



Comité de rédaction

Anne-Sophie PREUD'HOMME et
David BURBI
(PricewaterhouseCoopers),
Thierry LESAGE (Arendt & Medernach),
Raymond LEJONCQ et
Cyril LAMORLETTE (Audit &
Compliance), Marc MEHLEN
(Kremer Associés & Clifford Chance),
Danielle KOLBACH (Loyens Loeff),
Jean-Michel SCHMIT (Nauta Dutilh) et
Patrick MISCHO (Allen & Overy)

Coordination

René JUDAK

Auteurs de ce numéro

Grégoire Huret,
Jean-François Champigny,
Antoine Boggini, Jerónimo Chavarría,
Jad Nader

Service clientèle Kluwer

tél. : 800 48 034 (gratuit)
fax : 800 48 027 (gratuit)
e-mail : contact@kluwer.lu

Editeur responsable

Hans Suijkerbuijk
Waterloo Office Park,
Drève Richelle 161 L, B-1410 Waterloo

ACE est une publication de Kluwer
www.kluwer.lu

Les auteurs, la rédaction et l'éditeur
veillent à la fiabilité des informations
publiées, lesquelles ne pourraient toute-
fois engager leur responsabilité.

© 2009 Wolters Kluwer Belgium SA
Hormis les exceptions expressément
fixées par la loi, aucun extrait de cette
publication ne peut être reproduit,
introduit dans un fichier de données
automatisé, ni diffusé, sous quelque
forme que ce soit, sans l'autorisation
expresse et préalable et écrite de
l'éditeur.

Dépôt légal

D/2009/8868/213

SOMMAIRE

ÉDITORIAL	1
COMPTABILITÉ	
Valorisation de sociétés en période de crise: Quelques pistes de réflexion pour réconcilier approches de marché et approches intrinsèques Grégoire Huret Jean-François Champigny Antoine Boggini	3
FISCALITÉ	
The latest tax treaties entered into by Luxembourg and the importance of the tax treaties in the light of the recent expansion of the domestic dividend withholding tax exemption Jerónimo Chavarría	7
DROIT FINANCIER	
La finance islamique, notions et perspectives pour la Place financière de Luxembourg Jad Nader	13

Chère lectrice,
Cher lecteur,

La crise économique et financière est omniprésente. Ses conséquences dépassent de loin ce que d'aucun redoutaient. Toutefois, à force de gloser à son sujet, le risque d'overdose est patent, avec pour conséquence un désintérêt dangereux à son égard. Loin de tomber dans ce travers, et fidèle à son souci d'informer de façon critique et pointue, ACE se doit d'en analyser certains aspects, mais surtout de susciter la réflexion constructive. Ce sera le cas dans le présent numéro, mais également lors d'une édition spéciale.



En effet, il nous semble judicieux de faire le point sur tous les aspects de la crise, lors d'une grande conférence qui sera donnée au mois de juin par l'ensemble du Comité de rédaction. Seront ainsi abordés, le droit financier, le droit des sociétés, la comptabilité, la fiscalité et l'audit. L'occasion nous permettra de vous livrer un numéro spécial reprenant en substance les discours de nos experts.


Avant ce rendez-vous passionnant, Messieurs Huret, Champigny et Boggini se sont penchés sur la délicate question de la valorisation des entreprises en temps de crise. Ceci fait l'objet du premier article. L'impact de la crise sur la notion de « juste valeur » est déterminant. Les auteurs proposent trois pistes afin de réconcilier les approches du marché, d'une part, et les approches intrinsèques, d'autre part.

Le deuxième article passe en revue les dernières Conventions applicables au Luxembourg en matière fiscale. Face à la pléthore de nouveaux textes (52 en application et 22 en négociation !), Jeronimo Chavarria en sélectionne les plus récents et pertinents, parmi lesquels : les Conventions préventives de double imposition passées avec Hong Kong, l'Estonie et San Marino.

Ces temps de crise doivent nous mener à élargir notre point de vue, ce qui d'ailleurs a conduit certains économistes à proposer des alternatives à notre système financier. Parmi celles-ci, la finance islamique occupe une place de choix, en raison notamment de sa relative résistance au séisme financier qui secoue la planète.

Mais qu'est-ce exactement la finance islamique ? En quoi est-elle différente ou similaire à la finance occidentale ? Sont-elles compatibles ? Peut-elle réellement nous insuffler ce changement espéré par certains ? Quoi qu'il en soit, il nous a paru crucial de comprendre. D'ailleurs, la seule clé valable permettant d'éviter un choc des cultures, n'est-elle pas la connaissance ? C'est précisément ce que Jad Nader propose de nous offrir dans son article. C'est ainsi que seront abordés les principes fondamentaux de la Charia, les contrats les plus courants de la finance islamique, l'importance des spécialistes et les perspectives attendues pour le Luxembourg.

Excellente lecture !



La finance islamique, notions et perspectives pour la Place financière de Luxembourg

Jad Nader

NautaDutilh Avocats, Luxembourg

L'évocation de la finance islamique devient un fait courant tant dans la littérature juridico-financière que dans les forums et les rencontres placés sous des thèmes aussi variés que la recherche de modes alternatifs de financements, de diversification des investissements, de développement de marchés nouveaux en temps de crise, ou simplement de curiosité que suscite la réception progressive de certaines des notions clés de cette famille de droit a priori lointaine. Mais on ignore souvent la vraie teneur de certaines de ces notions, et les régimes juridiques qui s'y rattachent.

Avant même de décortiquer les composantes techniques de cette famille de droit, il est toutefois un premier stade nécessaire qu'il faut franchir : celui de savoir ce à quoi peut ressembler le droit fondé sur la loi islamique (Charia) afférant aux opérations financières. Est-ce une manifestation d'un droit totalement étranger aux principes connus dans les droits occidentaux? Est-ce une simple adaptation de règles connues de la finance conventionnelle, qui permettrait de s'adresser en des termes intelligibles et acceptables à des financiers d'une culture différente?

Si cette finance islamique encore inconnue du grand public, suscite à la fois intérêt, méfiance et appréhension, et si les concepts juridiques sous-jacents relèvent pour un juriste européen d'un exotisme juridique, intrigant de par la jonction qu'il opère entre le domaine du religieux et celui de la finance, il n'en reste pas moins que les manifestations pratiques sont de plus en plus fréquentes¹. La crise financière a sans doute contribué à lever certaines barrières psychologiques à l'exploration de ces modes de financement alternatifs².

Dans ce contexte, nous constatons que le Luxembourg n'a pas été en reste par rapport au développement de cette forme de financement. Des fonds d'investissements islamiques, des émissions de titres islamiques et des opérations de financement d'actifs ont déjà eu lieu, ou ont pu en tout cas transiter par le Luxembourg. La réflexion est d'ailleurs ouverte grâce à plusieurs initiatives de groupements ou d'acteurs privés de la Place sur les moyens d'accompagner, de sécuriser et de consolider ces mécanismes. Et, c'est précisément à ce niveau que la réflexion juridique est utile. Le présent article, loin d'avoir la prétention de donner une vision exhaustive de la matière, tentera simplement de pointer la diversité des schémas de finance islamique, dont son hétérogénéité regorge de possibilités de développements, et, surtout, de contribuer à lever certaines appréhensions sur le stricte terrain juridique.

Il est difficile d'anticiper le traitement que les institutions de finance islamique recevront sous nos droits nationaux si l'on ne tente pas de faire un rapprochement entre les institutions étrangères et les concepts nationaux, afin de traduire dans nos termes juridiques les institutions étrangères qu'on cherche à réceptionner. Nous verrons ainsi que les institutions sur lesquelles la finance islamique s'appuie, présentent, à plus d'un titre, des traits communs avec les institutions connues par les droits romano-germaniques dont fait partie le droit luxembourgeois.

-
1. Les manifestations du phénomène se traduisent souvent en résultats bien tangibles. Ainsi, l'une des manifestations les plus concrètes de la finance islamique est fournie par le célèbre projet sur le front de mer à Dubaï (le projet *Nakheel* (palmiers) qui a été financé par une émission d'obligations islamiques (*Sukuks*) considérée à ce jour comme étant l'une des plus importantes).
 2. Voir à propos de cette barrière psychologique pour les investisseurs, Y.-J. CHANG, S.-Y. KIM et J.-H. CHOI, « Islamic Finance in Korea, Sukuk tough to issue », *International Financial Law Review*, août 2008, sur www.iflr.com.

• Droit financier

1. Présentation générale

Il est difficile de présenter des chiffres définitifs sur l'évaluation des opérations financières conformes à la Charia, même si l'on s'y emploie souvent dans les nombreux écrits sur ce thème. Certains chiffres fournissent une illustration de la matière permettant de mieux situer le débat. À ce titre, on pourrait citer le chiffre avancé par l'*Islamic Financial Services Board*³ de 700 milliards de dollars d'actifs gérés conformément à la Charia. Plus récemment, le rapport Jouini et Pastre présenté sous le titre très évocateur « *Enjeux et opportunités du développement de la finance islamique pour la Place de Paris - Dix propositions pour collecter 100 milliards d'euros* »⁴, prévoit qu'à l'horizon 2020, le marché de la finance islamique devrait représenter 1.300 milliards de dollars⁵.

À la lumière de ces chiffres, il est donc difficile ne pas s'intéresser à ce marché pour au moins deux raisons qui nous paraissent immédiates: tout d'abord le contexte de la crise financière actuelle où les produits de la finance islamique semblent présenter une meilleure immunité vis-à-vis des turbulences, et, ensuite, les perspectives de ce marché qu'illustre l'indicateur de croissance annuelle du marché mondial de la finance islamique, qui affiche depuis 2005 une croissance annuelle de 15 %⁶.

Certes, l'on a pu observer une baisse considérable des émissions de *Sukuks*⁷ durant les derniers mois. Standard & Poor's faisait remarquer qu'à la fin du mois d'août 2008, les émissions de *Sukuks* avaient baissé de 39% par rapport à la même période de 2007, touchés par l'éclatement des *spreads* au même titre que les autres marchés obligataires⁸. Le marché des *Sukuks* continue cependant à croître malgré le recul général observé sur les marchés. Standard & Poor's affirme que le marché des *Sukuks* poursuivra sa croissance⁹, évoquant le chiffre de 100 milliards de dollars d'émission de *Sukuks* prévus pour 2009.

3. Voir pour plus d'information sur cet organisme, www.ifsb.org
4. Rapport présenté le 8 décembre 2008 à Paris Europlace.
5. Le même rapport souligne qu'un tel montant équivaut au tiers des fonds propres de l'ensemble des banques mondiales en 2007. Voir également pour une vision globale de ce marché, N. HARDY, *Finance Islamique: technique et enjeux*, La Revue Banque, 2009; Voir également, sous la direction de R. ALI, *Islamic Finance, A Practical Guide*, Globe Business Publishing Ltd., 2008.
6. Chiffre avancé par l'agence de notation Moody's, rapporté par S. HAQUANI, *AGEFI* du 19/06/2008.
7. V. sur la notion et la structuration des *Sukuks*, J. ANTON, « *Sukuk: Financial Instruments under Islamic Law* », *Derivatives & Financial Instruments*, mai-juin 2007, p. 70-76.
8. V. LE GALL, « Le marché primaire des obligations islamiques devrait rebondir », *AGEFI* du 10/09/2008.
9. *Sukuk Market Continues to Grow Despite Gloomy Global Market Conditions*, du 9 Sept. 2009, sur www.standardandpoors.com.

2. Principes généraux gouvernant la finance islamique

L'Islam est loin de prohiber les investissements et le financement en tant que tel. Il pose cependant certaines règles obligatoires à respecter dans toute opération de financement, le principe étant que le commerce est Halal, mais qu'il doit néanmoins se dérouler dans un cadre respectueux des strictes valeurs de la Charia. Après avoir exposé brièvement les principes généraux gouvernant la finance islamique (A), on pourra effectuer une mise en perspective de ces principes avec ceux qui régissent le droit luxembourgeois (B). Cependant, si le rapprochement au niveau des principes peut s'appuyer sur des éléments plus ou moins bien établis et incontestés du droit musulman, il reste que l'une des principales inconnues de ce mode de financement réside dans l'absence d'un corps de règles clairement définies, altérant la sécurité juridique des transactions qui y seraient soumises (C).

2.1. Quelques notions élémentaires à propos des investissements islamiques

A. Principes directeurs de la Charia

Les règles gouvernant la finance islamique sont directement issues de la Charia. L'investissement ne doit pas porter sur un interdit, *Haram*, notion à forte connotation morale. Il s'agit principalement de la prohibition des investissements dans certaines activités jugées immorales telles que l'alcool, le jeu (ou ce qui peut y être assimilé), la pornographie (ou ce qui peut y être assimilé), le commerce de la viande de porc, le commerce d'armements, etc. Et, par extension, la prohibition touche tous investissements dans des secteurs considérés comme contraires à l'islam. Or, la Charia pose des principes que toute institution qui se veut conforme à la Charia se doit de respecter. Certains principes négatifs proscrivent certaines opérations, alors que d'autres principes, positifs, posent des règles à portée générales.

1. Le premier des principes proscriés par la loi islamique est le recours au *Riba* (signifiant littéralement croissance ou augmentation). La notion de *Riba* couvre à la fois ce que le droit luxembourgeois désigne par la notion d'intérêt et par celle d'usure. Toute forme d'intérêt, et quel que soit le taux appliqué, est par principe assimilée à une idée d'usure et par conséquent est interdite. « ... *Oh vous les croyants! Ne pratiquez pas l'usu-*

re en multipliant démesurément votre *capi tal*. Et craignez Allah afin que vous réussissiez! »¹⁰.

2. Par ailleurs, le jeu, *Mayssar*, en tant que pari comportant un élément de spéculation sur l'incertain, est prohibé. La finance islamique doit, là encore, obéir aux principes directeurs de la Charia, qui prône un investissement dans la durée, excluant toutes les formes de spéculation dans les rapports contractuels car cette dernière est considérée comme ayant trait au *Gharar* (à rapprocher de l'idée de hasard).
3. La Charia prohibe par ailleurs, le monopole, le dol, la lésion, ainsi que la cession des dettes (sauf sous certaines conditions strictes).
4. La Charia invite à l'entraide. L'investissement doit permettre le partage équitable des risques et des profits. Le bailleur de fonds est considéré comme associé à l'entreprise sous-jacente initiée par l'entrepreneur (emprunteur dans une structure conventionnelle). Et le bailleur de fonds aussi bien que l'entrepreneur-emprunteur, sera amené à partager les profits autant que les pertes.
5. Tout financement devrait s'adosser à des actifs tangibles, il n'est donc pas possible de faire le commerce des dettes. De fait, les titrisations islamiques s'appuieraient entièrement sur de réelles ventes d'actifs tangibles¹¹. Il en est ainsi des *Sukuks* (pluriel de *Sakk*, qui signifie littéralement « titre », au sens de certificat, ou *instrumentum*), particulièrement prisés comme mode de financement en Malaisie et dans les pays du Golfe. En Europe, les *Sukuks* sont souvent utilisés dans des émissions soumises au droit anglais. Le Luxembourg n'est pas en reste par rapport à cette industrie, et l'on dénombre à Luxembourg à peu près une quinzaine de *Sukuks* cotés ou négociés sur la bourse de Luxembourg, d'une valeur totale de près de 6 milliards d'euros.

Pour définir les *Sukuks*, il est intéressant de se tourner vers les travaux de l'Autorité (française) des Marchés Financiers qui, dans un avis du 2 juillet 2008, considère les *Sukuks* comme des obligations islamiques liées à un actif sous-jacent à travers différents types de structures, dont les deux principales catégories sont:

- les *Sukuks* dont la rémunération et le remboursement reposent principalement sur des actifs sous-jacents et qui s'apparentent donc, par construction, à de la titrisation (*Asset Backed Securities*) ; et
- les *Sukuks* dont la rémunération et le remboursement sont fondés sur des actifs sous-jacents, mais dans lesquels les investisseurs se reposent principalement sur l'engagement d'une ou plusieurs entités pour tout ou partie des paiements dus au titre des *Sukuks*.

Finalement, notons que dans les structures islamiques, le bénéfice est plafonné à 33 %. La structure devrait prévoir l'affectation de l'excédent à des fondations ou à des œuvres de charité.

B. Principaux schémas d'investissements islamiques¹²

Les mécanismes suivants correspondent, de manière générale, aux contrats les plus utilisés dans les financements islamiques. Ils ne sont cependant pas exclusifs et d'autres formes peuvent être rencontrées dans des financements internationaux de type islamique.

Murabaha

La *Murabaha* est un instrument de financement très flexible, couramment utilisé pour les financements islamiques, tant en matière immobilière qu'en matière de financements de projets.

Dans le schéma de la *Murabaha*, l'entrepreneur/acheteur souhaitant acquérir un bien, s'adresse à une banque islamique qui va s'interposer entre lui et son vendeur, et va acquérir elle-même le bien. Elle le revendra par la suite à l'entrepreneur/acheteur, moyennant le paiement d'un prix convenu à l'avance et qui comprend une marge pour la banque. La banque devient ainsi le réel propriétaire du bien avant de procéder à sa revente, ce qui implique une double cession. À titre d'exemple, supposons que le bien coûte 100 millions d'euros, il peut être convenu à

10. Coran, Sourate 3, verset 130.

11. La titrisation islamique réalisée par la Sorouh Real Estate constitue un des exemples les plus récents, voir les dépêches *IFLR* publiées le 11 sept. 2008, www.iflr.com.

12. Il est à noter que l'orthographe employée pour désigner les institutions du droit musulman peut être différente selon la source et selon l'origine du traducteur. On retrouve ainsi une divergence en particulier dans la déclinaison des mots, ex. *Ijara*, *Idjara* ou *Ijarah*, ainsi que *Mudaraba* ou *Mudarabah*, etc., le « h » final représentant une lettre arabe aspirée. Par ailleurs, les termes comportant la lettre « u », tels que, à titre d'exemple, *Murabaha*, *Mudaraba* ou *Musharaka* (orthographes de provenance plutôt anglaise), peuvent également se décliner respectivement sous l'orthographe suivante *Mourabahah*, *Moudarabah*, ou *Moucharakah*. Dans cet article nous avons pris le parti, afin d'éviter aux lecteurs toute confusion, de suivre l'orthographe majoritairement utilisée.

● Droit financier

l'avance que la banque procèdera à l'acquisition et recèdera le bien au débiteur-acquéreur pour 110 millions, qui peuvent être échelonnés.

Or, cette marge de 10 millions que réalise la banque n'est pas perçue comme un intérêt, mais comme la rémunération du service rendu et il n'est pas possible d'avoir une marge variable, puisqu'elle doit être fixée à l'avance.

La ressemblance est importante avec le schéma d'endettement conventionnel. Les opérations de *Murabaha* ont été décrites comme déguisant un prêt conventionnel du fait de la proximité du montage à celui d'un endettement normal. En particulier, l'on désigne par *Commodities Murabaha* des montages très prisés en Asie du sud-est et dans les pays du Golfe, pour lesquels des solutions de remplacement commencent à apparaître. Certaines concernent directement le Luxembourg, telles que la plateforme *Al-Mi'yar* lancée en janvier 2009 et qui est domiciliée à Luxembourg. Il est cependant un peu tôt pour se prononcer sur l'efficacité et la conformité de ces procédés à la Charia.

Musharaka

La *Musharaka* signifie littéralement la participation ou l'association. Cette technique suppose l'investissement dans un projet commun entre deux ou plusieurs partenaires, dans lequel les différentes parties s'engagent à partager les pertes comme les bénéfices. On rapproche souvent son mécanisme à celui d'une joint venture.

Les déclinaisons de la *Musharaka* sont multiples: on retrouve la *Musharaka* dégressive ou *Diminishing Musharaka* dans laquelle l'un des partenaires cède progressivement à un ou plusieurs autres sa part dans la *Musharaka*; la *Mufawada* dans laquelle tous les partenaires sont et restent à part égale dans les profits comme dans les pertes; ou finalement le *Inan*, où les parts de chacun des partenaires sont inégales et le resteront tout au long de leur participation à la *Musharaka*.

Mudaraba

Cette institution est assez proche de l'idée de société en commandite qu'on connaît en droit luxembourgeois. En effet, dans la *Mudaraba*, un *Rab al Mal* (propriétaire de l'argent), fournit le capital à un *Mudarib* (entrepreneur).

Ijara

L'*Ijara* signifie littéralement « location », la *Ijara* est très proche dans son régime de la location-vente ou du crédit-bail. Dans cette opération, la banque ou l'entité financière islamique achète les biens que le client souhaite utiliser, et les loue ensuite au client qui bénéficie d'une possibilité de rachat au terme du contrat.

Istisna'

L'*Istisna'* est une technique de financement utilisée quand un entrepreneur souhaite acquérir un produit final qui est soit en fabrication/construction, soit au stade de projet lors de la conclusion du contrat. Dans ce schéma, on convient d'un prix qui est fixé lors de la signature et qui restera invariable, avec un échelonnement graduel des paiements durant la période de fabrication/construction ; la livraison se faisant au terme de la fabrication.

Takaful

Le terme *Takaful* signifie littéralement l'action de s'assurer et de se garantir mutuellement. Son fonctionnement est relativement proche de celui d'une mutuelle d'assurance. Les schémas de structuration des sociétés d'assurance conformes à la Charia sont multiples, elles peuvent, entre autres, s'appuyer sur un schéma de *Mudaraba*.

Les spécialistes de finance islamique, relayés par les principales institutions impliquées dans la finance islamique - telle que l'association des auditeurs et comptables des institutions de finance islamique, la AAOIFI (*Accounting and Auditing Organisation for Islamic Finance Institutions*) - se montrent de plus en plus critiques vis-à-vis des structures qui revendiquent le label de conformité à la loi islamique « Shariah-compliant » alors qu'elles ne suivent que de manière incidente les règles prescrites par la Charia.

On a vu, surtout récemment, des spécialistes rappeler que les produits portant le label de conformité à la Charia devraient être pensés et structurés en tant que tels dès l'origine, et non simplement adaptés incidemment, et en bout de chaîne aux exigences de la Charia. Il en a surtout été ainsi des règles de titrisation, qui s'appuieraient sur des actifs incorporels ou intangibles. La pratique de la structuration des *Sukuks*, s'appuyant sur une *Musharaka*, une *Mudaraba* ou une *Ijara* a en particulier des chances d'évoluer sous l'influence des critiques de l'AAOIFI¹³.

13. N. KHAN, P. McVIETY et L. BRANDT CORTIUS, « Reform of Islamic Finance, Scholarly debate drives reform », *International Financial Law Review*, August 2008, sur www.aaofii.org.

2.2. Non-contrariété de principe avec les institutions de droit civil

A. Compatibilité avec les principes généraux du droit luxembourgeois

L'industrie de la finance éthique est assez largement établie dans les pays occidentaux. Les fonds éthiques ne posent pas de problème dans leur principe. Or, la finance islamique n'est qu'une forme de cette finance éthique¹⁴. Les fonds islamiques peuvent rentrer par exemple dans la catégorie des *Socially responsible investment funds*. Tant du point de vue des investissements proscrits pour ces fonds, que du point de vue de la « purification » des profits allant au-delà d'un certain taux (33 % souvent) par le biais de donations caritatives, les fonds islamiques ne semblent être qu'une variante des investissements éthiques. Ils ne seraient ainsi pas porteurs d'une problématique nouvelle ou en tout cas spécifique.

Bien entendu, il reste toujours la réserve relative à l'ordre public international luxembourgeois qu'on peut difficilement écarter de manière définitive. Il nous semble cependant, au vu des éléments entrant en compte dans les transactions auxquelles on a pu se référer, que ce soit pour des fonds d'investissements conformes à la Charia ou pour les émissions de *Sukuks*, que l'exception d'ordre public international trouvera difficilement à se justifier au regard de la liberté de commerce et d'entreprise sous l'égide de laquelle se placent ces entreprises. Naturellement, dans le cas où des conditions - tenant par exemple à la religion de certains dirigeants de sociétés dans lesquelles l'investissement est amené à aboutir - seraient posées par ces fonds, une approche au cas par cas serait alors inévitable pour évaluer le risque de contrariété à l'ordre public international luxembourgeois, avec la part d'incertitude qu'elle contient.

Du point de vue du droit civil, la non-contrariété avec les principes de la finance islamique (et l'on ne parle pas ici de la Charia dans sa globalité, mais uniquement des principes régissant la finance islamique!) s'avère plus évidente. En effet, lorsque le Coran pose la règle de l'interdiction de l'usure et du jeu, on n'est pas loin des principes bien établis dans notre droit et notamment des règles posées aux articles 494 du Code pénal (les taux usuraires) et 1965 à 1967 du Code civil luxembourgeois (articles réglementant le jeu). Par ailleurs, l'interdiction de la lésion ou du dol, trouvent leur pendant au cœur même de la théorie des vices du consentement, fondatrice de notre droit

des obligations. En outre, la prohibition du monopole (*Ihtikar*), n'a-t-elle pas un équivalent dans notre droit de la concurrence?

Bien évidemment, ces notions ne sont pas tout à fait identiques dans les droits civilistes et dans le droit musulman (après tout, même au sein de la communauté des pays européens ayant adopté un code civil, ne trouve-t-on pas certaines divergences substantielles?), mais leur philosophie est quasiment la même. D'aucuns diraient qu'il s'agit là de l'influence des principes issus des droits de l'Antiquité et des principes judéo-chrétiens tant sur le droit civil issu du Code Napoléon que dans le droit musulman!, ce qui pousse également à croire que la notion d'ordre public international, là encore, aura de grandes chances d'être évincée du débat.

En outre, sur le principe même de référence à la Charia, en tant que corps de règles étrangères à notre droit national, rappelons que rien n'empêche de se référer à un corps de règles spécifiques qui s'ajouteraient aux prescriptions du droit luxembourgeois sans les contredire. Après tout, une telle configuration n'est pas loin, *mutatis mutandis*, de celle d'une *Soft law*, à laquelle les parties peuvent se référer, ou à des corps de règles tels que des règles et usances uniformes, ou des règles de marché ou une *lex mercatoria*. Dans toutes ces hypothèses, assez courantes en droit international et qui ont acquis un droit de cité, l'applicabilité de la loi nationale luxembourgeoise n'est pas remise en cause par la référence à ces règles spécifiques propres au commerce international, qui ne viennent s'appliquer qu'à titre complémentaire et sur une base de référence largement contractualisée. Naturellement, la seule limite pourrait éventuellement résider dans une contradiction avec des dispositions des lois et règlements applicables au Luxembourg, ou de l'ordre public international luxembourgeois (sans exclure les principes issus de certaines dispositions de la Constitution luxembourgeoise, ainsi que de la Convention européenne des droits de l'homme). Or, dans un cas comme dans l'autre, nous ne voyons pas d'obstacles de principe. Ceci nous amène à la question de désignation de la loi compétente.

B. Problématique de la loi applicable

La référence à la Charia ne devrait pas permettre d'affranchir les contrats en question du respect de la loi nationale à laquelle ils sont normalement soumis. Le caractère islamique ne devrait pas être perçu comme une substitution d'un corps de règles islamique à un corps de règles nationales, mais simplement comme une caractéristique supplémentaire, s'ajoutant aux règles strictement juridiques et financières

14. Lire à ce sujet, l'article publié dans *The Economist* du 6 septembre 2008, sous le titre « Faith-based finance », p. 73.

• Droit financier

qui gouvernent les actes en question. Ainsi la juxtaposition de règles issues de la Charia et de règles nationales, lorsqu'il n'existe pas de contradiction entre les deux corps de règles, devrait être tout à fait possible.

Certes, nous ne disposons pas d'un précédent judiciaire au niveau du Luxembourg pour étayer cette position de bon sens, les juridictions belges et françaises n'ont pas (à notre connaissance) eu à connaître d'une telle question. Il est cependant un précédent intéressant que nous fournit une décision d'une Cour d'appel anglaise du 28 janvier 2004, qui a jugé que seule la loi anglaise choisie par les parties doit trouver à s'appliquer¹⁵. L'importance de ce précédent tient surtout au fait que la quasi-totalité des transactions impliquant des montages ou des institutions conformes à la Charia font référence à la loi anglaise, que ce soit en tant que loi exclusive ou non. Cette décision a le mérite de clarifier une question clé pour le développement des opérations de financements islamiques. Et, somme toute, elle ne dessert pas ce mode de financement en ce qu'elle rassure les Etats de réception de la finance islamique, sur l'inaltération de leurs pouvoirs régaliens en ce qui concerne ces financements.

Car, au final, cette possibilité de juxtaposition est tout simplement dans l'essence même de ces opérations et elle constitue l'avantage qui a permis leur exportation. Aucun juriste sérieux, initié un tant soit peu à la finance islamique, ne pourrait prétendre à l'exclusivité de la Charia. On a d'ailleurs pu souligner que la problématique de la loi applicable est distincte de celle de la conformité à la Charia, à l'exception des cas particuliers des contrats initiés dans des Etats où le système juridique se confond avec la Charia¹⁶.

2.3. Absence d'un corps de règles clair concernant la Charia

La Charia est la loi islamique, mais comme toute loi, celle-ci a besoin de dispositions d'application qui régiraient notamment des questions présentant un certain degré de technicité, et qui ne peuvent être posées, et encore moins réglées, dans les textes de référence de l'Islam. Or, pour pouvoir régir le plus grand nombre de situations et pour pouvoir s'adapter, la Charia a besoin de doctrine et elle a besoin de jurisprudence (notions pouvant être rapprochées à

des degrés variables, de l'*Ijtihad*, de l'*Ijma'* (qui font partie intégrante de la Charia, étant entendu que pour les Chi'ites l'*Ijtihad* est encore possible alors qu'il n'est plus admis dans les rites sunnites) mais surtout, du *Fiqh* et des *Fatwas*). Elle n'a en cela, rien de nouveau par rapport à notre système juridique. Malheureusement, l'analogie n'est pas parfaite et la difficulté provient de certains désaccords, souvent chroniques, dans l'interprétation des textes et des principes de la loi islamique ainsi que des divergences dans les opinions doctrinales, et pour lesquelles l'Islam ne connaît pas de règles d'unification du fait notamment de la multiplicité des écoles de pensée. À ce facteur, s'ajoute celui du nombre insuffisant de spécialistes par rapport à une demande de produits islamiques en augmentation exponentielle.

A. L'absence de textes de référence et la nécessaire standardisation

Avec le développement spectaculaire des produits de financements islamiques, on a vu se multiplier les appels à un retour à une interprétation stricte des préceptes de la Charia, notamment dans l'appréciation de la conformité à la loi islamique de certaines opérations du type *Murabaha* ou de la structuration de certains *Sukuks*. Nombre de contestations ont abouti en 2007 à une remise en cause de la conformité à la Charia de certains produits. Ce mouvement de repli, plaidant un retour à davantage de rigueur dans l'appréciation de la conformité de certains produits financiers à la Charia, a d'ailleurs été accusé d'être à l'origine d'un ralentissement de la croissance du marché de la finance islamique. Il est sans aucun doute un facteur d'incertitude de taille pour les investisseurs¹⁷. Pour des raisons diverses, sans doute mêlant les tergiversations doctrinales aux contres-coups de la crise financière, les opérations de *Musharaka* ont notablement marqué un repli en 2008, passant de 43 % à 17 % de l'ensemble des émissions de *Sukuks*.

Dans ce contexte, le travail d'organismes de standardisation des normes régissant la finance islamique est particulièrement salué en ce qu'il s'apparente à une codification des règles applicables aux transactions bancaires et financières estampillées conformes à la Charia¹⁸.

15. *Shamil Bank of Bahrain E.C. v. Beximco Pharmaceutical Ltd et al.*, [2004] EWCA Civ 19 [2004].

16. Voir en ce sens, M. HAMRA-KROUHA, « Introduction aux financements islamiques », *La Lettre des Juristes de Sciences Po*, n° 16, mars 2008, où l'auteur évoque l'exemple de l'Arabie Saoudite.

17. Voir à ce sujet, le dossier publié par la *International Financial Law Review* sous le titre « Watch out », *IFLR*, juin 2007, p. 14-17.

18. Voir à propos des incertitudes entourant l'entreprise de standardisation, R. ALI et M. KAMAL, « Standardising Islamic Financing: Possibility or Pipe Dream? », *Business Law International*, Vol. 10, n° 1, 2009, p. 19.

L'AAOIFI propose ainsi une référence essentielle pour assurer la sécurité juridique des transactions de financements islamiques. On dénombre aujourd'hui plus d'une trentaine de normes standardisées que l'AAOIFI met à disposition des acteurs¹⁹. Par ailleurs, les accords bilatéraux entre l'AAOIFI et un certain nombre de régulateurs nationaux ou d'autorités de supervision ont permis de renforcer la sécurité de certains produits²⁰.

On peut également citer d'autres organismes qui s'occupent de certifier des normes islamiques. Il en est ainsi de l'*International Financial Services Board* qui publie des principes directeurs et des standards visant à normaliser les produits de financement islamiques (à ce jour, on recense sept standards publiés). Par ailleurs, la *International Islamic Financial Market* (IIFM) présentée comme le fruit de concertations entre plusieurs banques centrales, a pour objectif de mettre en place des instruments d'uniformisation et des contrats types²¹.

En outre, il est notoire que la *Loan Market Association* a mis en place un guide pour la documentation des financements islamiques²². Ce guide, loin des normes proposées par les organismes cités ci-dessus, n'embrasse pas l'ensemble des situations ou des contrats de financement islamique mais fournit néanmoins une grille de lecture des contrats de financement islamique à l'aune de la documentation standard proposée par la *Loan Market Association*.

Le sentiment qui règne à l'issu de cet exposé sur la quête de la standardisation est que les efforts se multiplient pour assurer une harmonisation et améliorer la sécurité juridique des investisseurs dans des structures islamiques dont le cadre juridique et les modèles n'ont pas fini de se construire. Cette réalité tranche avec notre approche de la sécurité juridique et de la prévisibilité des parties que nous considérons souvent comme un pré-requis. Elle est d'autant plus étonnante que malgré le risque juridique qu'elle peut emporter, le constat d'une croissance continue du

marché des financements islamiques prouve que les investisseurs dans des produits islamiques ne portent que peu d'intérêt à ces considérations. C'est peut-être là un indicateur du potentiel considérable de ce marché.

B. Le rôle joué par les spécialistes: les Scholars et les Shariah Supervisory Boards

En droit musulman, poser des règles d'application et d'interprétation de la loi islamique est du ressort d'autorités religieuses spécifiques qui peuvent être différentes selon les rites musulmans suivis. Les opinions se rapportant à une question spécifique, en général sous forme de *Fatwas* (littéralement opinion ou décision), émanent d'un *Mufti* (celui qui rend la *Fatwa*), d'un *Ullemah* ou d'une *Hayaah* (décision collégiale). Là encore, la latitude reconnue à l'interprète et ses textes de référence peuvent varier considérablement d'un rite à l'autre, et, *a fortiori*, d'un pays à l'autre (des différences considérables peuvent également exister entre différentes écoles de pensées (s'il nous est permis de les décrire ainsi) d'un même rite, ex. pour les musulmans sunnites: *Hanbali*, *Shafi'i*, ou *Ja'fari*, *Isma'ili*, pour les musulmans shiites et les exemples sont loin d'être exhaustifs). D'où l'importance en matière de finance islamique, de déterminer les pays visés par les projets ou les populations concernées par les produits, afin de se conformer à l'interprétation qui prévaut auprès des spécialistes ayant autorité dans ces pays ou pour ces populations en particulier.

Ajoutons qu'il est fréquent de recourir à des comités de spécialistes afin de certifier ou d'avaliser la conformité du produit/projet à la Charia. Ainsi, il est topique de constater que quasiment tous les organismes opérant dans le domaine de la finance islamique (autres que ceux de l'Asie du sud est), ont recours à des Comités de supervision de la Charia (des *Shariah Supervisory Boards*) composés de spécialistes (*Faqih* *Fil-Shari'a*). Ces Comités doivent parfois être des organes internes à part entière. C'est le cas pour les banques islamiques dans certains pays du Golfe principalement. Dans ces pays, des dispositions peuvent même exiger que ces Comités soient rattachés directement à l'Assemblée générale des actionnaires et non aux Conseils d'administration.

Les Comités de supervision de la Charia peuvent également prendre une forme apparentée à celle de sociétés de consulting privées, qui ont pour principale activité de fournir les « *Shariah screens* », des procédés qui permettent de filtrer tout ce qui, dans un projet déterminé, irait à l'encontre des principes

19. On compte plus d'une trentaine de normes publiées par l'AAOIFI, principalement dans le domaine comptable.

20. La *International Capital Markets Association* (ICMA) et la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) ont également signé des memoranda d'accord avec l'AAOIFI.

21. Il en est ainsi à titre d'exemple d'un projet de *Master Agreement for Islamic Treasury Murabaha Contracts*. Par ailleurs, en collaboration avec la *International Capital Markets Association* (ICMA) et la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), la IIFM souhaite créer une documentation islamique qui serait ainsi le pendant islamique de la documentation des *Master Agreements* et autres contrats types conventionnels.

22. *Loan Market Association, User's Guide to Islamic Finance Documents*, March 2007.

● Droit financier

de la Charia. Ces services s'adressent principalement aux banques ou organismes souhaitant développer des produits d'investissements conformes aux principes de la loi islamique, l'intervention se faisant en amont au moment de penser et de structurer le produit, avec des audits ultérieurs également possibles.

Dans certains pays cependant, ce sont les autorités de régulation qui octroient le label de conformité à la Charia, en s'appuyant sur leurs propres Comités de supervision de la Charia. Il en est ainsi de la Malaisie, où, contrairement aux pays du Golfe, la *Malaysian Securities Commission* (organe officiel) a constitué son propre comité de supervision de la Charia qui décide de l'octroi du visa pour l'inscription de produits sur le *Malaysian Islamic Capital Market* ²³.

3. Perspectives pour la Place de Luxembourg

Parmi les différents schémas que la très hétérogène finance islamique peut adopter, nous pouvons clairement distinguer trois grandes lignes. Une première ligne qui s'adresserait aux particuliers (retail) (A), une deuxième qui viserait les activités de fonds d'investissement (B) et une dernière qui concernerait les opérations de financement d'actifs (C). Quelles pourraient dès lors être les perspectives pour la Place de Luxembourg pour chacun de ces trois axes?

3.1. Les produits à destination des consommateurs

Parmi ces produits, il est en particulier intéressant de se pencher sur les activités de banque de détail et sur les produits d'assurance islamique *Takaful*. La première banque islamique en Europe fut constituée au Royaume-Uni en 2004. En France, le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement a fait savoir qu'aucun dépôt officiel de dossier pour un établissement bancaire islamique n'avait eu lieu et ce, jusqu'au mois de mai 2008. Plus récemment, en décembre 2008, le rapport Jouini - Pastre, a souligné deux points parmi les 10 mesures phares qu'il recommande à la Place de Paris d'adopter : l'importance de développer le secteur de l'assurance en proposant des produits d'assurance *Takaful* et de réassurance, *re-Takaful* et la possibilité d'agréer rapidement en France des institutions financières islamiques.

Cependant, et contrairement à la France ou au Royaume-Uni, l'absence de concentration de ressortissants ou de résidents de confession musulmane pourrait justifier le faible intérêt que ces produits suscitent auprès des acteurs du secteur bancaire luxembourgeois. Toutefois, cet attrait pour les produits conformes à la Charia qui semble *a priori* peu significatif, devrait être nuancé par le fait que l'obtention d'un agrément pour un produit ou un établissement à Luxembourg, pourrait lui faire bénéficier du passeport européen. Il est d'ailleurs à noter que dès 1983, le Luxembourg a accueilli la première société d'assurance conforme à la Charia en Europe. De fait, la question n'est dès lors plus une question juridique et dépendra de la stratégie commerciale suivie.

Pour ce qui est des banques islamiques de détail, il faudrait néanmoins souligner, sur le plan juridique, que certains écrits ont soulevé l'éventuelle contrariété de la garantie des dépôts - que connaît le Luxembourg au même titre que les autres pays européens - à la Charia (notamment du fait que la qualification de dépôt *Wadi'ah* a fait l'objet dans la doctrine musulmane de différentes prises de positions, dont un courant qui défendrait l'obligation qui pèse sur le déposant d'assumer les pertes autant que les bénéfices ²⁴). Cette question a été soulevée dans d'autres pays européens (Royaume-Uni), où l'on a pu admettre le principe d'une renonciation par les clients à la garantie des dépôts à laquelle ils ont droit (même si cela semble contestable au vu du caractère européen d'une telle règle, et, du reste, commercialement inopportun dans le contexte de la crise actuelle). Ce point mériterait un examen plus approfondi au cas où se poserait la question de l'agrément d'établissements islamiques au Luxembourg. Signalons simplement dans le cadre de cet article que cette contrariété n'est ni certaine ni définitive.

En conclusion, on peut dire qu'à ce jour, au niveau mondial, la majorité des produits de finance islamique sont proposés par des banques conventionnelles. Par ailleurs, le développement en Europe des banques islamiques reste pour l'instant très limité. Deux raisons peuvent être invoquées : d'abord, comme cela a été dit précédemment, les banques conventionnelles peuvent très bien proposer des produits financiers islamique (on parle alors d'*Islamic windows*), ensuite, du point de vue de la demande, soulignons que dans les pays du Maghreb dont sont issus la majorité des citoyens ou résidents européens de confession musulmane, les banques islamiques ont traditionnellement été quasiment inexistantes. De ce fait, la sensibilité

23 A. HENDERSON et A. HAINSWORTH, « Through an Islamic Window », *IFLR* septembre 2008, p. 46.

24. Voir pour un développement substantiel sur cette question, A.-F. AL-SHARAQI, *Les banques islamiques* (en langue arabe), Dar Al-Jamiah, Beyrouth, 2nd éd. 2007, p. 147 et s.

à la culture des banques islamiques reste embryonnaire même s'il y a fort à parier que ces banques seraient amenées à se développer considérablement dans le Maghreb au cours des prochaines années.

3.2. L'industrie des fonds d'investissement

Le Luxembourg a pu rajouter à son industrie des fonds d'investissements une nouvelle variante, permettant ainsi de diversifier les produits développés sur la Place. En 2008, on dénombrait plus de 30 fonds d'investissements de droit luxembourgeois disposant du label de conformité à la Charia.

Ces fonds ont parfaitement épousé la forme conventionnelle des fonds d'investissements tels que prévus par les lois luxembourgeoises, des OPCVM en particulier, soit sous forme de SICAV ou de FCP, soumises à la partie II de la loi du 20 décembre 2002. Les fonds islamiques trouvent ainsi dans le droit luxembourgeois un cadre favorable, tout en agissant dans le respect des principes de la Charia que nous venons d'exposer. A-t-on besoin dès lors de reconnaître une qualification propre aux fonds islamiques? La question n'est en tout cas pas d'actualité.

Soulignons qu'au niveau mondial, le recours aux fonds d'investissements islamiques devrait s'accélérer profitant, d'une part, du développement constant de l'investissement dans la finance islamique et, d'autre part, de la désintermédiation qui permettrait progressivement de réorienter les investisseurs vers les fonds d'investissement au même titre que vers les banques si ce n'est davantage.

Dans ce contexte, le Luxembourg dispose de tous les atouts juridiques pour ne pas manquer ce rendez-vous. Il reste peut-être à s'assurer de la visibilité de la Place sur l'échiquier mondial des investisseurs islamiques, problème sur lequel l'ALFI et le groupe *Luxembourg for Finance* planchent déjà.

3.3. Les opérations de financement d'actifs

Ces opérations suivent principalement les schémas de la *Murabaha*, de l'*Ijara* ou (plus rarement) de l'*Istisna'* que nous avons exposés brièvement. La structuration de ces opérations s'effectue de manière identique à tout autre financement. Signalons cependant que les opérations de financement islamiques mises en place au Luxembourg concernent souvent des structures impliquant des projets opérationnels devant se maté-

rialiser dans d'autres pays européens, que ce soit des opérations de financement immobiliers prenant la forme de *Murabaha*, ou de financement d'acquisitions diverses.

Pour des raisons qui sont aujourd'hui éprouvées, ces opérations constituent la majorité des opérations de financement d'actifs que nous connaissons au Luxembourg. De fait, le cadre juridique luxembourgeois a peu de raisons d'être mis à l'épreuve de son adaptabilité à la structure de financement. Et, c'est surtout au niveau des pays où les investissements se traduisent en projets opérationnels que ces structures risquent de se heurter à des difficultés administratives, fiscales ou réglementaires.

Naturellement, si les projets en question étaient amenés à servir des acquisitions d'actifs situées à Luxembourg, la question se poserait alors principalement en termes de frottements fiscaux, et l'hypothèse n'est pas qu'un cas d'école. Nous pensons que certaines difficultés entravant le développement des investissements dits « islamiques » pourraient être levées. Cela permettrait alors de donner un coup d'appui à cette industrie.

Une piste de réflexion intéressante nous est fournie par la France (suivant en cela le Royaume-Uni), qui vient d'adopter des mesures assurant la neutralité fiscale des opérations de *Murabaha*. Ces mesures permettent d'étendre le régime fiscal des marchands de biens aux opérations de *Murabaha*, permettant que le double transfert de propriété dans le cadre de la *Murabaha* ne donne pas lieu à un double droit d'enregistrement. Il ne s'agit pas à ce stade de favoriser ces opérations aux dépens d'autres techniques, mais simplement d'assurer la neutralité fiscale du procédé, eu égard à sa dualité structurelle.

4. Conclusion

Dans le contexte de la crise qui sclérose les marchés mondiaux depuis quelques mois des voix se sont élevées posant la question de savoir si la finance islamique n'était pas à l'abri de telles turbulences.

Certains ont même été plus loin, se demandant si la finance islamique ne fournirait pas un modèle qui serait une alternative sérieuse à un système financier qui a atteint ses limites, comme la crise, récente et actuelle, continue de le démontrer. Vœux pieux ou appréciations précipitées, l'on sait aujourd'hui que tous les secteurs et toutes les formes de finance, y compris la finance islamique, ont été touchés.

● Droit financier

Néanmoins, la finance islamique, de par les principes sur lesquels elle s'appuie, a pu se maintenir tant bien que mal à l'abri de la tempête d'envergure²⁵. Cette forme de finance cherche toujours de nouveaux

horizons vers lesquels elle pourrait s'exporter et il ne faudrait pas manquer de l'accueillir avec un cadre juridique et un savoir-faire appropriés.

25. Voir pour un développement sur cette question, S. FLYNN, « Put the devil in the bottle », *IFLR*, octobre 2008, p. 44-45.