre et réussir*. Paris : Economica.

- Rammal, H.G. (2004) Financing Through Musharaka: Principles and Application, *Business Quest*, En ligne : <http://www.westga.edu/~bquest/2004/musharaka.htm> , consulté le 21/06/2018.
- Saadouni, L., & Genc T. (2015), La Mourabaha : Principes, Pratiques, Controverses. *Les Cahiers de la Finance Islamique*, Numéro Spécial, 7-21.
- Scott, S., & Hossack, J. (2014). *Cayman Islands : Shariah compliant funds in Caymans*. En ligne : <http://www.mondaq.com/caymanislands/x/336116/islamic+finance/Shariah+compliant+funds+in+Cayman> , consulté le 20/07/2018.
- Smaoui, H., & Khawaja, M. (2017). The determinants of sukuk market development. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(7), 1501-1518.
doi:10.1080/1540496X.2016.1224175
- Statman, M. (2000). Socially Responsible mutual funds. *Financial Analysts Journal*, 56(3),30-39.
- Tenenhaus, M. (2007). *Statistique : Méthode pour décrire, expliquer et prévoir*. Paris : Dunod.
- Usmani, M.T. (2002). *An introduction to Islamic Finance*. La Haye : Kluwer Law International.
- Vandendriessche, S. (2010). *Les spécificités et les performances des fonds sharia compliant* (Mémoire de Master). Solvay Brussels School of Economics and Management, Bruxelles.

- Zulkhibri, M. (2015). A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk. *Borsa Istanbul Review*, 15(4), 237-248. doi:10.1016/j.bir.2015.10.001

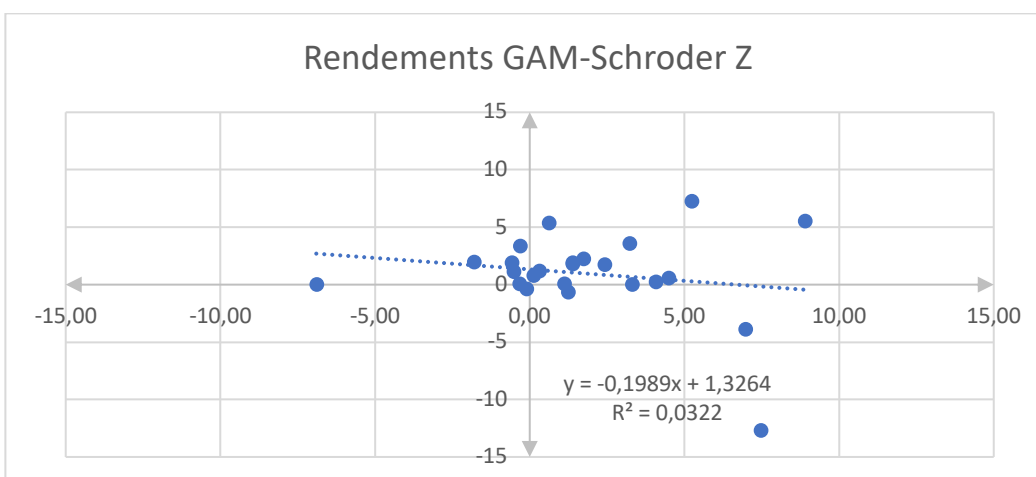
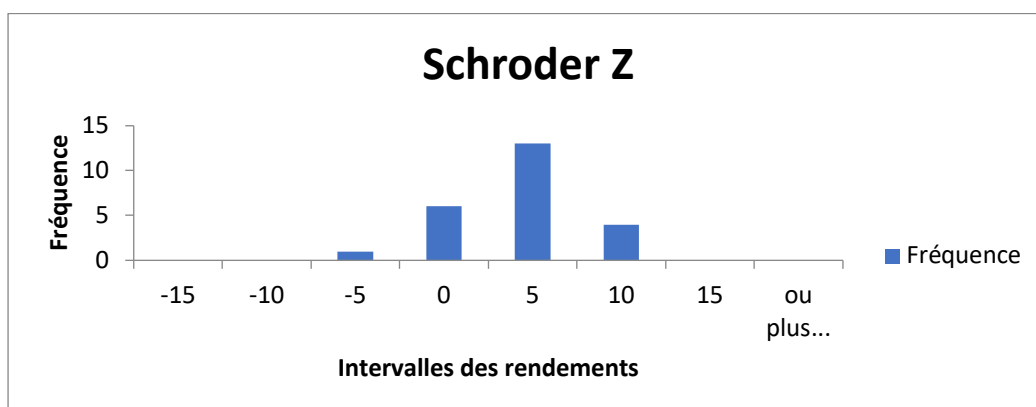
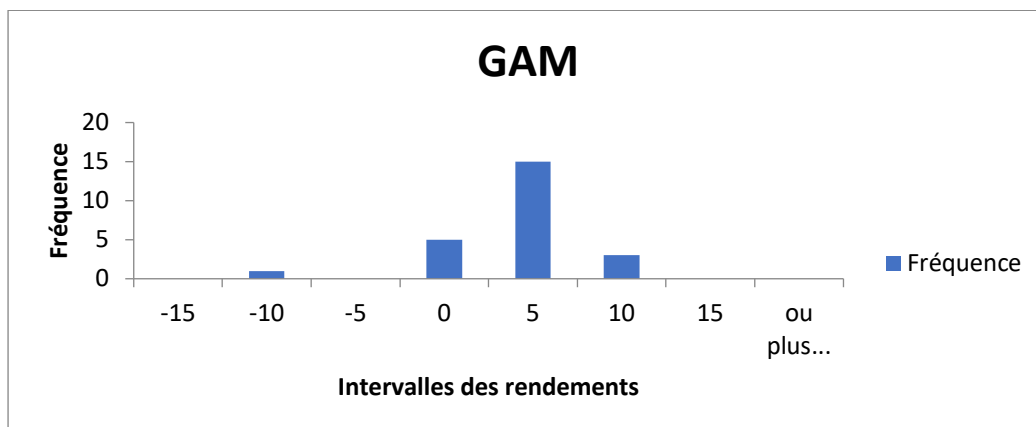
Annexes

Annexe 1 : Paires de fonds et caractéristiques utilisées pour la méthode « matched-pairs »

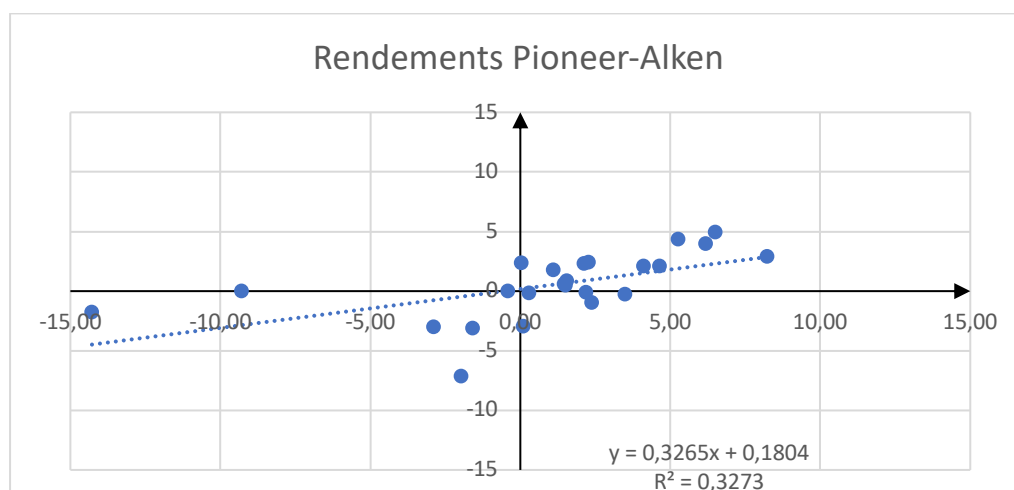
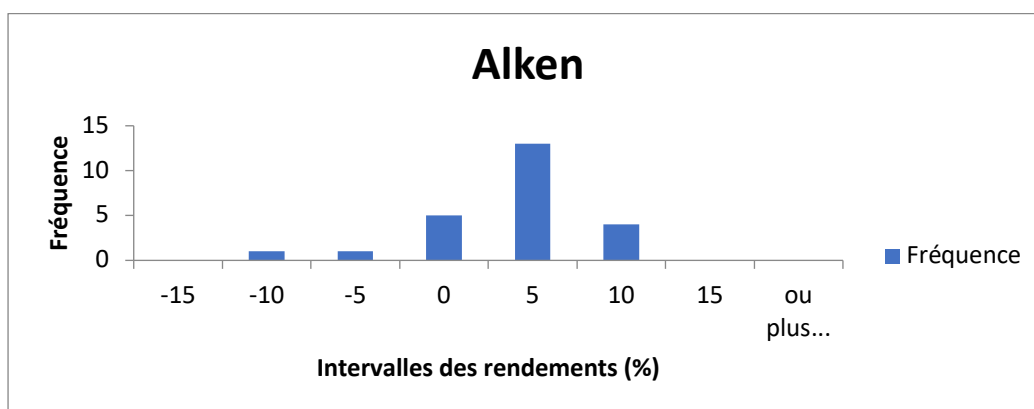
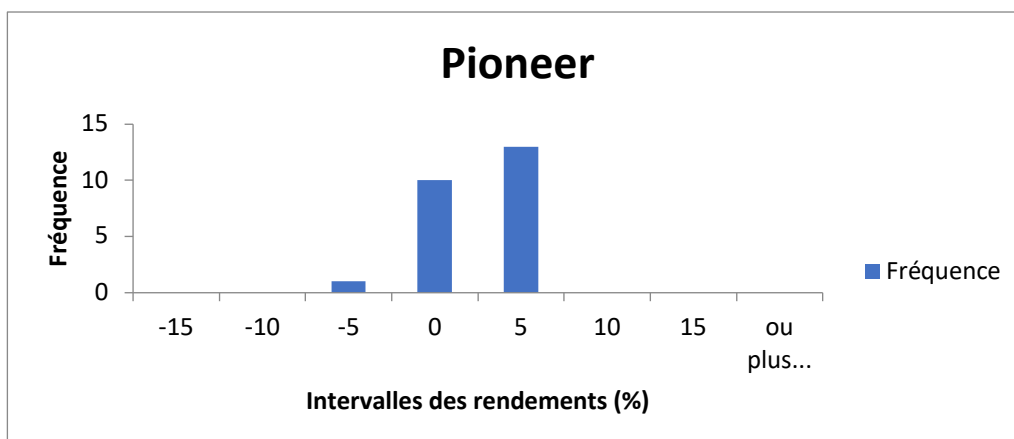
Fonds Islamiques	Age	Type d'investissements	Géographie des investissements	Taille Entreprises	Fonds conventionnels	Age	Type d'investissement	Géographie des investissements	Taille Entreprises
GAM	2012	MIX	Global	Flex cap	Schroder Z	2015	MIX	Global	Flexcap
Allocatior	2012	MIX	Global	Flex cap	Artisan	2011	MIX	Global	Large cap
Edgewood	2012	MIX	USA	Flex cap	Franklin	2012	MIX	USA	Flexcap
Pioneer	2015	MIX	Europe	Flex cap	Allen	2012	MIX	Europe	Flexcap
Johcom	2013	MIX	Global	Flex cap	Schroder C	2013	Mix	Global	Flexcap

Annexe 2 : Graphes de distribution et de corrélation de chaque paire

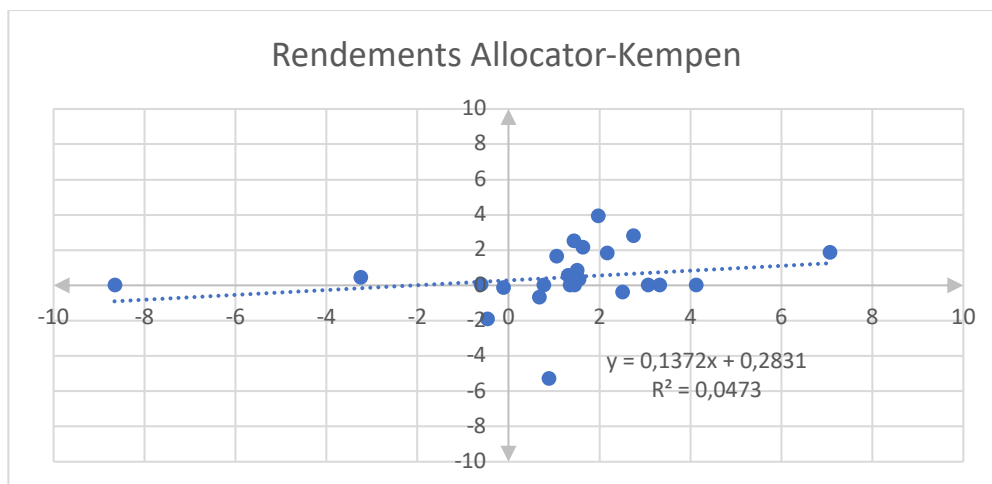
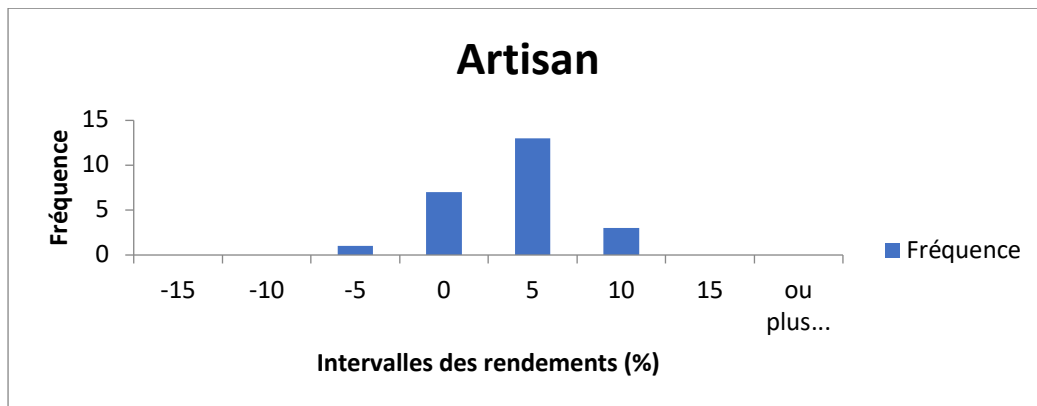
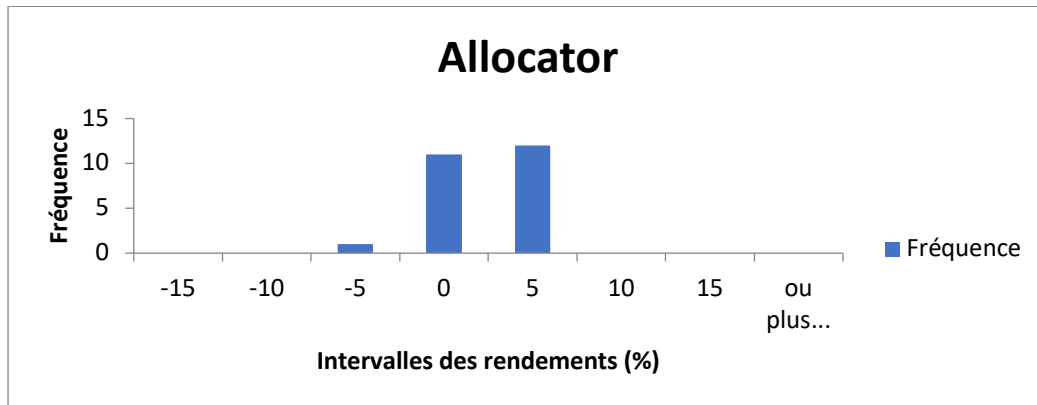
Annexe 2.1. : La paire GAM-Schroder Z



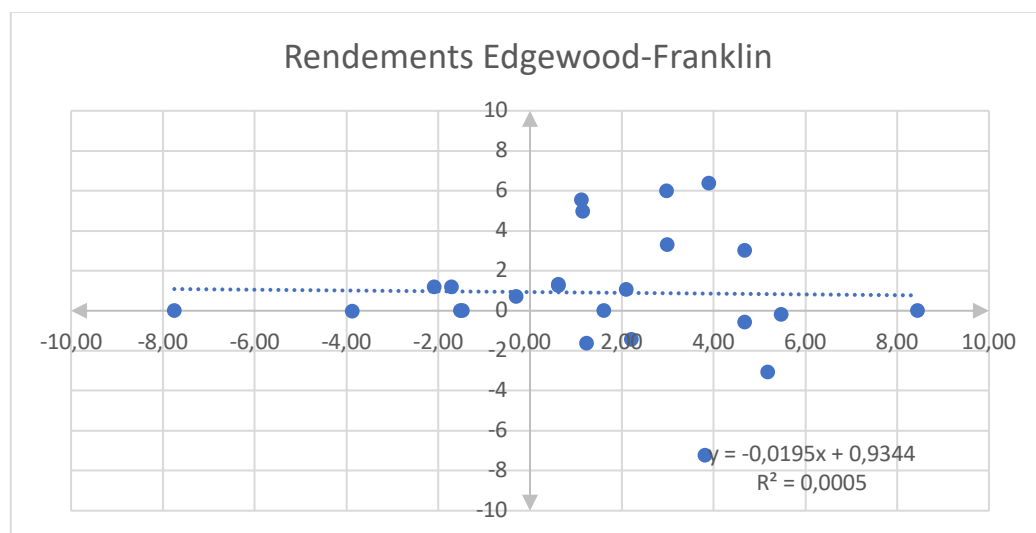
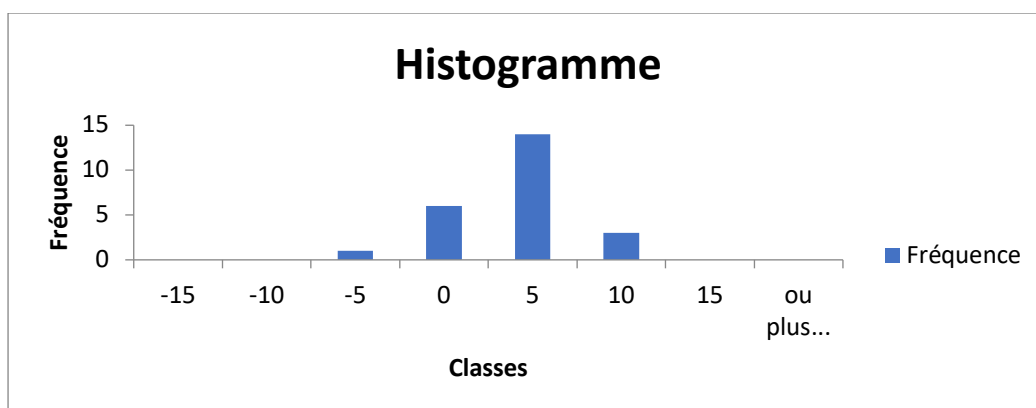
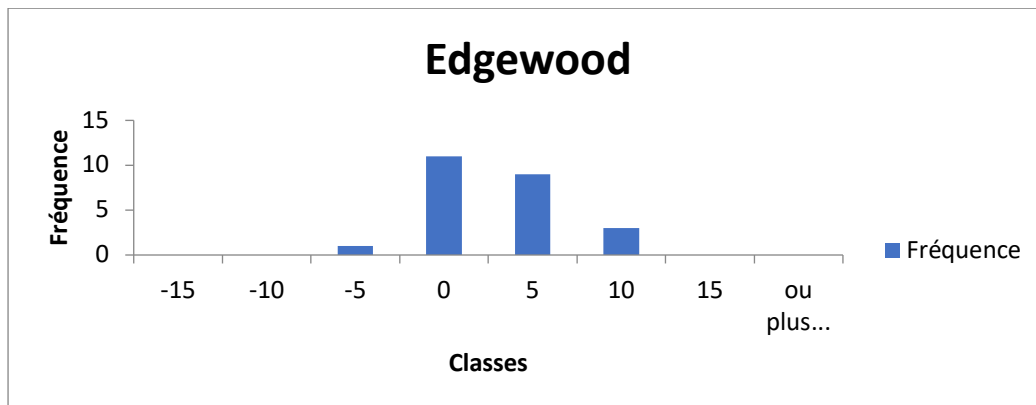
Annexe 2.2. La paire Pioneer-Alken



Annexe 2.3. La paire Allocator-Artisan



Annexe 2.4. La paire Edgewood-Franklin



Annexe 2.5. La paire JOHCM-Schroder C

