

Université Paris II-Panthéon-Assas
École doctorale de droit international, droit européen,
relations internationales et de droit comparé.

Thèse de doctorat / 2019

Thèse de doctorat en droit privé
Soutenue le 20 décembre 2019

Analyse de la place des *sukuk* en droit français



UNIVERSITÉ PARIS II
PANTHÉON-ASSAS

Zeina ZEIDAN

Sous la direction de M. le Professeur Malik LAAZOUZI

Membres du jury :

Monsieur **Michel STORCK**
Professeur émérite à l'Université de Strasbourg – Rapporteur.

Monsieur **Filali OSMAN**
Professeur à l'Université de Franche-Comté – Rapporteur.

Monsieur **Thierry BONNEAU**
Professeur à l'Université Paris 2 – Panthéon-Assas.

Monsieur **Malik LAAZOUZI**
Professeur à l'Université Paris 2 – Panthéon-Assas.

Monsieur **Sâmi HAZOUG**
Maître de conférences à l'Université de Franche-Comté.

Avertissement

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Remerciements

Lors de la soutenance récente du doctorat d'un ami, j'ai relevé un commentaire du président du jury qui résume parfaitement mon parcours et mon état d'esprit à l'achèvement de ces longs travaux de recherches : « un doctorat s'obtient au prix de la douleur ».

Ces quelques lignes de remerciements s'adressent à toutes les personnes qui ont contribué à la réussite de mes recherches.

Je tiens d'abord à témoigner toute ma gratitude à mon directeur, Monsieur le Professeur Malik LAAZOUZI, pour avoir encadré le cheminement de mon analyse et orienté l'avancée de mon travail.

Je remercie également Maître Myriam EID, le Docteur et Maître Affef BEN MANSOUR pour leurs précieux conseils.

Par ailleurs, je remercie les docteurs et maîtres Jérôme BIART et Willy MOGADE SAINT-AURET, Monsieur Laurent D'AVIAU DE TERNAY et Mademoiselle Julia MARZOUK pour nos discussions.

Enfin, je remercie mon époux David CHENINA pour ses avis, son aide et son soutien sans faille pendant toute la durée de mes recherches.

Résumé

Les *sukuk* sont réputés être des titres financiers *sui generis* du fait qu'ils procurent à leurs titulaires un droit de propriété sur l'actif sous-jacent. Ce droit leur a été transmis à l'aide de la structuration contractuelle des *sukuk* qui détruit la barrière entre ses contrats constitutifs juxtaposés.

Le terme propriété en droit musulman classique désigne le droit aux utilités d'un bien. De plus, les dispositions du standard 17 AAOIFI précisent que le sous-jacent demeure attaché aux titres jusqu'au dénouement de l'opération. Toutefois ils ne donnent au titulaire aucun droit de disposer individuellement de la quote-part que représenterait son titre dans l'actif tangible. Le caractère accessoire de ce droit réel est avéré.

En vertu du contrat d'émission, tous les *sukuk* confèrent à leurs titulaires un droit personnel à l'encontre de l'émetteur pour la rétribution des sommes issues de l'actif que ce dernier gère dans l'intérêt des titulaires. Seuls les *asset-backed sukuk* octroient en sus un droit réel sur l'actif dont la possession a été confiée à l'émetteur en vue de son exploitation pendant l'opération. Ainsi, les titulaires de tout type de *sukuk* peuvent être considérés comme des obligataires de droit commun jouissant d'un droit de propriété sur leur titre, d'un droit aux utilités issues de l'actif et, le cas échéant d'une sûreté sur l'actif tangible. L'indexation de leur rémunération aux revenus de l'actif n'a aucune influence sur la nature obligataire des titres, telle que l'entendent la loi et la jurisprudence française.

De ce fait, les *sukuk* pourront être émis en France sous la forme et le régime des titres obligataires domestiques et internationaux le cas échéant.

Descripteurs : Sukuk, valeurs mobilières, titres financiers, obligations, droits des titulaires, propriété, jouissance, contrats musulmans, conformité à la Chari'a, émission, placement, détention, loi applicable, arbitrage.

Analysis of the sukuk's place in the French law

Abstract

The sukuk are deemed to be a sui generis type of securities, because they supposedly represent a right of ownership on the underlying asset in the interest of their holders. This right of ownership is transmitted through the structuring of the sukuk that allows the junction between its constitutive contracts.

However, the classic Islamic law defined the term ownership as the right of use of an asset that entitles the owner for its civil fruits. In addition, the AAOIFI standard 17 does not give the owner a right of disposal of the asset ratio that his securities represent. It also stipulates, that the underlying asset remains attached to the sukuk until the end of the operation. This highlights the collateral role fulfilled by the ownership right of the sukuk holders.

Pursuant to the sukuk issue contract, all of the sukuk owners have a personal right against the issuer for the payment of the asset income, held and managed by the latter in their interest. Besides that, asset-backed sukuk which underlying asset is held by the issuer grant their holders a right to the asset performance income during the operation, as well as its proceeds at the sukuk maturity if applicable. Therefore, the sukuk have the bonds' features as they are defined by the French legislative and case law.

Consequently, the sukuk can be issued in France under the bonds' form and regime either on the domestic or international level, if applicable.

Keywords : Sukuk, securities, bonds, rights of securities owners, ownership, right of use,, islamic contracts, securities holding, Shari'a compliance, issuance, securities sale or trading, holding, applicable law, arbitration.

Principales abréviations

<i>AAOIFI</i>	: <i>Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions</i>
Cass.	: Cour de cassation
CE	: Conseil d'État
C. civ.	: Code civil.
C. com	: Code de commerce.
C. monét. fin.	: Code monétaire et financier.
C. cons.	: Code de la consommation.
<i>IsDB</i>	: <i>Islamic Development Bank</i>
<i>IFSB</i>	: <i>Islamic Financial Services Board</i>
<i>IIFM</i>	: <i>International Islamic Financial Markets</i>
<i>IOSCO</i>	: <i>International Organization of Securities Commissions</i>
<i>ISDA</i>	: <i>International Swaps and Derivatives Association</i>
<i>ISRA</i>	: <i>Islamic Shari'a Research Academy for Islamic Finance</i>
<i>OIC</i>	: <i>Organization of Islamic Conference</i>

Sommaire

THESE DE DOCTORAT / 2019	1
<i>Membres du jury :</i>	<i>1</i>
INTRODUCTION	11
<i>PREMIÈRE PARTIE. LA REMISE EN CAUSE DU CARACTÈRE SUI GENERIS DES SUKUK</i>	<i>29</i>
TITRE I. L'EXIGENCE D'UN TITRE REPRÉSENTATIF D'UN DROIT DE « PROPRIÉTÉ » SUR LES UTILITÉS DE L'ACTIF	33
<i>CHAPITRE I. LA PLACE CENTRALE DU CONTRAT DE VENTE DANS LA STRUCTURATION D'UN SAKK</i>	<i>38</i>
Section I. Le contrat de vente, vecteur du droit de propriété	39
Sous-section 1. Les règles générales de la vente en droit musulman	40
§1. L'exigence d'un transfert du droit de propriété sur l'actif tangible	40
§2. L'application des règles générales des contrats de vente	42
Sous-section 2. La protection du droit musulman de propriété	49
§1. Le recours au trust pour la protection du droit de propriété	51
§2. La préservation du caractère islamique du droit de propriété des titulaires : le principe de partage des pertes et des profits et le principe l'interdiction de garantir le capital et les revenus	56
Section II. Les caractéristiques singulières du titre sukukaire	66
Sous-section 1. Un titre financier représentatif d'un droit de propriété sur l'actif sous-jacent	66
§1. Une acception extensive du droit de propriété islamique	67
1. La milkiyya en droit musulman classique	67
2. L'acception de la milkiyya du titulaire d'un sakk	71
§2. Le sakk et l'action	75
Sous-section 2. Un sous-jacent non constitué de dette	79
§1. Le principe de l'interdiction de la vente de la dette (bay' al dayn)	79
§2. Sukuk et obligations	81
§3. Les sukuk et les titres composés (hybrides)	88
Conclusion du Chapitre I	91
<i>CHAPITRE II. UN DROIT DE PROPRIÉTÉ GÉNÉRIQUE</i>	<i>93</i>
Section I. Les sukuk conférant un droit réel ou asset-backed Sukuk	95
Sous-section 1. Les sukuk représentatifs d'un droit de pleine propriété sur l'actif sous-jacent	95
§1. Les sukuk adossés à la pleine propriété d'un actif loué	96
§2. Les Sukuk participatifs	104
Sous-section 2. Les sukuk adossés à la propriété partielle de l'actif	115
§1. Les sukuk adossés à la propriété économique d'un actif loué (sukuk al ijâra of beneficial ownership)	116
§2. Sukuk d'usufruit (Sukuk al manfe'a)	117
Section II. Les sukuk représentatifs d'un droit personnel ou asset-based sukuk	120

Sous-section 1. Les <i>sukuk</i> représentatifs d'un droit personnel à titre permanent	121
§1. Sukuk al salam	122
§2. Sukuk al murâbaha	124
§3. Sukuk de services/sukuk al khadamâte	129
Sous-section 2. Les <i>sukuk</i> représentatifs d'un droit personnel transitoire : <i>sukuk al istisnâ'</i>	131
Conclusion du Chapitre II	134
<i>Conclusion du Titre I</i>	136
TITRE II. LE RÉGIME CIVILISTE DES SUKUK	140
CHAPITRE I. L'APPLICATION DES RÈGLES RELATIVES A LA CHOSE.	151
Section I. La patrimonialité du bien et la notion « d'al mâl al mubâh »	154
Sous-section 1. La chose pure et la délimitation des secteurs <i>halâl</i>	155
Sous-section 2. Le rôle économique de la chose : la notion de <i>mâl</i>	157
§1. La tangibilité et la rentabilité : al mâl	157
§2. Exclusion des choses non constitutives de biens (<i>mâl</i>)	163
Section II. Les caractéristiques du bien objet du contrat	169
Sous-section 1. L'indispensable détermination de l'actif sous-jacent	169
Sous-section 2. La non nécessaire existence de la chose	171
Sous-section 3. L'exigence d'un actif livrable	173
Sous-section 4. L'existence d'un titre sur l'actif	174
Section III. Bay' al 'ayyina ou vente à réméré islamique	176
Conclusion du Chapitre I	182
CHAPITRE II. LA DICHOTOMIE DES RÈGLES RELATIVES AU PRIX	185
Section I. La règle de droit musulman de la vente : détermination obligatoire du prix de l'actif	189
Sous-section 1. L'existence du prix, la garantie d'absence de <i>gharar</i>	190
Sous-section 2. La précision du prix, gage d'un contrat exempt de <i>riba</i>	198
Section II. Le prix du prêt sukukaire ou la rémunération des parties	208
Sous-section 1. La rémunération des titulaires par les sommes issues de l'actif	211
Sous-section 2. Le principe de la déterminabilité obligatoire	212
§1. Le principe de l'indétermination du prix de l'emprunt sukukaire	213
§2. La détermination du prix du crédit sukukaire par exception.	213
Sous-section 3. La détermination du prix des titres financiers en droit français	214
Section III. Le sort du contrat entaché de <i>riba</i> et de <i>gharar</i>	218
Conclusion du Chapitre II	222
<i>Conclusion du Titre II</i>	225
<i>Conclusion de la Partie I</i>	228
DEUXIÈME PARTIE. L'APPLICATION DU RÉGIME DES EMPRUNTS OBLIGATAIRES	
INTERNATIONAUX	234
TITRE I. LES RÈGLES IMPÉRATIVES DE LA LOI DE L'ÉMETTEUR	237
CHAPITRE I. LA COMPLEXITÉ DU RÉGIME JURIDIQUE DES EMPRUNTS OBLIGATAIRES	
INTERNATIONAUX	238
Section I. L'internationalité des valeurs mobilières en droit français.	238
Sous-section 1. Absence de définition unanime du caractère international d'un titre.	241

Sous-section 2. Internationalité du contrat et internationalité du titre	246
Section II. Échafaudage de lois applicables	250
Conclusion du Chapitre I.....	255
CHAPITRE II LA PRÉÉMINENCE DE LA LOI DE L'ÉMETTEUR	257
Section I. La compétence de la <i>lex societatis</i>	259
Sous-section 1. La stricte application de la <i>lex societatis</i>	261
Sous-section 2. La <i>lex societatis</i> optionnelle.....	266
Section II. Les lois de police	268
Sous-section 1. La définition de la loi de police	270
Sous-section 2. La place de la <i>lex mercatus</i> dans le droit des titres obligataires internationaux ..	272
§1. L'unicité de la loi du marché : la spécificité du prêt obligataire	274
§2. Les règles générales et la territorialité des marchés réglementés	275
§3. Les obligations d'information.....	280
§4. La place prépondérante de la <i>lex mercatus</i> dans le placement des titres	289
Conclusion du Chapitre II.....	303
Conclusion du Titre I.....	306
TITRE II. LA PLACE DE LA VOLONTÉ DES PARTIES DANS LA DÉSIGNATION DE LA LOI	
APPLICABLE A LEURS LIENS CONTRACTUELS.....	308
CHAPITRE I. L'INFLUENCE DE LA LOI D'AUTONOMIE SUR LA DÉTENTION DU TITRE	313
Section I. Le principe de la <i>lex rei sitae</i> des biens	315
Section II. L'influence de la <i>lex contractus</i> dans la désignation de la loi applicable aux titres	
intermédiés transfrontaliers	319
Conclusion du Chapitre I.....	324
CHAPITRE II. LA PLEINE APPLICABILITÉ DE LA LOI D'AUTONOMIE AU CONTRAT	
D'ÉMISSION.....	325
Section I. La défaillance des émetteurs, risque inhérent aux marchés	326
Section II. Le règlement des litiges	329
Sous-section 1. La résolution des litiges relatifs aux <i>sukuk</i> devant le juge étatique.....	330
§1. L'infructueuse invocation de la contrariété à la Chari'a auprès des tribunaux anglais.....	330
§2. Heurs et malheurs du choix du droit et du juge anglais	338
§3. Illustrations jurisprudentielles	339
§4. L'inutile invocation de la non-conformité des <i>sukuk</i> de droit français à la Chari'a	343
Sous-section 2. L'opportunité de la voie arbitrale.....	345
Conclusion du Chapitre II.....	354
Conclusion du Titre II.	356
Conclusion de la Partie II.....	358
CONCLUSION GENERALE	360
BIBLIOGRAPHIE.....	368
INDEX	384

Citations

« Ce qu'il y a de vraiment commode avec les principes, c'est qu'on peut toujours les sacrifier quand c'est nécessaire ».

Somerset Maugham. *Le cercle*, GBn XXe.

« Un système de croyance ne rencontre le succès que s'il est capable de s'adapter tout en conservant sa spécificité par rapport aux systèmes concurrents. Il faut qu'il allie l'idéalisme à l'imperfection humaine et faire des compromis avec les exigences du monde économique et politique. C'est ce qui explique comment un système enraciné au moyen âge a pu survivre dans l'économie globale ».

Ibrahim Wardé, *Islamic finance law and practice*, ed. Oxford University Press, 2012.

Introduction

Rappel historique et genèse des *sukuk*. Depuis la création des premières banques islamiques dans les années 70, notamment la *Dubai Islamic Bank*, et la mise en place de l'*Islamic Development Bank*¹, l'industrie de la finance islamique a dépassé les frontières du secteur bancaire et s'est imposée sur les marchés financiers.

Les certificats de *muqârada* sont la forme ancestrale des *sukuk contemporains*. Ils furent consacrés en 1986² par le Conseil de l'Académie de jurisprudence Islamique de l'Organisation de coopération islamique³ (*Fiqh Academy of the Organization of Islamic Cooperation*) qui les a définis comme étant des instruments d'investissement offerts au public et qui représentent une quote-part égale dans le capital d'une société et qui sont cessibles en bourse⁴. Cette forme, qui rappelle les actions de sociétés de droit français, s'est affinée quatre ans plus tard, pour donner naissance aux *sukuk*.

La première forme instituée pour les *sukuk* fut celle de *sukuk al mudâraba*. Ces derniers étaient structurés sur la base d'un contrat de société⁵ du type *mudâraba* conclu entre emprunteur et souscripteurs. La propagation rapide des *sukuk* dans les secteurs privé et public fut amorcée avec l'autorisation ultérieure d'autres formes de *sukuk*.

De point de vue pratique, les *sukuk* reflètent l'image d'une industrie jeune. La première émission de *sukuk* fut réalisée en 1990 en Malaisie par une société

¹ L'*Islamic Development Bank (IsDB)* : organisation financière internationale, fondée en 1973 par les ministres des finances des pays musulmans, qui a pour objectif d'apporter son assistance financière au développement économique et social des Etats membres, ainsi qu'aux membres de communauté musulmane dans le monde. Elle mobilise ses fonds conformément aux préceptes de la Chari'a. Elle dispose notamment de fonds spéciaux tels un fonds trust et un fonds de soutien à la communauté musulmane établie dans les pays non musulmans.

² OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 22 (10-3), 11-16 octobre 1986.

³ Conseil de l'académie de jurisprudence islamique. Il s'agit d'une entité religieuse de l'*Organisation of Islamic Cooperation (OIC)*. Créée en 1969 et regroupant 57 Etats membres musulmans, l'OIC est chargée de protéger les intérêts de ses Etats membres et de leurs populations musulmanes. La première forme proposée par cette résolution portait sur la *mudâraba*, une forme similaire aux sociétés par commandite par action que nous développerons lors de l'étude des structures des *sukuk*.

⁴ OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 30 (5/4), 6-11 février 1990, p. 61, 1^{er} point: "*Mugaradha Certificates are investment instruments which allocate the Muqaradha capital (Mudharaba) by floating certificates, as an evidence of capital ownership, on the basis of shares of equal value, registered in the name of their owners, as joint owners of shares in the venture capital or whatever shape it may take, in proportion to the each one's share therein. It is preferable to call this investment instrument Mugaradha Deed*".

⁵ OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 60/11/6, 14-20 mars 1990, "*concerning bonds*", 4^{ème} point.

non islamique⁶, Shell MDS⁷, avant que les États-Unis, puis le Soudan ne suivent l'exemple, talonnés plus tard par les pays du Conseil de coopération du Golfe.

Ces émissions ont été validées par des comités *chari'atiques*⁸ d'écoles jurisprudentielles sunnites⁹ conformément aux dispositions des normes élaborées par l'AAOIFI¹⁰.

L'Iran a effectué en 1994 sa première émission *sukuk*aire labellisée islamique¹¹ par un comité *chari'atique* ja'afarite¹². En 2010, il a affirmé vouloir appliquer des normes identiques à celles de l'AAOIFI pour toutes ses opérations financières islamiques y compris celles des *sukuk*¹³. Cette déclaration n'a pas eu de suite et des divergences majeures relatives au régime de certains *sukuk* persistent entre les écoles jaafarites et sunnites, notamment quant à la négociabilité des *sukuk al salam*¹⁴.

Après les *sukuk* du secteur privé (*corporate sukuk*), la première souscription aux *sukuk* souverains a été lancée en 2001 par la Banque Centrale du Bahreïn, qui, depuis lors, finance annuellement la dette publique par des émissions *sukukaires* à très courte échéance, sous forme de *sukuk al salam* dont la maturité est souvent plafonnée à un an¹⁵.

⁶ En ce sens qu'elle n'investit pas exclusivement dans des secteurs considérés islamiquement licites (*halâl*).

⁷ IIFM (*International Islamic Financial Market*), *Sukuk report*, 2011, 2^{ème} éd., p. 3. L'IIFM est un organisme international qui œuvre pour l'harmonisation des normes applicables sur les institutions et les opérations financières islamiques par l'élaboration de contrats types structurés autour d'une opération de financement des entreprises, de financement sur le marché monétaire et le marché des capitaux. La compagnie Shell avait lancé les premiers *sukuk* sur une vente avec paiement différé (*bay' bi thaman âjil* ou *bay' bil wafâ*).

⁸ La pratique de l'industrie de la finance islamique est de confier l'étude de la conformité des opérations financières avec la *Chari'a* par un organisme spécialisé souvent interne à l'institution financière, couramment appelé *shari'a supervisory board* (SSB). Le comité de surveillance *chari'atique* est habilité à examiner l'opération sous l'angle de la *Chari'a* et lui attribuer le cas échéant un label de conformité. Les comités de surveillance *chari'atique* ont soulevé de nombreux doutes quant à leur impartialité et indépendance.

⁹ Il en existe 4 principales écoles sunnites : chafé'ite, mâlikite, hanbalite et hanafite. Le sunnisme est un rite qui repose sur la *Sunna* (règle) du Prophète. Il s'agit de la deuxième source de la *Chari'a* après le Coran. Elle se compose des Paroles du Prophète (*Hadith*) et de ses comportements (*Sîra*). Les sunnites sont les personnes qui ont adopté l'Islam par sa règle.

¹⁰ *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)* : organisation internationale qui se définit comme étant autonome et à but non lucratif. Elle établit des normes à destination des institutions financières islamiques, dont le respect leur assure la conformité aux prescriptions de la *Chari'a*. Établies sous forme d'un code, les règles concernent la comptabilité, l'audit, l'éthique, la gouvernance et la *Chari'a* dans les institutions financières islamiques.

¹¹ *Islamic Finance News Magazine*, « *Introducing the Iran Islamic Finance Forum* », 5 septembre 2018.

¹² L'école ja'afarite est l'école jurisprudentielle fondée par Ja'afar al Sâdiq, 6^{ème} imâm du chiisme duodécimain et successeur du petit-fils du Prophète, Al Hussain. Les chiites sont les musulmans descendants du Prophète.

¹³ M. El Gamal, *Finance islamique*, éd. Boerk, 2010, p. 40.

¹⁴ B. Vizcaino, « *Iran isolated banks, may have slow and painful return to global system* », Reuters, 12 mai 2015.

¹⁵ IIFM, *Sukuk report, a comprehensive study of the global sukuk market*, 5^{ème} éd., 2016, p. 5.

Le marché des *sukuk*. L'industrie des *sukuk* attire les convoitises des professionnels et des États à la recherche de nouvelles sources de financement de marché, notamment en raison de la croissance prometteuse de ce dernier, lequel a été évalué en 2018 à 115 milliards de dollars américains. Ce montant est également prévu pour l'année 2019¹⁶. Cependant, et malgré les réformes légales et réglementaires, favorisant l'accueil des *sukuk* dans de nombreux pays, le volume mondial des émissions demeure concentré en Malaisie et dans les pays du Conseil de Coopération des pays du Golfe.

Le volume global d'émissions de *sukuk* souverains et privés, qui a dépassé 500 milliards de dollars américains entre 2001 et 2013¹⁷ est à l'origine de l'optimisme des principales agences de notation financière qui ont promis au marché des *sukuk* une croissance exponentielle¹⁸. Toutefois, le marché mondial des *sukuk* a amorcé un rétrécissement progressif pendant quelques années avant de reprendre son développement. L'année 2015 a observé une baisse de 45 % du volume d'émissions *sukukaires* par rapport à 2014¹⁹, laquelle était en diminution de 13 % par rapport au volume de l'année précédente. À la suite de titrisations en gros volumes (dites émissions *jumbo*) dans les pays du Conseil de coopération du Golfe, le marché des *sukuk* a fini par retrouver sa croissance initiale. Selon l'agence Standard & Poors²⁰, l'effondrement du prix du pétrole et la diminution subséquente des liquidités sur le marché et l'augmentation simultanée de ses risques sont à l'origine de cette contraction. Les investisseurs ont ainsi doublé de prudence quant aux opportunités d'investissement disponibles sur les marchés financiers.

Naissance de la finance islamique. La finance islamique des temps modernes ne trouve pas ses origines dans la caisse d'épargne rurale Mit Ghamr en Égypte²¹. Fruit de l'alliance entre l'Arabie Saoudite et les États-Unis, elle a été mise en place à la fin des années 60, pour contrebalancer le mouvement panarabe instauré par Nasser autour de l'idéologie socialiste arabe et qui portait préjudice aux intérêts

¹⁶ S. Khan, *Journal The National (Emirats arabes Unis)*, 15 janv. 2019 <https://www.thenational.ae/business/economy/global-sukuk-issuances-to-reach-up-to-115bn-in-2019-with-oil-wild-card-1.813680>

¹⁷ IIFM, *Sukuk report, a comprehensive study of the global sukuk market*, éd. 2013.

¹⁸ IIFM, *Sukuk report, a comprehensive study of the global sukuk maket*, 1^{ère} éd., 2010, p. 14.

¹⁹ Moody's, *Annual report*, 2015.

²⁰ Standard & Poor's, "Global sukuk market outlook : another strong performance in 2018 ?", 7 janv. 2018.

²¹ *Mit Ghamr Savings Bank*, créée en 1963 par Ahmad al Naggar.

économiques et politiques des États-Unis au Moyen-Orient²². Ayant profité des liquidités disponibles dans les pays producteurs de pétrole, l'investissement conforme aux préceptes du droit musulman a donné à l'industrie de la finance islamique sa forme moderne. Les restrictions américaines aux échanges bancaires et financiers avec les pays musulmans mise en place au lendemain du 11 septembre 2001 ont indirectement contribué à l'essor de cette jeune industrie, puisque le chef d'État malaisien s'en était servi pour développer les échanges entre son pays et les pays du Conseil de coopération du Golfe. Cette initiative a créé de la valeur, généré beaucoup de liquidités dans les marchés de ces pays, et lancé des projets aussi innovants que conformes à l'esprit du droit musulman. L'industrie de la finance islamique est vouée à progresser malgré les différentes crises financières qui ont affecté le secteur financier dans le monde.

L'intérêt de la France pour la finance islamique en général et les *sukuk* en particulier. La place de Londres constitue la plateforme européenne des opérations financières islamiques aujourd'hui²³. Elle accueille une douzaine de banques islamiques qui ne font que des opérations financières conformes à la *Chari'a* dont l'Islamic Bank of Britain²⁴, Qatar Islamic Bank ainsi que des banques conventionnelles disposant de fenêtres islamiques²⁵ telles qu'Amanah de HSBC et Dallah al Baraka²⁶. Au-delà du secteur bancaire, de nombreuses opérations d'émission de *sukuk* nationaux (domestiques) et internationaux²⁷ ont été effectuées sur ses marchés financiers. Si certains économistes craignent que le retrait effectif de du Royaume-Uni de l'Union européenne n'affecte son secteur bancaire et financier²⁸, d'autres professionnels estiment que la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne renforcera l'industrie de la finance islamique dans le pays²⁹. Quoi qu'il en soit, l'Angleterre conservera, ne serait-ce que pendant quelques années, une longueur d'avance sur la France en matière

²² I. Wardé, "Status of the global islamic finance industry", in *Islamic finance, law and practice*, C. Nethercotts et D. Eisengberg et autres, éd. *Edinburgh University Press*, 2012, pp. 2 et 3. A l'appui de son analyse, l'auteur explique que la concomitance entre la défaite de Nasser provoquée par l'attaque aérienne de l'Égypte en 1967, et la création de l'Organisation de la conférence islamique, sous l'égide de laquelle la Banque Islamique de Développement a été créée.

²³ *London Stock Exchange* (bourse de Londres), *Islamic finance review*, note G. Walmsley, 2010-2011, p. 2.

²⁴ L'*Islamic Bank of Britain (IBB)*, instituée en 2004 conformément à la *Chari'a*, est devenue *Al Rayan Bank* depuis octobre 2014. Elle est entièrement dédiée aux opérations financières islamiques (www.alrayanbank.co.uk).

²⁵ Etablissements de crédit qui effectuent majoritairement des opérations financières de droit commun, mais qui consacrent des entités spécialement dédiées à la finance islamique, appelées fenêtres islamiques.

²⁶ *London Stock Exchange*, *liste des banques islamiques établis au Royaume-Uni*, dernière liste à jour, 2013, <https://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/islamic/downloads/uktiukexcellenceinislamicfinance.pdf>.

²⁷ *Financial times*, 6 fév.2007, p. 4.

²⁸ M. Rabreau, « Brexit et Italie, le cocktail explosif qui menace les banques européennes », *Le Figaro*, 7 juill. 2016, <http://www.lefigaro.fr/economie/le-scan-explicateur/2016/07/07/29004-20160707ARTFIG00092-brexit-les-banques-europeennes-qui-souffrent-le-plus.php>.

²⁹ B. Vizcaino et C. Cohn, "Britain plans new sukuk deal; Brexit may boost Islamic finance", 2 oct. 2017, <https://www.reuters.com/article/islamic-finance-britain/britain-plans-new-sukuk-deal-brexit-may-boost-islamic-finance-idUSL5N1M10AQ>.

de finance islamique, du fait des cas de jurisprudence que ses tribunaux étatiques et arbitraux ont déjà eu à trancher dans ce domaine³⁰.

Pour attirer les investisseurs étrangers, et encourager les opérateurs en Europe à faire de la Place de Paris un centre européen pour les opérations financières islamiques, la ministre de l'Économie des Finances et de l'Industrie, Christine Lagarde, s'est prononcée en 2008 notamment³¹ sur l'opportunité que représentent les *sukuk* pour le financement des collectivités locales³². Dans cette optique, la « Commission Finance Islamique » fut créée en 2009 au sein de Paris Europlace, association chargée de promouvoir la place financière de Paris.

Pionnière, l'Autorité des marchés financiers avait déjà fait un pas en la matière dès 2007. Concrètement, elle avait estimé que les organismes de placement collectifs sont légalement fondés à sélectionner les actifs-cibles pour l'investissement de leurs actionnaires ou détenteurs de parts, selon des critères islamiques. En revanche, la réserve des dispositions d'ordre public doit être observée. En 2008, elle se déclara favorable à l'admission des *sukuk* à la négociation sur un marché réglementé français³³. Parallèlement, un segment du NYSE-EURONEXT (marché réglementé en France) fut consacré à leur cotation³⁴.

Par ailleurs, la Direction Générale des Finances Publiques a classé les rémunérations des *sukuk* dans la catégorie fiscale des revenus de titres de créance indexés et des titres assimilés³⁵.

³⁰ *Beximco Pharmaceuticals Ltd & others v Shamil Bank of Bahrain EC : Court of Appeal (Civ)*, [2004] EWCA Civ. 19, 28 Jan. 2004, [2004] 4 All E.R. 1072, [http://www.bailii.org/cgi-bin/format.cgi?doc=/ew/cases/EWCA/Civ/2004/19.html&query=\(shamil\)+AND+\(bank\)](http://www.bailii.org/cgi-bin/format.cgi?doc=/ew/cases/EWCA/Civ/2004/19.html&query=(shamil)+AND+(bank)).

³¹ S. Ramadier, « La finance islamique se fixe de nouveaux défis en France », *Les échos*, 3 sept. 2008, https://www.lesechos.fr/03/09/2008/LesEchos/20249-128-ECH_la-finance-islamique-se-fixe-de-nouveaux-rendez-vous-en-france.htm.

³² La création en 2008 d'une commission dédiée à la finance islamique au sein de *Paris Europlace*, sur recommandation de Christine Lagarde, ministre des finances de l'industrie et de l'économie.

³³ Revue de l'Autorité des marchés financiers, n° 48 du 2 juill. 2008 ; Autorité des marchés financiers, *French Sukuk Guidebook*, nov. 2011 ; Autorité des marchés financiers, « Position de l'AMF concernant l'admission des *sukuk* à la négociation sur un marché réglementé », *Rev. AMF*, juin 2008, p. 15.

³⁴ www.nyx.com.

³⁵ Direction générale des finances publiques : *Instruction fiscale sur la murâbaha et les sukuk* BOI 4 FE/09, 25 févr. 2009, <http://www11.bercy.gouv.fr/boi/boi2009/4fepub/textes/4fe09/4fe09.pdf>; *Instruction fiscale sur les sukuk*, BOI 4 FE/S2/10, 23 juillet 2010, publ. 24 août 2010, <http://www11.minefi.gouv.fr/boi/boi2010/4fepub/textes/4fes210/4fes210.pdf>; *Instruction fiscale sur les dispositions juridiques communes - finance islamique - régime fiscal des opérations de murabaha*, BOI-DJC-FIN-10-20120912, 2 sept. 2012, <http://bofip.impots.gouv.fr/bofip/ext/pdf/createPdfWithAnnexe/BOI-DJC-FIN-10-2012-09-12.pdf?id=6711-PGP&ve=1&br=2&la=2> ; *Instruction fiscale portant sur le régime fiscal des sukuk d'investissement*, BOI-DJC-FIN-20-20120912, 12 sept. 2012, <http://bofip.impots.gouv.fr/bofip/6709-PGP/version/1?branch=2&language=2>.

Balbutiements. En dépit de la création de deux banques islamiques de détail en France³⁶, la Banque Chaabi et NoorAssur, le marché des *sukuk* en France demeure embryonnaire.

Pour sa part, la Banque NoorAssur n'a pu percer le marché français dans de bonnes conditions. Le manque de transparence de sa direction³⁷, et les publicités de sa branche niçoise ont été jugés attentatoires à l'ordre public par le Conseil d'État en 2017³⁸. La haute juridiction administrative a maintenu l'arrêté municipal du maire qui a interdit à ladite banque d'apposer, sur la devanture de ses locaux niçois, les termes de finance islamique en gros caractères lumineux³⁹. La Banque NoorAssur a fini par abandonner le projet d'ouverture de sa branche dans la ville de Nice.

Les débuts des premiers *sukuk* émis en France n'ont point été meilleurs. Émis en 2012 par Legendre Patrimoine,⁴⁰ les *sukuk* Orasis ont été structurés sur la base d'une société en participation constituée sans formalités. Les fonds levés ont servi à l'acquisition par l'émetteur d'un ensemble de panneaux photovoltaïques situés en Guyane, Guadeloupe et le sud de la France métropolitaine, avant de les louer à des exploitants. Promis à une quarantaine de millions d'euros de souscriptions pour l'année 2013⁴¹, le produit a cependant été retiré du marché deux ans après l'opération d'émission. A la suite d'une assignation faite le 9 et le 10 avril 2015 par l'Autorité des marchés financiers,⁴² l'émission et le placement de ce titres ont été arrêtés. Il a été clairement reproché aux sociétés assignées d'avoir manqué à l'obligation d'information et de loyauté à l'égard des souscripteurs que garantit le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers. La Société Legendre fut ultérieurement condamnée par la

³⁶ Banque islamique pure : Banque *Chaabi* (compte courant) www.chaabibank.fr ; fenêtre islamique à la *Swiss Life* (compte *salam* d'épargne) <http://www.swisslife.fr/Le-Groupe/Swiss-Life-France/Communiqués/Swiss-Life-lance-Salam-Epargne-Placement-le-premier-contrat-d-assurance-vie-conforme-aux-principes-de-la-finance-islamique> ; *Noor Assur* (épargne, assurance islamique) <http://www.noorassur.com> sous forme de société à responsabilité limitée (SARL).

³⁷ E. Sezec, « Noor Assur un intermédiaire en finance islamique moyennement rassurant », union fédérale des consommateurs (UFC) Que Choisir, 2 sept. 2017.

³⁸ CE, 27 nov. 2017 (non publié). Le Conseil d'Etat a décidé de maintenir l'interdiction municipale par le Maire de Nice (Christian Estrosi) d'afficher les termes de « finance islamique » en gros caractères éclairés aux côtés de leurs enseignes en devanture d'agence, faite au motif que cet affichage est ostensatoire et risque donc d'entraîner un trouble à l'ordre public. Il a été jugé qu'une telle décision est « sans conséquences financières graves » pour ladite banque. <http://www.lefigaro.fr/actualite-france/2017/11/24/01016-20171124ARTFIG00298-la-finance-islamique-nice-et-le-conseil-d-etat.php>.

³⁹ M. Roussot, « Noorassur throws the towel...for now », *Islamic Finance News*, Rapport, 11 avr. 2018, https://www.islamicfinancenews.com/noorassur-throws-in-the-towel-for-now.html?login_error=PHN0cm9uZz5FUlJPUjwvc3Ryb25nPjogSW52YWxpZCBlbWVpbCBhZGRyZXNzLiA8YSBocmVmP_SJodHRwczovL3d3dy5pc2xhbWljZmluYW5jZW51d3MuY29tL3Bhc3N3b3JkLXJlY292ZXIiPkxvc3QgeW91ciBwYXNzd29vZD88L2E%2B.

⁴⁰ V. Riochet, « Le tout premier *sukuk* en France investit les énergies renouvelables », *AGEFI*, 6 sept. 2012.

⁴¹ A. Hassoune, interview, *Islamic Financial Times*, 9 août 2012.

⁴² TGI de Paris, ordonnance en référé, 2 juin 2015, n° RG 54/008, où le tribunal a confirmé la cessation par la Société Legendre de commercialiser tous ses produits financiers émis et rémunérés à 7%, faite en réponse à l'assignation faite par l'Autorité des marchés financiers le 9 et 10 avril 2015.

commission des sanctions de l’Autorité des marchés financiers⁴³ à une interdiction d’exercer l’activité de conseil en investissement et à payer cinq cent mille euros d’amende pour avoir reçu directement des fonds de ses clients⁴⁴, alors que les dispositions de l’article L. 541-6 du Code monétaire et financier l’interdisent aux conseillers en investissement financier⁴⁵. On est ainsi fondé à croire que l’échec des premiers *sukuk* français a eu un effet négatif pour les investisseurs, frileux et volatils⁴⁶ par nature.

Délimitation du champ de l’étude. L’introduction de la finance islamique en France a suscité un vif intérêt, mais a soulevé de nombreuses interrogations. La spécificité des opérations financières islamiques se concentre essentiellement sur le contournement contractuel de la prohibition *chari’atique* du prêt à intérêt aussi bien dans les opérations de banques que sur les marchés financiers.

Le domaine financier conventionnel foisonne d’instruments financiers divers et variés. En France, la notion d’instrument financier recouvre les titres financiers et les contrats financiers⁴⁷. Vus sous l’angle de leur finalité, les titres financiers ont une vocation de financement et d’investissement, alors que les contrats financiers⁴⁸ visent à transférer des risques inhérents à d’autres produits financiers sous-jacents. D’autres caractéristiques les distinguent telles que l’émission, l’inscription en compte, la négociation et la dématérialisation. Compte tenu de ces mêmes caractéristiques, les *sukuk* seront examinés comparativement aux titres financiers de droit français équivalents.

Définition du terme *sakk*. D’origine persane⁴⁹, le terme *sakk* (singulier de *sukuk*) désignait un titre écrit caractérisant un droit de propriété du titulaire sur une chose, une dette ou même une personne (esclave)⁵⁰. Selon Ibn

⁴³ Autorité des marchés financiers, Com. des sanctions, Décision à propos des sociétés Global Patrimoine Investissement, Kalys Investissements et Louis Sanguinetti, 7 juin 2016.

⁴⁴ Dernière décision de la Commission des sanctions de l’Autorité des marchés financiers en la matière date du 14 décembre 2018, Bull. Joly Bourse, 2019. 27, note Herbet.

⁴⁵ N. Ducros, « Legendre, interdiction d’exercer et 500.000 euros d’amende », *AGEFI Actifs*, 23 juin 2016, www.agefiactifs.com/investissements-financiers/article/legendre-patrimoine-interdiction-dexercer-et-74312.

⁴⁶ Expression courante en finance qui décrit l’investisseur sous l’angle de sa prudence quant aux opportunités d’investissement qui ne présentent pas un niveau de sécurité.

⁴⁷ C. monét. fin., art. L. 211-1-I: « Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers ».

⁴⁸ Appelés également instruments financiers à terme.

⁴⁹ Ibn Manzhour, *Lissân al ‘arab*, éd. Dâr Sâder, Beyrouth, 2003, vol. X, p. 457. L’auteur est un historien et linguiste (1232-1311) et fin connaisseur du droit musulman.

⁵⁰ Le *sakk*, qui établit l’esclavage, était en réalité un titre de propriété sur l’esclave. Ce bien était susceptible d’appropriation et de cession. Al Boukhâri (810-870), éminent érudit et juriconsulte châfé’ite et auteur de nombreux ouvrages de référence

Manzhour, le *sakk* était couramment utilisé à l'époque du Prophète par les seigneurs souhaitant monnayer leurs créances non encore échues. La cession de sa créance sur autrui, qui de surcroît n'est pas encore échue (*Bay' al dayn bil dayn*) était à l'origine de la prohibition des *sukuk* de dettes⁵¹.

Aujourd'hui, le mot *sakk* en langue arabe est un terme générique. Il désigne un titre de propriété sur une chose (*sakk al milkiyya*), ou une créance/dette⁵² au sens de titre financier négociable sur les marchés financiers (*sakk istithmâr*). Quand il est sous-tendu par une créance, le *sakk* prend l'appellation de *sanad*⁵³, qui désigne le mot « appui » lequel rappelle le terme souvent employé d'adossement du titre sur un actif. L'adjectif islamique est parfois mentionné à côté du terme *sakk/sukuk* aujourd'hui, pour le distinguer des titres obligataires (*sanadâte*).

Acception juridique du *sakk* selon les normes AAOIFI. Le standard 17 des normes *chari'atiques* de l'AAOIFI régit l'émission et la circulation des *sukuk*. Les dispositions de ses articles 2 et 4 exigent que le *sakk* soit représentatif au profit de chaque souscripteur d'un droit de propriété sur l'actif sous-jacent qui n'est pas une dette. Ce droit ne fait pas du *sakk* un titre de capital⁵⁴, *chari'atiquement* licite au demeurant⁵⁵. Selon l'AAOIFI⁵⁶, un courant de la doctrine⁵⁷ et des spécialistes de la

en Islam (*Hadith et fiqh*), *Al Jâme' al Sahih* (compilation de 7000 *Hadiths*), éd. Ibn Kathir, Damas, 2002, vol. XIV, t. VIII et IX sur la vente des esclaves.

⁵¹ Ibn Manzhour, *op. cit.*, vol X, p. 457, citant un *Hadith* transmis par Abou Houraïra dans lequel le Prophète soulignait à Marouane que cette pratique est interdite pour motif de vente de la propriété d'autrui : *bay' al dayn bil dayn* en arabe. Bien que le rapporteur de ce discours n'a pas été unanimement identifié, les quatre écoles jurisprudentielles ont consenti à son contenu. L'interdiction de *bay' al kalé bil kâlé*, actée par Al Marghinâni (hanafite), *Al Hidayah charh bidâyat al muftadi*, éd. *Idârat al Quran wal 'ulum al islamiyya*, 1997, Karachi Pakistan, vol. V, p. 189 et 240 ; Al Châfe'i (*châfé'ite*), *Al Omm*, éd. *Dâr al wafa*, Arabie Saoudite, 2001, vol. IV, p. 160 ; Mâlik bin Anass, *Al Muwatta-a*, éd. *Dâr ihyâ-a al turâth al 'arabi*, Beyrouth, 1985, n° 88, p. 674 ; et Ibn Qudâma (hanbalite), *Al Mughni fil charh al kabir*, éd. *'Âlam al kotob, Riyadh*, 1997, vol. VI, p. 106.

⁵² Larousse, *Dictionnaire arabe-français/français-arabe*, 1999, n° 3122 ; *Al Munjid, dictionnaire arabe-arabe*, éd. Al Machreq, Beyrouth, 1986.

⁵³ I. Najjar, S. Badaoui, Y. Chelala, *Nouveau dictionnaire juridique arabe-français/français-arabe*, éd. Libraire du Liban, 2006, p. 593. Notons que les appellations *sanad* (*sanadâte* au pluriel), billets, ou *waraka* (*awrâk*) s'appliquent également. La titrisation pouvant ainsi s'appeler, *tasnide*, *tawrîque* et *taskik*.

⁵⁴ AAOIFI, standard 17 : art. 1 : "(...) *The standard does not apply to shares of joint stock companies, certificates of funds and investment portfolios*" ; Art. 4.2 : "*Investment sukuk represent a common share in the ownership of the assets made available for investment, whether these are non monetary assets, usufructs, services or a mixture of all these plus intangible rights, debts and monetary assets. These sukuk do not represent a debt owned to the issuer by the certificate holders*". Notons que le terme "*intangible rights*", équivaut à la notion de droits incorporels en droit français et à celle de *huquq maanawiyya* mentionnés dans la version arabe d'AAOIFI. Cf. Lexique des termes juridiques français-arabe-anglais, Hachette, A. Antoine, trad. Dalloz, 2010.

⁵⁵ AAOIFI, standard 21, *Shares and Bonds*.

⁵⁶ AAOIFI, standard 17, art. 2 : "*Investment sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in the ownership of tangible assets, usufruct and services, or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity. However, this is true after receipt of the value of the sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk were issued. In this standard, sukuk have been designated as investment sukuk in order to distinguish them from shares and bonds*"; Art. 5/1/2 : "(...) *As for debts owed as a liability, it is not permissible to securitize them for the purpose of trading*".

⁵⁷ M. Storck et Z. Cekici, « *Sukuk* : aspects de droit français et de droit musulman », *RD. banc. et fin.*, mars 2011, n° 17.

finance⁵⁸, ce droit de propriété donne aux *sukuk* une nature *sui generis* qui les distingue des valeurs mobilières obligataires.

Définition du terme *Chari'a*. Le terme *chari'a* en arabe désigne littéralement une norme, qui n'est pas nécessairement religieuse. Lorsqu'il s'agit d'Islam, l'acception juridique du terme renvoie à l'ensemble des règles qui s'imposent aux fidèles pour se conformer à la parole de Dieu⁵⁹. On parle parfois de loi islamique, puisqu'on considère Dieu comme législateur suprême.

Matérialisée dans le Coran, la parole de Dieu se trouve au sommet de la hiérarchie des normes qui s'imposent aux musulmans comme source suprême de la *Chari'a*. Elle est suivie de la tradition (*Sunna*)⁶⁰, du consensus (*ijmâ'*), de l'analogie (*qiyâs*) et enfin de la doctrine (*fiqh*)⁶¹.

Définition du terme *fiqh*. Le *fiqh* est défini par la connaissance et la compréhension d'un sujet précis⁶². Les *fouqahâ* (islamiques) sont les auteurs qui ont une « connaissance et une compréhension » des normes islamiques précitées⁶³. La doctrine islamique (*fiqh* islamique) constitue ainsi la dernière source de droit musulman applicable aux fidèles.

Le terme *fouqahâ* désigne ainsi les premiers juristes comme les jurisconsultes contemporains. Et compte tenu du rôle des *fouqahâ* dans l'examen de la licéité des opérations financières, le terme *fiqh* renvoie également à la jurisprudence⁶⁴.

Rappel des interdits islamiques en matière de finance. Les prescriptions *chari'atiques* en matière de finance islamique sont souvent présentées au nombre de cinq⁶⁵: l'interdiction du *riba* (souvent défini comme l'intérêt dans une

⁵⁸ *Islamic Finance Qualification*, Ecole supérieure des affaires & Chartered Institute for securities and investment, 2007, p. 177.

⁵⁹ Ibn Manzhour, *op. cit.*, vol. VIII, p. 176.

⁶⁰ *Al Sunna* se compose des Paroles du Prophète (*Hadith*) et de ses actes (*Sîra*).

⁶¹ Al Ghazâli, *Al mustaspha min 'ilm al ossoul*, éd. de l'Université Islamique, Médine, Arabie Saoudite, 1993. Dans cet ouvrage l'auteur cite les sources de la règle sur laquelle la doctrine doit se baser pour expliquer les prescriptions de l'Islam ou en élaborer des règles non précisées par les sources. Le Coran (vol. II, p. 4 et s.), *Al Sunna* (vol. II, p. 120 et s.), le Consensus/*Ijmâ'* (vol. II, p. 294), l'Analogie/*Qiyâs* (vol. III, p. 655 et s.).

⁶² Ibn Manzhour, *op. cit.*, vol. XIII, p. 522.

⁶³ Al Ghazâli, *op. cit.*, vol. II, pp. 8 à 11, et vol. IV, p. 32.

⁶⁴ G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, PUF, 2018, pp. 591 et 592.

⁶⁵ A. Hassoune, Moody's, *Islamic finance internal training*, 2007, p. 10 ; M.A. Chatti, *Diversification bancaire performance, éthiques : alternative ou complémentarité ? le cas des banques islamiques*, thèse Paris X, 2010 ; I.-Z. Cekici, *Le cadre juridique français des opérations financières islamiques*, thèse Strasbourg, 2012, p. 31 ; M. Abu Hamdan, *Produits dérivés, risques de marché et gharar, recherche d'une alternative islamique*, thèse Paris II, 2013, p. 70.

opération de crédit), du *gharar* (aléa, risque et spéculation), du *maysir* (jeux de hasard), le nécessaire adossement d'un titre financier islamique à un actif tangible et l'obligation de purifier la partie impure d'une opération par le paiement d'une taxe à des œuvres caritatives, la *zakat*.

L'investissement, en Islam classique. L'investissement occupe une place prépondérante dans le financement de l'économie, puisqu'il permet aux entreprises et à l'État de combler leur besoin en capitaux nécessaires à leur développement économique. Le financement des entreprises est souvent présenté de manière binaire reflétant la structure du haut du bilan qui oppose les ressources propres aux ressources empruntées⁶⁶. Par opposition au financement par l'ouverture du capital social, le choix d'un financement externe oriente les entreprises vers les dettes bancaires, ou vers les émissions obligataires sur les marchés financiers. Ces dernières sont souvent émises pour le moyen et le long terme. Or le financement par emprunts obligataires, très convoité depuis le début des années 80 représente de nombreux atouts pour les entreprises. Il permet de financer l'investissement ou de restructurer la dette dans des conditions plus favorables et moins onéreuses que les crédits bancaires⁶⁷, offrant une multitude de produits financiers émis suivant une procédure de plus en plus souple⁶⁸. L'emprunt obligataire permet également la sollicitation des fonds à l'étranger qui est une source de financement très prisée, surtout pour les titres obligataires français à long terme qui demeurent majoritairement détenus par des non-résidents⁶⁹.

Dans sa dimension internationale, l'investissement bénéficie de la protection des textes internes et internationaux. Ainsi, l'article L. 151-1 du Code monétaire et financier consacre le principe de liberté des relations financières entre la France et l'étranger, sous réserve de l'obtention d'autorisations préalables pour les investissements propres à certains secteurs. Cependant, l'investissement ne bénéficie d'« aucune définition juridique générale », mais de définitions particulières prévues dans des textes internes et internationaux⁷⁰ dont le but est de protéger un type d'investissements bien déterminé. Pourtant, le dénominateur commun des définitions demeure caractérisé par un flux économique de capitaux⁷¹, un apport de fonds.

⁶⁶ Lamy, *Droit du financement*, 2011, n° 358, p. 232.

⁶⁷ Banque de France, note d'information, *Le financement des entreprises*, oct. 2015, n° 2/3, p. 14.

⁶⁸ Lamy, *Droit du financement*, *op. cit.*, n° 720, p. 383.

⁶⁹ Banque de France, « Emission et détention de titres français », *stat. info*, 31 mars 2018.

⁷⁰ J. Salmon, *Dictionnaire de droit international public*, Bruylant/AUF, 2001, p. 613.

⁷¹ H. Ascensio, *Droit international économique*, Thémis/PUF, 2018, n° 526, p. 258.

Ainsi, l'investissement est économiquement défini comme le placement de capitaux dans des projets ou activités viables et rentables⁷². Il est encouragé par les droits de tous les pays et le droit musulman partage cet avis. En effet, les objectifs de la *Chari'a* (*Maqâssed al Chari'a*) invitent explicitement tout musulman à faire croître ses richesses⁷³ pour satisfaire ses besoins dans la limite de la suffisance (*al kifâya*)⁷⁴. Néanmoins, la suffisance en Islam s'entend au sens très large. Elle intègre les besoins de première nécessité (*darouriyâte*), les besoins généraux (*hâjiyyâte*) et les besoins d'amélioration de son niveau de vie (*kamâliyyâte*) même à travers l'acquisition de biens de luxe⁷⁵ (sauf gaspillage⁷⁶). Toutefois, l'excédent du gain réalisé doit être utilisé pour aider les nécessiteux (y compris le paiement de la taxe de *zakât*) ou pour développer les ressources économiques⁷⁷, et servir ainsi l'intérêt général de la communauté.

La modernisation de l'investissement islamique. En droit musulman l'investissement est recommandé mais il n'est pas totalement libre. Il doit être effectué en respect des règles du droit musulman surtout de la prohibition du *riba* (intérêt) et du *gharar* (risques, aléas, ou spéculation). Afin de contourner ces barrières religieuses, les spécialistes et professionnels de la finance islamique ont structuré les instruments financiers au moyen d'un montage contractuel complexe. Cette pratique n'est pas nouvelle. Le recours à deux ventes à terme successives d'un même bien dégageant une marge de prix fait partie des premiers subterfuges (*hiyal*) pratiqués pour contourner les interdits religieux d'échanges (*mu'âmalâte*).

Les opérations financières islamiques ont été jugées par certains comme respectueuses de la lettre de la *Chari'a* sans son esprit. Qualifiée d'islamique uniquement eu égard à son nom⁷⁸, la finance islamique est une activité lucrative dont les principaux bénéficiaires sont les juristes des comités de surveillance

⁷² G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, op. cit., p. 574 : L'investissement est l'« action d'engager des capitaux dans une entreprise en vue d'un profit à long terme et résultat de cette action » ; *Le Petit Robert*, déf. du verbe investir : « placer des capitaux dans une entreprise ».

⁷³ Ibn Manzhour, op. cit., vol. III, p. 39 et s.

⁷⁴ Le principe de suffisance dit *kifaya*, fut élaboré dans le but de sauvegarder les biens, l'esprit, le rationnel, la religion, la descendance et l'honneur.

⁷⁵ Al Châtibi (mâlikite), *Al mouâfaqâte fi ossoul al Chari'a*, éd. Dâr Ibn 'Affân, Arabie Saoudite, 1997, vol. I, p. 248.

⁷⁶ Le Coran, la Sourate du voyage nocturne (n° 17), verset 26 « Donne à ton proche ce qui lui est dû, ainsi qu'au pauvre et au voyageur ! Mais évite toute prodigalité ».

⁷⁷ H. Al Qarnachaoui, « *Al Tamouïl wal tanmiya fi itâr isqtissad islami* », in *Conférence internationale sur les ressources financières de l'Etat moderne d'un point de vue islamique*, le Caire, 1986, sous les auspices de la banque islamique de développement en partenariat avec la banque islamique égyptienne Fayçal, et l'université Al Azhâr, p. 19 ; A. H. Al Ghazâli, « *Haoula qadaya atakhallof wal tanmiya wal tamouïl* », en réplique à l'avis d'Al Qarnachaoui, in « conférence internationale sur les ressources financières de l'Etat moderne d'un point de vue islamique », art. précit., pp. 15 et 16.

⁷⁸ A. R. Wigglesworth, « *Islamic finance searches its soul* », *Financial Times*, 10 déc. 2010.

chari'atique (*shariah supervisory board*) amenés à apprécier la licéité par rapport à la *Chari'a* d'une opération commerciale ou civile⁷⁹.

Si les échanges commerciaux et civils (*al mu'âmalâte*) de la finance islamique sont souvent présentés comme ayant cinq interdictions, ces dernières peuvent toutefois être regroupées en deux catégories : la prohibition de conclure un contrat sur un bien impur (*harâm*⁸⁰) et celle interdisant le profit injuste. Le principe moral de prohibition du profit injustifié comporte lui deux volets : celui du *riba* (intérêt) et celui du *gharar* (aléa). Le seul fait que le profit soit réalisé par versement d'intérêts ou toute autre somme ne correspondant pas à une réelle prestation de travail, jette le discrédit *chari'atique* sur ce gain qualifié de *riba*⁸¹. La définition la plus récente du *riba* est la non-équivalence des prestations contractuelles⁸² qui affecte le caractère obligatoire du contrat synallagmatique en droit musulman⁸³. Le déséquilibre contractuel subséquent entraîne une injustice sociale que l'islam se prévaut de combattre⁸⁴. Or, la non-équivalence des prestations définit également le *gharar*.

Le principe général de la prohibition du profit illicite puise sa source dans les deux interdictions coraniques du *riba*⁸⁵ et du *gharar*⁸⁶. Un corollaire en découle, c'est le principe de l'interdiction du commerce de la dette par la dette (*bay' al dayn bil dayn*). Ce dernier est issu des Paroles du Prophète (*Hadith*)⁸⁷, tout comme d'autres principes d'origine jurisprudentielle (*fiqhi*) élaborés par les premiers jurisconsultes musulmans (*fouqahâ*) pour être appliqués aux contrats civils ou commerciaux, et qui ont été repris au standard 17 AAOIFI relatif aux *sukuk*.

⁷⁹ M. El Gamal, *op. cit.*, pp. 22 et 23. L'auteur pointe sur ces opérations « qui n'ont d'islamique que le nom ».

⁸⁰ Le porc, l'alcool, l'armement, la pornographie, le cinéma, etc.

⁸¹ Coran, Sourate de l'étoile (n° 53), verset 39 « *Que l'homme ne récoltera que les fruits des efforts qu'il aura lui même déployés* ».

⁸² Ch. Chéhata, *Droit musulman*, Dalloz, 1970, n° 188, p. 138 ; N. Saleh, *Unlawful gain and legitimate profit in islamic law*, Graham and Trotman, 2^{ème} éd., 1992, p. 16.

⁸³ Al Kasâni, *Badâ-i' al sanaâ-i' fi tartib al charâ-i'*, éd. 1909-1910 le Caire, mentionné par Ch. Chéhata, *Droit musulman*, *op. cit.*, n° 187, p. 137.

⁸⁴ Ch. Chéhata, *Essai de théorie générale de l'obligation en droit musulman hanafite*, Sirey, éd. 2005, p. 57.

⁸⁵ Coran, à propos du *riba* : Sourate de la vache (n° 2), versets 275 à 281 ; Sourate des byzantins (n° 30), verset 39 ; Sourate des femmes (n° 4), versets 29, 160 et 161 ; Sourate de la famille d'Imrân (n° 3), verset 130 ; Sourate de la table (n° 5), verset 125.

⁸⁶ Sources coraniques traitant du *gharar* : Sourates de la vache (n° 2), verset 219 et de la table (n° 5), verset 93.

⁸⁷ *Hadith* transmis par Abou Houraïra dans lequel le Prophète soulignait à Marouane que cette pratique est interdite pour motif de vente de la propriété d'autrui. *Bay' al dayn bil dayn* ببيع الدين بالدين ou *bay' al kâlê bil kâlê* ببيع الكالء بالكالء en arabe. Bien qu'il n'y ait pas eu unanimité formelle quant à l'identité de son rapporteur, les quatre écoles jurisprudentielles ont convenu de la véracité de son contenu. L'interdiction de *bay' al kalê bil kâlê* actée par Al Marghinâni (hanafite), *op. cit.*, vol. V, pp. 189 et 240 ; Al Châfe'i (Chafeite) *Al Omm*, *op. cit.*, vol. IV, p. 160 ; Mâlik bin Anass, *op. cit.*, n° 88, p. 674 ; Ibn Qudâma (école hanbalite), *Al Mughni fil charh al kabir*, *op. cit.*, vol. VI, p. 106.

Du point de vue des contrats islamiques, la plupart des principes contractuels se concentrent dans l'objet qui constitue l'élément décisif du lien juridique entre contractants⁸⁸. Et puisque la notion de l'objet d'un contrat musulman (*al mabî'* ou *mahall al bay'*) renvoie toujours à la notion du bien (*al mâl*), elle a pour équivalent de droit français la notion de l'objet de l'obligation⁸⁹.

La chose au secours du crédit et la théorie des ruses juridiques. Parmi les instruments financiers conventionnels, les émissions obligataires forment « fondamentalement » des prêts de sommes d'argent⁹⁰, qui permettent de lever des fonds extérieurs pour le financement d'une entreprise publique ou privée. En contrepartie, il sera rétribué un intérêt calculé en fonction du capital prêté, de la durée du prêt, et d'un éventuel remboursement au terme de l'opération⁹¹.

Qu'il s'agisse d'une obligation émise par l'emprunteur ou par un organisme de titrisation, les titres de créances de droit conventionnel demeurent interdits en Islam du fait de la prohibition du commerce de la dette par la dette (*gharar*) et du *riba*. Ceci a donné aux professionnels et aux jurisconsultes l'idée de développer des contrats compatibles à la *Chari'a* dans leurs formes⁹².

Or, un contrat conforme à la *Chari'a* dans sa forme et non dans sa finalité⁹³ a été qualifié par les premiers juristes musulmans de *hila* (singulier de *hiyal*)⁹⁴ ou subterfuges. Le regard des écoles jurisprudentielles sunnites n'est pas le même à l'égard de ces ruses juridiques et parfois même au sein de la même école. Les hanbalites⁹⁵ et les mâlikites⁹⁶ en ont proscrit toutes les formes alors que la plupart des châfé'ites n'en ont prohibé que celles dont l'objectif est de réaliser un prêt à intérêt (*ribawi*). Ces derniers ont autorisé les ruses construites pour répondre à un besoin (*hâja*) comme le contrat *murâbaha* (vente à crédit)⁹⁷. Pour leur part, les hanafites les

⁸⁸ Ch. Chéhata, *Doit musulman*, *op. cit.*, n° 193, p. 140.

⁸⁹ S.E. Rayner, *Theory of contracts in Islamic Law*, Oxford press, 1991, p. 131 et s.

⁹⁰ A. Couret et H. Le Nabasque, *Droit financier*, Dalloz, 2012, n° 618, p. 425.

⁹¹ A. Couret et H. Le Nabasque, *op. cit.*, n° 602 et 603, pp. 413 et 414.

⁹² Al Châtibi, *op. cit.*, vol V, p. 187 et s.

⁹³ La notion d'*Al ma-âl* (au pluriel *Al ma-âlâte*) en Islam, ou la cause d'un contrat ; V. Al Châtibi (mâlikite), *op. cit.*, vol. V, p. 177.

⁹⁴ J. Schacht, *Introduction to Islamic Law*, Clarendon press, 1982, p. 78 ; Al Châtibi (mâlikite), *op. cit.*, vol. V, p. 182 et s. ; Ibn Qayyim al Jawziyya (hanbalite), *I'llâm al muwaqqi'ine 'ann Rabb al 'âlamine*, éd. *Dâr Ibn al Jawzi*, Arabie Saoudite, 2002, vol. I, pp. 55 à 57, et vol. IV, p. 526.

⁹⁵ Ibn Qudâma (hanbalite), *Al Mughni fi al charh al kabir*, éd. *Dâr 'âlam al kotob*, Riyadh, impr. 1997, vol. VI, p. 116 ; Ibn Qayyim al Jawziyya (hanbalite), *op. cit.*, vol. IV, p. 526.

⁹⁶ Al Châtibi (mâlikite), *op. cit.*, vol. V, p. 182 et s.

⁹⁷ Al Châtibi (mâlikite), *op. cit.*, vol. V, pp. 194 et 195.

ont explicitement autorisées et leur ont même consacré un chapitre dans les ouvrages de droit relatifs aux contrats de vente⁹⁸.

Selon Ibn Taymiyya⁹⁹, la théorie des *hiyal* n'est pas le fruit de la doctrine des Compagnons du Prophète (*Al Sahâba*). Elle a frayé son chemin à la fin du II^e siècle Hijri (entre le VI^e et le VII^e calendrier grégorien), à l'époque des érudits dits *al Tâbé'ine* qui ont succédé aux Compagnons. Deux facteurs ont favorisé le développement de ces subterfuges : (i) la théorie de l'apparence, qui accorde plus de place à la lettre de la *Chari'a* plutôt qu'à son esprit, ou, et (ii) la forte demande des commerçants de prêts rémunérés.

La théorie jurisprudentielle islamique de l'apparence, et qui était appliquée par le *Kâdi* (juge)¹⁰⁰, fait prévaloir l'intention déclarée à la motivation réelle des contractants¹⁰¹. Par conséquent, un contrat islamique constituant une *hila* interdite peut tout aussi bien être sanctionné de nullité absolue (*bâtil*), relative (*fâsid*) ou être considéré valable (*sahih*)¹⁰², sauf s'il contredit l'esprit de la *Chari'a*¹⁰³. Il suffisait donc de bien rédiger ses stipulations contractuelles.

Entraîné dans le sillage de la théorie de l'apparence, le « besoin impératif » des commerçants en prêt rémunéré par versement d'intérêts¹⁰⁴ a accentué la pression sur les jurisconsultes de toutes les écoles jurisprudentielles sunnites pour obtenir la légalisation des ruses. Malgré l'hostilité initiale¹⁰⁵ certaines ont fini par être autorisées parfois sous conditions¹⁰⁶.

⁹⁸ Al Sarakhsi (hanafite), *Al Mabsout*, éd. *Dâr al ma'rifa*, Beyrouth, 1989, vol XXX, p. 209 ; *Al Fatâwa al hindiyya* (ou *fatâwa alamgiri*), ouvrage collectif de nombreux *ulamâ* hanafites.

⁹⁹ Ibn Taymiyya, *Fatâwa*, éd. *Majma' al malik Fahd*, La Médine, 2004, vol. XXIX, pp. 27 à 30.

¹⁰⁰ J. Schacht, *op. cit.*, pp. 80, 123 et 204.

¹⁰¹ Al Sarakhsi (hanafite), *Al Mabsout*, cité par Ch. Chéhata, *Essai d'une théorie générale de l'obligation en droit musulman*, Dalloz, 1969, réimp. 2005, n° 183, 187 et 188, p. 137 ; J. Schacht, *op. cit.*, p. 123.

¹⁰² J. Schacht, *op. cit.*, p. 123.

¹⁰³ Ibn Taymiyya, *op. cit.* p. 22.

¹⁰⁴ J. Schacht, *op. cit.*, p. 79.

¹⁰⁵ M. Al Bogha, *Athar al adilla al mokhtalif fi al fiqh al islâmi*, éd. *Dâr, al qalam*, 1993, p. 575. L'auteur a établi une comparaison entre la doctrine de Al Châfé'i et celle de Mâlik bin Anass. Al Châfé'i est le fondateur de la théorie du pragmatisme (*nazariyyate al zharâ-i'*), qui permet de conclure deux contrats successifs sur un même bien, dès lors que leur apparence est conforme à la *Chari'a*. Notons que le terme *zharâ-i'* désigne les prétextes. Pour sa part Mâlik bin Anass estime que ces subterfuges valent tromperie (*laghou*) dès lors qu'il existe un intérêt de méconnaître la règle prohibitive du *riba*. Le contrat devient un prétexte (*zhari'a*) pour légitimer le *riba* ; Ecole hanbalite : Ibn Taymiyya, *op. cit.*, vol. XXIX, pp. 27 à 30 ; Ibn Qayyim al Jawziyya, *I'lâm al mouwaqqiine 'ann Rabb al 'âlamine*, éd. *Ibn al Jawzi*, Arabie Saoudite, vol. IV, p. 526, l'auteur a établi une distinction entre les *hiyal* permises et celles qui ne le sont pas ; Ecole hanafite : Abu Hanifa cité par Al Châtibi, *op. cit.*, vol. V, pp. 184, 187 et 188, considère qu'il y a *hila* interdite quand le premier contrat reporte le paiement alors que le deuxième contrat est conclu sur la base de la perception du prix du premier. Dès lors, l'opération nulle (*bâtil*) ; Ecole mâlikite : Al Châtibi, *op. cit.*, vol. V, p. 187 sur la théorie du pragmatisme (*dharâ-i'* fondée par al Chaféi) dans le contournement de la loi islamique.

¹⁰⁶ M. Al Bogha, *op. cit.*, p. 575.

Bay' al 'ayyina. Parmi les différentes ruses (*hiyal*), figure la technique contractuelle controversée de *bay' al 'ayyina*¹⁰⁷, qui constitue la *hila* la plus répandue en finance islamique¹⁰⁸. A notre sens, elle caractérise fortement la majorité des structurations des *sukuk* des temps modernes. Joseph Schacht¹⁰⁹ en a exposé trois formes caractéristiques. (i) Deux ventes successives réalisant un profit grâce à la marge entre les prix¹¹⁰; (ii) une seule vente assortie d'une clause de rachat (appelée généralement *bay' bil wafa*)¹¹¹, laquelle est une ruse légalisée par les quatre écoles jurisprudentielles sunnites¹¹² puisqu'elle est réalisée par l'entremise d'un tiers ; et (iii) la remise de la propriété d'un bien à titre de sûreté sur une dette¹¹³. La revente du même bien à son vendeur initial est en principe prohibée en droit musulman classique, sauf séparation des contrats de vente¹¹⁴, ou insertion d'un tiers à l'opération (*Tawarruq*)¹¹⁵.

La *bay' al ayyina* se caractérise ainsi, par l'objectivation fictive d'un bien dans le but de réaliser une véritable opération de crédit. La propriété rentable est utilisée pour remplacer le capital productif d'intérêts.

Les règles chari'atiques des *sukuk*. Les règles qui régissent l'émission de *sukuk* islamiques sont édictées au standard 17 de l'AAOIFI et sont similaires à celles de la norme 7 de l'IFSB¹¹⁶, organisme de standardisation malaisien. Elles exigent notamment l'adossement du titre *sukukaire* à un actif tangible auquel il demeure attaché pendant toute l'opération jusqu'à son dénouement. Le principe de l'adossement sur

¹⁰⁷ Ibn Hammam (hanafite), *Fath Charh al Qadeer*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 2003, vol. VII, p. 213 ; Ibn 'Abidine (hanafite), *Radd al mohtâr 'ala al durr al mokhtâr charh tanouir al absâr*, éd. *Dâr al kotob al illimiyya*, Beyrouth, impr. 2003, vol. VII, p. 613 ; M. El Gamal, *op. cit.*, p. 101.

¹⁰⁸ M. El Gamal, *op. cit.*, p. 71.

¹⁰⁹ J. Schacht, *op. cit.*, pp. 80 et 81

¹¹⁰ *Al Fatâwa al Hindiyya (alamgiri)*, ouv. élaboré par un collectif de juristes indiens hanafites du XVII^e siècle, cité par M. Ayub, *Understanding islamic finance*, éd. Wiley, 2007, p. 148. Concrètement, si l'emprunteur vend au prêteur à un prix inférieur au prix actuel ou achète à un prix supérieur au prix actuel, l'opération n'est pas prohibée. Elle l'est dans le cas contraire : S. Mahmassâni, *Al nazariyya al 'amma fil mouwjabâte wal 'uqud*, éd. *Dâr al kachâf*, Beyrouth, 1948, vol. X pp. 119 à 122.

¹¹¹ L'appellation *bay' bil wafa* est pratiquée par les hanafites, et celle de *bay' al thanâya* par les mâlikites, *bay' al 'uhda* par les chaféites ou *bay' al amana* chez les hanbalites. Elles correspondent toutes à la vente avec faculté de rachat.

¹¹² S. Mahmassâni, *Falsafat al tachri' fil Islâm*, éd. *Dâr al 'ilm lil malayine*, Beyrouth, 1975, p. 245.

¹¹³ J. Schacht, *op. cit.*, p. 79. Dans ce cas, la cession d'un bien apprécié en argent équivaut à l'intérêt dans une opération de crédit.

¹¹⁴ Abou Hanifa, Abou Yusuf, Al Chaibâni.

¹¹⁵ Double vente avec insertion d'un tiers acquéreur au deuxième contrat. Utilisée en finance islamique sur les marchandises ou *commodities* (souvent la platine), elle fut finalement acceptée dans tous les pays du Conseil de coopération du Golfe après autorisation des hanbalites, qui lui étaient hostiles. M. El Gamal, *op. cit.*, p. 100 et s.

¹¹⁶ *Islamic Financial Services Board (IFSB)*, Malaisie. Composé de 88 membres, dont des organismes de contrôle, des institutions financières, 16 Etats et organisations internationales comme la Banque Mondiale et le Fond Monétaire International (FMI).

actif ou *asset backing*¹¹⁷ est en réalité la connexion entre la rémunération des investisseurs et les revenus générés par l'actif. Elle est réalisée grâce à la juxtaposition sans frontières entre la vente de l'actif et le contrat d'émission, permettant ainsi que le droit de propriété sur l'actif passe de l'emprunteur aux titulaires.

Contrairement aux titulaires des *sukuk*, les obligataires de droit français ne jouissent d'aucun droit de propriété sur la créance collatérale.

Valeur du label « Compatible à la *Chari'a* » délivré par le comité de surveillance *chari'atique*. Si l'ensemble des caractéristiques de l'opération qui se manifestent à travers le prospectus ne sont pas jugées conformes à la *Chari'a* selon le Comité de surveillance *chari'atique* désigné, les *sukuk* ne sauraient être visés comme compatibles à la *Chari'a*. Ils demeurent toutefois valides aux yeux de la loi séculière qui ne consacre pas la *Chari'a* comme corpus législatif, comme c'est le cas de la plupart des pays arabes et musulmans. À défaut de visa de conformité délivré par le comité de surveillance *chari'atique* (*Shari'a Supervisory Boards*), les *sukuk* peuvent être des obligations de droit conventionnel, sous réserve des conditions légales et réglementaires applicables. Dans la pratique, l'opération d'émission de *sukuk* est préparée entre les différents professionnels du domaine juridique, financier, fiscal et *chari'atique*. Ils ne sont émis qu'après validation du Conseil *chari'atique* désigné pour examiner la licéité de l'opération.

Annnonce du plan. La seule lecture de l'article 2 ne suffit pas à considérer que le droit de propriété sur l'actif sous-jacent proclamé par le standard 17 AAOIFI au profit du souscripteur d'un *sakk*, correspond à l'acceptation du droit de propriété selon l'article 544 du Code civil. La qualification de ce droit doit être précédée par l'examen approfondi des structurations des *sukuk* énumérées dans cette même norme et qui se basent toutes sur des contrats musulmans de la vente. Elles doivent être étudiées à la lumière des règles de droit musulman classique des contrats et de la propriété (*milkiyya*).

¹¹⁷ AAOIFI, standard 17, art. 2 : "Investment sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in the ownership of tangible assets, usufruct and services, or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity. However, this is true after receipt of the value of the sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk were issued. In this standard, sukuk have been designated as investment sukuk in order to distinguish them from shares and bonds".

L'étude de ces règles démontre, d'une part, que l'acceptation du droit de propriété en droit musulman classique ne correspond ni à celle du droit français ni à celle du droit de propriété consacré dans les codes civils des pays arabes des temps modernes. Distincte du droit de disposer d'un bien, l'acceptation de la *milkiyya* en droit musulman classique correspond au droit de jouissance relatif à un bien au sens de notre droit civil français. La norme 17 AAOIFI a pris le soin de l'élargir.

Les structurations des *sukuk*, énumérées au standard 17 AAOIFI font apparaître un montage contractuel qui juxtapose les deux principaux contrats constitutifs d'un *sakk* en prenant garde à en éliminer la frontière commune. Ayant le même objet contractuel que le contrat de vente sous-jacent, le contrat d'émission transmet la propriété de l'actif aux souscripteurs. Ces derniers l'acquièrent par l'émetteur à qui ils en confient la possession.

En contrepartie des titres qu'il aura émis, l'émetteur s'engage en vertu du contrat d'émission matérialisé dans le prospectus à acquérir l'actif désigné, avec les fonds levés auprès des souscripteurs et pour leur compte, à charge pour lui de l'exploiter et de le vendre en fin d'opération. Il doit leur rétrocéder les revenus que générés pendant l'opération et à l'issue de celle-ci. Bien que le standard 17 ne qualifie pas expressément la nature du contrat d'émission des *sukuk*, ses règles combinent à la fois les caractéristiques d'un prêt couplé d'un mandat.

Grâce à cette structuration contractuelle, le *sakk* confère au souscripteur à la fois un droit de créance à l'encontre de l'émetteur, et un éventuel droit sur l'actif qu'une des deux catégories des *sukuk* seulement consacre. Toutefois, la nature de l'actif détermine celle des droits du souscripteur. Lorsque le contrat sous-jacent est une vente de biens immeubles, les souscripteurs acquièrent la pleine propriété (*sukuk al ijâra*) des biens dont la possession est confiée à l'émetteur qui l'exploitera pour leur compte. *A contrario*, si l'émetteur est dépossédé de l'actif, les souscripteurs ne sont que les titulaires du prix de l'actif dont l'emprunteur doit s'acquitter en contrepartie de son achat et sa conservation (*sukuk al murâbaha*), ou de sa vente à un tiers (*salam* parallèle ou *istisnâ'* parallèle).

Compte tenu de l'affectation de l'actif à l'exécution du contrat d'émission des *sukuk* et du principe de l'unité de l'emprunt *sukukaire*, même le plus

complet des droits réels constitués sur l'actif ne permettrait pas au titulaire d'obtenir la liquidation individuelle de l'actif sous-jacent pour en récupérer sa quote-part. Celle-ci ne peut avoir lieu que collectivement à la fin naturelle ou anticipée de l'opération. Il ne s'agit aucunement d'un droit de copropriété donnant droit à disposer d'un lot de l'actif commun. Très proche du droit de l'indivisaire, le droit réel que pourraient représenter certains *sukuk* (*asset-backed*) sur l'actif a toutes les caractéristiques d'une sûreté. La propriété étant également une sûreté, le droit des titulaires de ces *sukuk* est un droit réel mais accessoire.

Dès lors, les *sukuk* présentent une forte similitude avec les valeurs mobilières obligataires de droit français, ce qui remet en cause leur prétendu caractère *sui generis* (Partie I) et permet de leur appliquer le même régime juridique y compris lorsqu'ils ont une dimension internationale (Partie II)

PREMIÈRE PARTIE. LA REMISE EN CAUSE DU CARACTÈRE SUI GENERIS DES SUKUK

L'obligation de participer au développement de la terre. Le *Coran* impose au musulman de contribuer à la construction et au développement de la terre¹¹⁸, qui lui a été transmise par Dieu pour y assurer sa succession¹¹⁹. À cette fin, Dieu, créateur des biens et des richesses, les a mis à l'entière disposition de l'homme¹²⁰, afin que ce dernier les multiplie de manière loyale¹²¹ conformément aux prescriptions religieuses¹²².

Du point de vue économique islamique, le terme « accroissement des biens » désigne l'investissement¹²³. Mais l'investisseur n'est pas tout à fait libre de l'usage et de l'épargne de ses fonds. Outre le placement de ses biens dans des secteurs *halâl*, il est proscrit de thésauriser¹²⁴ et de percevoir un gain totalement ou partiellement impur, au risque de devoir s'acquitter de la taxe religieuse dite *zakâte*¹²⁵.

Pour lui permettre de réaliser sa mission de développement et donc d'investissement, le musulman a été doté d'un droit de propriété quasi absolu sur ses biens¹²⁶. La fin sacralise les moyens. Le caractère sacré de l'investissement assorti d'un droit de propriété permet au musulman d'effectuer des actions bénéfiques pour lui et pour la société. Les gains qu'il aura réalisés lui permettront d'assouvir ses propres besoins d'une part, et d'autre part, augmenteront la production nécessaire au

¹¹⁸ Coran, Sourate du pouvoir (n° 67), verset 15 ; La sourate Hûd (n° 11), verset 61 et s.

¹¹⁹ Coran, Sourates de : La vache (n° 2), verset 30, des bestiaux (n° 6), verset 165 et du Créateur (n° 35), verset 39.

¹²⁰ Coran, Sourate de la vache (n° 2), verset 28.

¹²¹ Coran, Sourate des coalisés (n° 33), verset 72.

¹²² Les juristes (*fouqahâ*) des quatre écoles jurisprudentielles se sont prononcés à propos du verset 72 de la sourate des coalisés. Ils ont considéré que la loyauté est l'exécution des devoirs et l'abstention de commettre les interdits.

¹²³ M.A. Al Sâbouni, *Safwate al tafassir*, éd. *Al Coran al Karim*, Beyrouth, 1984, vol. II, p. 540.

¹²⁴ Coran, Sourate du repentir (n° 9), versets 34 et 35.

¹²⁵ La thésaurisation légitimise le paiement de la *zakâte* : purification de la thésaurisation. Al Chawkâni, *Nayl al awtâr, sharh muntaqa al akhbar min ahâdith sayid al akhyâr* (explications d'une sélection de *Hadiths*), éd. *Turâth*, le Caire, vol. II, partie IV, p. 114. Le paiement de la *zakâte* étant un des cinq piliers de l'Islam. Prévu dans la Sourate de la vache, versets 276 et s.

¹²⁶ A.-R. Al Sanhoury, *Al Wassit fi charh al qanoun al madani*, éd. *Dâr ihyâ al tourâth al arabi*, vol. VIII, Beyrouth, 1952, p. 491. Après avoir opté pour un droit absolu, les codes civils de nombreux Etats arabes consacrent le droit individuel de propriété limité par les dispositions légales.

développement économique qui satisfera l'intérêt général de la société, et contribuera ainsi à la croissance de la terre¹²⁷. Fondamentalement divergent de la notion de gaspillage¹²⁸ et des dépenses somptuaires¹²⁹, qui sont interdites en Islam, l'investissement devient ainsi un outil de la solidarité et de la paix sociale que l'Islam prône¹³⁰.

L'investissement est ainsi devenu un principe fondamental du système économique islamique. Il obéit à des règles élaborées suivant une méthode casuistique pour répondre aux finalités de la loi islamique (*Maqassed al Chari'a*), qui sont celles de la préservation de la religion, de l'esprit, du corps, de la vie humaine dont la descendance, ainsi que les biens (*al mâl*)¹³¹.

Le droit de propriété et le contrat en Islam. Les choses qui font l'objet de contrats d'échanges (*mu'âmalâte*) doivent être constitutives de « *mâl* », que nous pouvons traduire par bien dont le commerce est licite pour la *Chari'a*¹³², un *res in commercio*¹³³ islamique selon l'expression de Joseph Schacht, peu importe qu'il soit fongible¹³⁴, ou pas¹³⁵. Et si la réalisation d'un profit demeure le but de tous les investisseurs¹³⁶, les musulmans ne peuvent le percevoir par tout moyen compte tenu des principes d'interdiction de *riba* et de *gharar* qui sont à l'origine de la majorité des règles juridiques¹³⁷ élaborées par les juristes classiques et contemporains.

¹²⁷ Coran, Sourate de la caverne (n° 18), verset 46 ; la Sourate de L'aurore (n° 89), verset 20. Concernant les revenus financiers d'un investissement, H. Qarnachaoui, « *Al Tamouil wal tanmiya fi itâr isqtissad islami* », in *Conférence internationale sur « les ressources financières de l'Etat moderne d'un point de vue islamique »*, le Caire, 1986, sous les auspices de la Banque Islamique de Développement (*IsDB*) en partenariat avec Banque islamique égyptienne Fayçal, et l'Université Al Azhâr, p. 22.

¹²⁸ Coran, Sourate des murailles (n° 7), verset 31.

¹²⁹ Coran, Sourate du voyage nocturne (n° 17), verset 16, prévoit le châtement aux auteurs de dépenses somptuaires.

¹³⁰ Coran, Sourate de la table (n° 5), verset 2.

¹³¹ Plusieurs juristes ont publié leur interprétation de la « finalité de la loi islamique » (*maqassed al Chari'a*), dont Al Châtibi, Ibn 'Âchour, Al Akhdari, Ibn Taymiyya. Ils ont élaboré les principes suivants à travers plusieurs ouvrages : l'évitement du dommage, la préservation de la religion, de la vie humaine, du corps, de l'esprit, et des biens (par la recherche du gain et la multiplication des relations commerciales), ainsi que la consécration de l'intérêt de l'Homme par l'autorisation de la recherche des avantages (i) ou l'éradication d'un vice (ii).

¹³² Nous développerons ultérieurement la notion de bien islamique (*mâl*) dont certains aspects varient entre les l'école hanafite et les autres écoles sunnites. L'école hanafite a distingué les biens appréciables en argent (*mutaqawwam*) et ceux qui ne le sont pas. Seuls les premiers peuvent faire l'objet d'un contrat.

¹³³ J. Schacht, *An Introduction to Islamic Law*, Clarendon Press, Oxford, 1964, p. 134.

¹³⁴ A. Al Charbassi, *Al Mo'jam al iqtissadi al islami* (lexique économique islamique), éd. Al Jil, Beyrouth, 1981, p. 448 : or, argent et monnaie sont considérés biens fongibles (*mâl mithli*).

¹³⁵ En droit musulman classique, les dromadaires, principale richesse des tribus arabes, relevaient de la catégorie de *mâl* (biens).

¹³⁶ G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, op. cit., p. 574, où l'auteur définit l'investissement est une action d'engager des capitaux dans une entreprise en vue d'un profit à long terme et résultat de cette action.

¹³⁷ Ibn Taymiyya, *Fatâwa*, op. cit., p. 22.

Un bien est objectivable en Islam s'il est constitué soit d'une chose¹³⁸, d'un travail¹³⁹ ou d'un droit, issu d'un domaine licite (*halâl*)¹⁴⁰ et qu'il est appréciable en argent¹⁴¹. Cette affirmation découle de la définition même du terme *mâl*, qui sera abordée en détail un peu plus loin¹⁴².

Le recours aux contrats de vente de biens corporels ou incorporels est un véritable substitut islamique à l'opération de crédit de droit commun conventionnel, et l'industrie de la finance islamique¹⁴³. Les règles du standard 17 AAOIFI en fait entière application sur les *sukuk*.

Propriété et contrat en matière de *sukuk*. L'article 2 du standard 17 d'AAOIFI exige que les *sukuk* soient de nature à conférer à leurs titulaires un droit de propriété sur l'actif sous-jacent. Il leur permet de percevoir un revenu légitime des titres et qui sera issu de l'exploitation de l'actif. À cet effet, le contrat de vente de l'actif transmis entre les mains de l'émetteur et le contrat d'émission matérialisé par le titre ne sont pas simplement causés¹⁴⁴ mais connexes. L'étude des dispositions du standard 17 démontre que la connexité entre les deux contrats constitutifs du *sakk* fait remonter au titre tous les effets juridiques du contrat de vente sous-jacent. Ce dernier est régi par les principes du droit musulman classique, auquel s'ajoutent des principes propres applicables aux titres *sukukaires*. Ainsi, l'actif doit impérativement demeurer attaché au titre pendant toute l'opération.

A la différence des *sukuk*, les valeurs mobilières obligataires de droit français présentent lien causal entre le contrat d'émission et le contrat sous-jacent qui

¹³⁸ Dieu est propriétaire de tout, et l'homme étant son successeur sur terre a droit à la propriété individuelle. V. les sourates : le Créateur (n° 35), verset 39 ; les bestiaux (n° 6), verset 165, la vache (n° 2), verset 30.

¹³⁹ Ibn Khaldoun, *Al Muqaddima*, éd. *Dâr al Buhuth al 'ilmiyya*, Koweit, 1969, vol. II, chap. 5, p. 461 ; Les ressources humaines sont parfois entendues comme richesses au sens de *mâl* : I. Abdo, *Al riba wa dawroh fi istighlâl tharawâte al cho'oub*, éd. *Al Bohouth al 'ilmiyya*, 1969, p. 46.

¹⁴⁰ Les biens interdits à la consommation et au commerce sont principalement : Le porc, V. Sourate de la table (n° 5), verset 3) ; L'alcool, la prostitution/pornographie : la sourate des murailles (n° 7), verset 33 ; La tuerie : sourate de la table (n° 5), verset 32 (d'où la prohibition de l'armement) ; Le cinéma : la Sourate de Luqmân (n° 31), verset 6 (sur la base de l'interdiction du chant et plus précisément « les plaisants discours » utilisés « pour égarer les gens du chemin de Dieu ».

¹⁴¹ J.N.D. Anderson, *Islamic law and structural variations in property law, International encyclopedia of comparative law II*, éd. 1975, p. 103.

¹⁴² V. *infra*, p. 157 et s.

¹⁴³ M. Kahf et T. Khan, "*Principles of Islamic finance*", éd. *Islamic Development Bank and Islamic Research and Training Institute, research paper*, 1992, p. 17.

¹⁴⁴ Sur la notion de contrats causés, V. Th. Bonneau et alii, *Droit financier, op. cit.*, n° 828, p. 514 ; H. le Nabasque et A. Reygobellet, « L'inscription en compte des valeurs mobilières », *Rev. dr. bancaire et fin.*, n° 4, pp. 261 et 262.

préserve toutefois les frontières des contrats entre eux¹⁴⁵. La connexion entre le flux financier généré par le sous-jacent et celui que produit le titre est asymétrique, en ce sens que le souscripteur ne perçoit pas les recettes produites par l'actif tangible, mais un intérêt librement fixé par l'émetteur et souvent calculé en pourcentage du nominal¹⁴⁶. En raison de cet écran entre les deux composantes contractuelles d'une obligation, le titulaire ne saurait jamais jouir d'un droit de propriété sur la créance sous-jacente.

La connexité¹⁴⁷ entre le contrat d'émission et le contrat de vente sous-jacent entraîne l'application aux *sukuk* d'un ensemble de règles. Les règles du droit musulman classique de la vente régissent le contrat sous-jacent, alors que les règles spéciales édictées par le standard 17 AAOIFI s'appliqueront au contrat d'émission et donc au titre. Malgré l'influence des règles civilistes, le statut des *sukuk* qui découle de leur régime demeure identique à celui des titres obligataires (Titre II). De surcroît, et alors que cette connexité devait impliquer un transfert de la propriété de l'actif au profit des souscripteurs, l'examen approfondi des dispositions du standard 17 démontre que les souscripteurs jouissent d'un droit personnel à l'encontre de l'émetteur. Ce droit est assorti d'un droit aux utilités économiques de l'actif (Titre I).

¹⁴⁵ G. Parléani, « L'actif financier, un concept simple et opérationnel ? », *Les concepts émergents en droit des affaires*, LGDJ, 2010, p. 359 et s. Cette relation est développée sous l'angle de la cause du contrat de souscription, dans le deuxième titre.

¹⁴⁶ L'émetteur peut décider d'indexer la rémunération de titres de créance qu'il émet sur les résultats de l'actif sous-jacent.

¹⁴⁷ Notons que le contrat d'émission est conclu entre l'émetteur et l'arrangeur et qui prend la forme d'un prospectus. Le souscripteur vient simplement y adhérer.

TITRE I. L'EXIGENCE D'UN TITRE REPRÉSENTATIF D'UN DROIT DE « PROPRIÉTÉ » SUR LES UTILITÉS DE L'ACTIF

Le rôle de l'AAOIFI. L'AAOIFI est un organisme de standardisation de règles applicables en droit musulman bancaire et financier situé à Bahreïn. Ces règles sont regroupées par type de contrat ou d'opération, dans un recueil de standards. Il existe deux recueils par type d'opération : un pour les règles *chari'atiques*, et l'autre pour les règles comptables.

Le standard 17 des normes *chari'atiques* de l'AAOIFI comporte les règles régissant l'émission et la circulation des *sukuk*. L'article 2¹⁴⁸ consacre et défend le principe général selon lequel le *sakk* représente au profit du titulaire, une quote-part de propriété dans l'actif sous-jacent, ce qui le distingue du titre obligataire.

L'ensemble des articles 2, 4¹⁴⁹ et 5/2/3¹⁵⁰ du standard 17 disposent que les *sukuk* sont émis, inscrits en compte, négociables¹⁵¹ indivisibles et dotés d'un régime unitaire. Ces caractéristiques sont également celles des titres financiers de droit français et plus particulièrement, les obligations.

Domaine et définition du terme titre financier. Il est établi à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier que les titres financiers constituent aux côtés des contrats financiers, les types d'instruments financiers français.

Depuis l'ordonnance du 8 janvier 2008, le législateur a introduit la notion de titres financiers sans qu'il lui consacre de définition, comme c'est souvent le

¹⁴⁸ AAOIFI, standard 17, art. 2 : “*Investment sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in the ownership of tangible assets, usufruct and services, or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity. However, this is true after receipt of the value of the sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk were issued. In this standard, sukuk have been designated as investment sukuk in order to distinguish them from shares and bonds*”.

¹⁴⁹ AAOIFI, standard 17, art. 4/1 : “*Investment sukuk are certificates of equal value issued in the name of the owner or bearer in order to establish the claim of the certificate owner over the financial rights and obligations represented by the certificate*”; Art. 4/4 : “*The trading of investment sukuk is subject to the terms that govern trading of the rights they represent*”.

¹⁵⁰ AAOIFI, standard 17, art. 5/2/3 : “*The certificates may be traded through any known means that do not contravene the rules of the Shari'a, such as registration, electronic means or actual transmission by the bearer to the purchaser*”.

¹⁵¹ Sauf pour les *asset based sukuk*, et avant l'exécution de plus de la moitié de l'obligation contractuelle sous-jacente.

cas en matière financière¹⁵². Opérant une distinction avec les contrats financiers¹⁵³ basés sur leurs caractéristiques, la loi caractérise les titres par leur émission¹⁵⁴, leur inscription en compte¹⁵⁵, leur négociabilité¹⁵⁶ et leur indivisibilité.

Parmi les titres de créance que comportent les titres financiers¹⁵⁷ figurent les obligations, qui sont également représentatives d'un droit de créance à l'encontre de la société émettrice¹⁵⁸. Elles peuvent être émises directement par l'emprunteur agréé (société par action) ou par un organisme de titrisation. La titrisation est la technique par laquelle un emprunteur (entreprise ou une banque) cède ses créances, non encore échues, à un organisme de titrisation, qui les lui acquiert au moyen des fonds levés auprès d'investisseurs. En contrepartie, il leur remettra des titres de créance¹⁵⁹. Les fonds levés sur le marché constitueront le prix d'acquisition des créances/actifs sous-jacent aux titres.

Exclusion des contrats financiers. Non susceptibles d'émission, non négociables et toujours matérialisés dans un support papier, les contrats financiers ont pour rôle de couvrir le risque immanent d'une opération de financement sous-jacente¹⁶⁰. Ils servent surtout à couvrir un risque issu des fluctuations économiques et financières qui impacteraient la valeur ou les revenus du sous-jacent qui les sous-tend. Leur vocation constate ainsi leur nature spéculative¹⁶¹.

¹⁵² A. Couret et H. Le Nabasque, *op. cit.*, n° 1000, p. 724.

¹⁵³ C. monét. et fin., art. L. 211-1, I : « Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers ».

¹⁵⁴ C. monét. fin., art. L. 211-2 : « Les titres financiers, qui comprennent les valeurs mobilières au sens du deuxième alinéa de l'art. L. 228-1 du C. com., ne peuvent être émis que par l'Etat, une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier, un fonds professionnel de placement immobilier ou un fonds de titrisation ».

¹⁵⁵ C. monét. et fin., art. L. 211-3 : « Les titres financiers, émis en territoire français et soumis à la législation française, sont inscrits soit dans un compte-titres tenu par l'émetteur ou par l'un des intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'article L. 542-1, soit, dans le cas prévu au second alinéa de l'article L. 211-7, dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé ».

¹⁵⁶ C. monét. et fin., art. L. 211-14 « A l'exception des parts des sociétés civiles de placement immobilier mentionnées à l'article L. 214-114 et des parts des sociétés d'épargne forestière mentionnées à l'article L. 214-121, les titres financiers sont négociables » ; Art. L. 211-15 : « Les titres financiers se transmettent par virement de compte à compte ou par inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé mentionné à l'article L. 211-3 ».

¹⁵⁷ C. monét. et fin., art. L. 211-1, II : « Les titres financiers sont : 1. les titres de capital ; 2. les titres de créances ; et les actions ou parts d'organismes de placement collectif ».

¹⁵⁸ C. monét. et fin., art. L. 213-5 : « Les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale ».

¹⁵⁹ P. Le Cannu, Th. Granier et R. Routier, *Instruments de paiement et de crédit, titrisation*, précis Dalloz, 8^{ème} éd. 2010, n° 594, p. 465.

¹⁶⁰ A. Couret, H. Le Nabasque, *op. cit.*, p. 719.

¹⁶¹ A. Couret et H. Le Nabasque, *op. cit.*, n° 1001, p. 725.

Les contrats financiers sont en principe prohibés en Islam au motif qu'ils sont hautement entachés d'aléa et de spéculation (*gharar*)¹⁶². *A contrario*, les titres financiers sont émis, inscrits en compte et négociables. Ils servent surtout à assurer le financement d'une entreprise. De ce fait, ils sont parfaitement conformes à la finalité de l'investissement islamique qui est celle de développer l'économie, la société, et donc le monde¹⁶³.

Multitudes de définitions comparatives du *sakk*. Nombreuses étaient les tentatives doctrinales de définir les *sukuk* par comparaison à des titres financiers conventionnels nommés. La définition doctrinale la plus courante des *sukuk* est celle qui les qualifie de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*)¹⁶⁴, pourtant ce terme est fréquemment employé pour désigner les titres adossés à des créances non hypothécaires, qui diffèrent des titres de créances hypothécaires (*mortgage based securities*)¹⁶⁵.

Les *sukuk* ont également été comparés aux certificats d'investissement¹⁶⁶. Les avantages financiers qu'ils confèrent à leurs titulaires sont interdits par le droit musulman. Ils ont été remplacés par les actions de préférence introduites par l'ordonnance du 24 juin 2004¹⁶⁷. En effet, les actions de préférence et les actions de jouissance sont proscrites par les articles 2/6 et 2/7 du standard 21 AAOIFI. En octroyant au titulaire une priorité de remboursement et de distribution des bénéfices au moment de la liquidation, les actions de préférence et de jouissance (*tamattu'*) portent atteinte au principe l'égalité entre les actionnaires de préférence ou de jouissance avec les actionnaires ordinaires (*mussâhim*) tant en ce qui concerne le montant des dividendes, que pour celui du boni de liquidation¹⁶⁸.

¹⁶² OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 63/7/1, 9-14 mai 1992. Cependant l'*International Swaps and derivatives association (ISDA)* s'efforce depuis 2010 de mettre en place de produits dérivés conformes à la *Chari'a*.

¹⁶³ Cf. *supra*, p. 29.

¹⁶⁴ R. Wilson, "*Sukuk in Europe*", *RSCAS Research Policy*, n° 02, 2007, pp. 11 et 13.

¹⁶⁵ P. Poncet et R. Portait, *Finance de Marché*, Dalloz, 2015, p. 1001.

¹⁶⁶ J. Bertran de Balanda et F. Bourabiat, « Fiducie et finance islamique », *Dr. et patrimoine*, mai 2010, n° 192, p. 84.

¹⁶⁷ C. com., art. L. 228-11 et s.

¹⁶⁸ AAOIFI, standard 21, *Financial papers (shares and bonds)*, art. 2/6 : "*It is not permissible to issue preference shares that have special financial features leading to the granting of priority to these shares at the time of liquidation or the distribution of profits. It is permitted to grant certain shares features related to procedural or administration matters, in addition to the rights attached to ordinary shares, like voting rights*"; Art. 2/7 "*It is not permissible to issue Tamattu' shares. These are shares that grant the participant compensation in lieu of his shares, whose value is redeemed during the existence of the company, and he is granted Tamattu' shares that grant him rights that are available for shares based on capital, except the right to profits and the distribution of assets at the time of winding up, insofar as the Tamattu' shares are entitled to profit lesser than that given to the owner of shares based on capital, just as the owner of Tamattu' shares does not have a share in the assets of the company at the time of winding up until the owners of shares based on capital have been granted the value of their shares*".

Le Professeur J. Charlin a estimé que les *sukuk* sont des titres de créances garantis par la propriété d'un bien¹⁶⁹ et nous partageons son analyse. D'autres auteurs en ont dressé des similitudes avec les *trusts certificates* de droit anglais¹⁷⁰. Pour sa part, le Professeur Michel Storck a considéré les *sukuk* comme une catégorie d'instruments financiers à part¹⁷¹, qui ne sont ni des actions et ni des obligations, tout comme le soulignent les dispositions du standard 17 AAOIFI dans le deuxième alinéa de l'article 2.

L'Autorité des marchés financiers a défini les *sukuk* comme étant des obligations islamiques liées à l'actif sous-jacent par différentes structures¹⁷². Pour sa part, l'administration fiscale y voit des titres financiers hybrides, mais dont la rémunération et la valeur sont calculées sur les résultats financiers réalisés par l'exploitation de l'actif sous-jacent aux titres¹⁷³. Ce type de valeurs mobilières a les caractéristiques de l'action et de l'obligation à la fois¹⁷⁴, comme c'est le cas des obligations remboursables en action et les obligations avec bons de souscription en action¹⁷⁵. Fidèle à sa position de 2010¹⁷⁶, le fisc a conservé les *sukuk* dans la catégorie fiscale des obligations tout comme les titres de créances indexés. Selon les termes de l'Instruction fiscale de 2012, les *sukuk* demeurent fiscalement traités comme des obligations jusqu'à leur « conversion effective en titre de capital »¹⁷⁷. Nous estimons que ce classement est effectué pour des besoins purement fiscaux.

¹⁶⁹ J. Charlin, « Fiducie *sukuk* et autres *murabaha* ou *ijara* », *Sem. Jur. Not. et immo.*, 18 sept. 2009, p. 20.

¹⁷⁰ J. Lewis, « A quand le *sukuk* souverain *made in France* ? », *Bull. Joly Bourse*, 31 janv. 2015 ; M. Ayub, *Understanding Islamic finance*, éd. Wiley, 2007, p. 389.

¹⁷¹ Comparaison avec les titres financiers de droit français : M. Storck et Z. Cekici, « *Sukuk* : aspects de droit français et de droit musulman », *RD. banc. et fin.*, mars 2011, n° 17.

¹⁷² Autorité des marchés financiers, « Position de l'AMF concernant l'admission des *sukuk* à la négociation sur un marché réglementé », *Rev. AMF*, juin 2008, p. 15.

¹⁷³ Direction générale des finances publiques, *Instruction fiscale*, 12 sept. 2012, sur le régime fiscal des *sukuk* d'investissement, BOI-DJC-FIN-20-20120912.

¹⁷⁴ Direction générale des finances publiques, *Instruction fiscale*, 15 avril 2014, n° BOI-IS-BASE-35-20-20-10 : « Sont qualifiés de titres hybrides les instruments financiers dont les caractéristiques combinent à la fois certaines particularités des capitaux propres, telles que l'absence de date de remboursement prédéfinie ou la faculté pour l'emprunteur de suspendre leur rémunération en cas d'absence ou insuffisance de bénéfices, avec les caractéristiques propres aux dettes, telles que le versement d'une rémunération à taux fixe ou variable prédéfini dès l'émission, l'absence de droits de vote ou de boni de la liquidation ».

¹⁷⁵ F. Gérard, « Fiscalité des instruments financiers hybrides », in *Ingénierie financière fiscale et juridique*, M. Boizard et Ph. Raimbourg [dir.], Dalloz, 3^{ème} éd., 2015, n° 135.11, p. 460. L'auteur distingue les deux types de titres financiers hybrides. Le premier (tel que l'obligation remboursable en action - ORA) change de nature en cours de vie, et le deuxième (tel que l'obligation avec bon de souscription en action - OBSA) comporte des composantes d'action et d'obligation dès son émission.

¹⁷⁶ Direction générale des finances publiques, les 3 *Instructions fiscales* précit., 25 fév. 2009, 24 août 2010 et 12 septembre 2012.

¹⁷⁷ Direction générale des finances publiques, *Instruction fiscale*, 12 sept. 2012, précit., pp. 60 et 100.

Définition et qualification. Les *sukuk* sont définis variablement en fonction du domaine de leur auteur¹⁷⁸. Toutefois, il s'agit de valeurs mobilières obligataires au sens de l'article L. 213-5 du Code monétaire et financier¹⁷⁹.

En effet, et compte tenu de la structuration du titre *sukukaire* par accolage de ses contrats constitutifs, les titulaires jouissent d'un droit personnel à l'encontre de l'émetteur en vertu du contrat d'émission, éventuellement assorti d'un droit réel sur l'actif (*asset-backed sukuk*). Le droit réel des titulaires d'*asset-backed sukuk* ne saurait être qualifié de droit de propriété au sens de l'article 544 du Code civil, puisque l'actif demeure affecté aux titres jusqu'à la fin de l'opération, comme dans une indivision¹⁸⁰. En attendant, aucun titulaire de *sakk* ne saura provoquer individuellement la liquidation de l'actif. La cession sur le marché secondaire de *sukuk* de type *asset-backed* qui ont pour sous-jacent un actif cédé en pleine propriété (*sukuk al ijâra* et les *sukuk* participatifs) prive leur titulaire cédant de son droit à une quote-part du prix de vente finale de l'actif. Le droit réel des titulaires de cette catégorie de *sukuk* est accessoire¹⁸¹, tel que le droit du bénéficiaire d'une garantie.

Plan. Le droit de propriété proclamé par l'AAOIFI au profit des souscripteurs des *sukuk* plaide leur caractère *sui generis*. Or, le droit de propriété en droit musulman classique est le droit aux utilités économiques d'un bien qui est transféré aux souscripteurs au moyen de la structuration contractuelle originale des *sukuk* (Chapitre I). De plus, la liste énumérative du standard 17 AAOIFI comporte des *sukuk* qui ne représentent qu'un droit personnel à l'encontre de leur émetteur (*asset-based sukuk*). Le droit de propriété revendiqué apparaît comme une notion générique (Chapitre II) qui remet en cause le caractère *sui generis* de ce titre nonobstant ses spécificités mineures.

¹⁷⁸ M.A-B.M. Al Amine, "Unresolved Shariah Issues in structuring Sukuk", in, *Issues for sukuk and proposals for reform*, M.H. Kamali, A.K. Abdallah [dir.], éd. Kube, 2014, p. 31.

¹⁷⁹ C. monét. et fin., art. L. 213-5 : « Les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale ».

¹⁸⁰ C. civ., art. 815 : « Nul ne peut être contraint à demeurer dans l'indivision, et le partage peut toujours être provoqué à moins qu'il n'y ait été sursis par jugement ou convention ».

¹⁸¹ Sur le caractère accessoire d'une sûreté, V. Ch. Demolombe, *Cours de code Napoléon, Traité de la distinction des biens*, t. IX, éd. Durand, 1870, n° 472, où l'auteur a opéré une première distinction entre droits réels principaux (propriété et démembrements) et droits réels accessoires (sûretés) ; L. Aynès et P. Crocq, *Les sûretés et publicité foncière*, LGDJ, 2014, n° 400 ; G. Cornu, *Droit civil, les biens*, LGDJ, 13^{ème} éd., 2007, n° 19, p. 49 ; M. Cabrillac, Ch. Mouly, S. Cabrillac et Ph. Pétel, *Les sûretés*, LexisNexis, 10^{ème} éd., 2015, n° 582, p. 426.

CHAPITRE I. LA PLACE CENTRALE DU CONTRAT DE VENTE DANS LA STRUCTURATION D'UN SAKK

Le principe selon lequel les *sukuk* confèrent à leurs titulaires un droit de propriété (*milkiyya*) sur l'actif sous-jacent, qui n'est pas une créance, est posé à l'article 2 du standard 17 AAOIFI. Il est rappelé dans le descriptif de chaque type de *sukuk* qui figure dans la liste énumérative établie à l'article 3.

Les valeurs mobilières obligataires issues d'une opération de titrisation comportent deux contrats constitutifs qui sont la cession de la créance sous-jacente au véhicule *ad hoc* ou à l'organisme de titrisation et le contrat d'émission. Le titre est adossé à la créance qui le sous-tend et les contrats qui structurent le titre ne sont que des contrats causés, en ce sens que la cause de l'un se trouve dans l'existence de l'autre.

Dans les *sukuk*, seule la suppression des frontières entre le contrat de vente et le contrat d'émission peut garantir aux souscripteurs l'acquisition d'un droit de « propriété » par les souscripteurs (Section I). Cette structuration originale attribuée au *sakk* des caractéristiques singulières qui le distinguent des autres valeurs mobilières (Section II).

Section I. Le contrat de vente, vecteur du droit de propriété

Le caractère sacré du contrat dans l’Islam. Le contrat en Islam revêt une dimension quelque peu sacrée. Le verset 1^{er} de la *sourate* de la table du Coran ordonne aux fidèles d’exécuter les contrats « *ouwfou bil ‘ouqoud* ». Selon le Professeur Saba Habachy¹⁸², cette norme a pour équivalent en droit français, la règle *pacta sunt servanda* ou le principe de la force obligatoire du contrat, consacré aujourd’hui à l’article 1103 du Code civil¹⁸³ et qui a la même valeur dans les ordres juridiques des pays du monde.

Le caractère pratique du contrat en droit musulman. Le dispositif juridique musulman relatif aux opérations commerciales (*mu’amalâte*) a entièrement été articulé autour du contrat de vente (*bay’*), qui constitue le socle à partir duquel les *fouqahâ* ont élaboré les contrats nommés¹⁸⁴, dont le bail (*ijâra*), et le prêt (*‘âriya*).

Afin d’éviter que le titre *sukukaire* soit adossé à la vente de la créance du cédant sur une tierce personne, les règles du standard 17 AAOIFI ont exigé que le lien entre emprunteur et l’émetteur (qui agit pour le compte des souscripteurs) soit fondé sur la vente d’un bien islamique. Quatorze types de contrats de cession sous-tendent les structurations nommées de *sukuk* énumérées aux articles 3 et 5/1/5¹⁸⁵. Une catégorie (*asset-backed sukuk*) de ceux-ci prévoit la possession de l’actif par l’émetteur et sa gestion pour le compte des souscripteurs, alors que l’autre l’exclut (*asset-based sukuk*).

Le transfert de la propriété de l’actif et sa possession exigent une connexité entre les contrats constitutifs d’un *sakk*. Ceci entraîne l’application cumulée de règles générales du droit musulman des contrats (Sous-section 1) avec des règles spécialement conçues pour protéger droit de propriété musulman des titulaires *sukukaires* (Sous-section 2).

¹⁸² S. Habachy, *Property right and contract in Muslim law*, éd. *Columbia law review*, 1962, volume 62, pp. 463 et 467 ; Ch. Chéhata, *Droit musulman, op. cit.*, p. 8.

¹⁸³ C. civ., art. 1103 : « Les contrats légalement formés tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faits ».

¹⁸⁴ J. Schacht, *Introduction to Islamic Law*, éd. Clarendon Press, Oxford 1964, pp. 5 et 205.

¹⁸⁵ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/5: “*The relationship between the two parties to the issue contract are determined on the basis of the type of contract and its status in the Sharia (...)*”.

Sous-section 1. Les règles générales de la vente en droit musulman

Socle de la doctrine musulmane du droit civil et commercial (*fiqh al mu'âmalâte*) en général et du droit musulman des contrats en particulier, le contrat de vente doit nécessairement être translatif de la propriété de choses utiles (§1) et respecter les principes généraux des contrats (§2).

§1. L'exigence d'un transfert du droit de propriété sur l'actif tangible

Le droit français¹⁸⁶ et le droit musulman¹⁸⁷ consacrent le transfert de la propriété d'une chose vendue, *solo consensu* lequel est souvent concomitant à la conclusion du contrat.

La propriété légitime la rémunération des *sukuk*. Selon les articles 2, 3, 4 et 5 du standard 17 AAOIFI, les *sukuk* sont des certificats de valeur égale, représentatifs de parts indivises dans la propriété d'un actif tangible, ou de son usufruit, de service, ou celle d'un projet particulier ou d'une activité d'investissement déterminée. L'actif ne peut être une créance détenue sur autrui. Émis, inscrits en compte au nom de leur propriétaire ou du détenteur, négociables, les *sukuk* sont dotés d'un régime unitaire et demeurent indivisibles.

Concrètement, l'actif islamiquement titrisé peut être un bien meuble corporel (*commodities* ou marchandises, dont les métaux précieux ou matières premières), incorporel (droit de la propriété intellectuelle), un bien immobilier, ou un ensemble de ces biens, assortis d'actifs monétaires ou de passifs le cas échéant¹⁸⁸. Émis par l'emprunteur ou par un intermédiaire financier¹⁸⁹, sous une forme nominative ou au

¹⁸⁶ C. civ., art. 1196, al. 1^{er} : « Dans les contrats ayant pour objet l'aliénation de la propriété ou ou la cession d'un autre droit, le transfert s'opère lors de la conclusion du contrat ».

¹⁸⁷ Ch. Chéhata, « Sur l'acte translatif de propriété en droit musulman hanafite », in *Travaux de la semaine internationale de droit musulman*, *op. cit.*, p. 36.

¹⁸⁸ AAOIFI, standard 17, art. 4/2: “*Investment sukuk represent a common share in the ownership of the assets made available for investment, whether these are non-monetary assets, usufructs, services or a mixture of all these plus intangible rights, debts and monetary assets. These sukuk do not represent a debt owed to the issuer by the certificate holder*”; *Islamic Finance Qualification*, *op. cit.*, p. 180.

¹⁸⁹ AAOIFI, standard 17, art. 3/1, à propos de *sukuk* dont l'actif sous-jacent est loué : “*These are certificates of equal value issued either by the owner of a leased asset or a tangible asset to be leased by promise (...)*”.

porteur¹⁹⁰, un *sakk* constitue surtout la preuve des droits et des obligations du souscripteur, propriétaire¹⁹¹.

Le droit à la rémunération figure parmi ces droits, mais diffère dans sa nature de celui dont jouissent le porteur et le titulaire d'une obligation de droit français. En effet, la rémunération des souscripteurs d'un *sakk* découle directement de leur droit de « propriété » sur l'actif sous-jacent conformément aux dispositions des articles 2 et 4/2 standard 17 AAOIFI, et non d'un droit de créance contre son émetteur, comme c'est le cas des titres obligataires de droit français¹⁹².

Caractéristiques des titres financiers. L'ordonnance du 8 janvier 2009, qui a introduit la notion de titre financier, définit ce dernier par sa négociabilité et le caractérise par son inscription en compte-titres¹⁹³. C'est ce qui ressort de la définition doctrinale¹⁹⁴ basée sur les trois articles L. 211-1-II¹⁹⁵, L. 211-14¹⁹⁶ et L. 211-3¹⁹⁷ du Code monétaire et financier. Les titres financiers regroupent les titres de capital dans une société par action, les titres de créances ainsi que les parts et actions d'organismes de placement collectifs. Leur négociabilité les dispense de la procédure d'information imposée par l'article 1326 du Code civil sur la transmission des titres de créance de droit commun (signification de la transmission physique au débiteur cédé et acceptation du créancier faite par acte authentique). Elle rend ainsi la transmission plus rapide et

¹⁹⁰ AAOIFI, standard 17, art. 4/1: "Investment sukuk are certificates of equal value issued in the name of the owner or bearer in order to establish the claim of the certificate owner over the financial rights and obligations represented by the certificate".

¹⁹¹ AAOIFI, standard 17, art. 2: "Investment sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in the ownership of tangible assets, usufruct and services, or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity. However, this is true after receipt of the value of the sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk were issued. In this standard, sukuk have been designated as investment sukuk in order to distinguish them from shares and bonds".

¹⁹² C. monét. fin., art. L. 213-1-A.

¹⁹³ M. Dubertet et D. Mangenet, « Réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janv. 2009 », *D.* 2009, n° 10 ; P. Le Cannu, et B. Dondero, *Droit des sociétés*, LGDJ, 6^{ème} éd. 2015, n° 1103 et 1104, p. 720 : « Il n'est pas de titre financier qui ne soit pas inscrit en compte ».

¹⁹⁴ M. Dubertet et D. Mangenet, art. précit., n° 12.

¹⁹⁵ C. monét. fin., art. L. 211-1-II : « Les titres financiers sont les titres de capital émis par les sociétés par action, les titres de créance sauf effets de commerce et bons de caisse et les parts ou actions d'organismes de placement collectifs ».

¹⁹⁶ C. monét. fin., art. L. 211-14 : « A l'exception des parts de SCPI mentionnées à l'article L. 214-114 et des parts de SEF mentionnées à l'article L. 214-121, les titres financiers sont négociables ».

¹⁹⁷ C. monét. fin., art. L. 211-3 : « Les titres financiers émis en territoire français et soumis à la législation française sont inscrits dans un compte titres tenus soit par l'émetteur soit par l'un des intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'article L. 542-1 C. mon. et fin., soit, dans le cas prévu au second alinéa de l'article L. 211-7 dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé. L'inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé tient lieu d'inscription en compte. (...) ».

opposable aux tiers. Le droit de propriété sur le titre est ainsi conféré exempt de vice, et constaté par inscription en compte titre¹⁹⁸.

Caractéristiques des titres obligataires. Consacrées à l'article L. 213-5 du Code monétaire et financier¹⁹⁹, les valeurs mobilières obligataires sont créées par voie d'émission, représentées par voie d'inscription en compte, et transmises par voie de négociabilité²⁰⁰, ainsi que leur indivisibilité et leur régime juridique unitaire. Elles ne confèrent au titulaire qu'un droit de créance à l'encontre de l'émetteur.

Le droit de propriété, critère de distinction. Si les *sukuk* partagent avec les obligations, leur création par émission, leur inscription en compte et leur négociabilité, ils paraissent différents sur trois caractéristiques fondamentales. En effet, un *sakk* est présenté comme un titre de propriété sur l'actif sous-jacent qui n'est pas une créance. Son titulaire est rémunéré par l'intégralité des revenus générés par celui-ci.

Étant l'instrument juridique qui réalise le transfert de propriété de l'objet contractuel, le contrat est soumis à l'ensemble des règles de droit musulman des contrats de vente.

§2. L'application des règles générales des contrats de vente

Avant de pouvoir étudier la teneur du droit de propriété des titulaires *sukukaires*, il est important de souligner qu'aux termes du standard 17 AAOIFI, les *sukuk* cumulent les effets juridiques du contrat sous-jacent et du contrat d'émission matérialisé par le prospectus.

Juxtaposition des contrats et connexion symétrique des flux. En effet, la combinaison des contrats qui structurent l'émission des *sukuk* est à notre avis le socle de la distinction. Un *sakk* est regardé comme fondé sur deux contrats : le contrat d'émission qui se matérialise dans le prospectus, et le contrat sous-jacent qui transfère

¹⁹⁸ Th. Bonneau et alii, *Droit financier*, LGDJ, 2019, n° 827, pp. 513 et 514 ; M. Dubertet et D. Mangenet, art. précit., n° 18.

¹⁹⁹ C. monét. et fin., art. L. 213-5 : « Les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale ».

²⁰⁰ Th. Bonneau et alii, *Ibid.*

l'actif tangible entre les mains de l'émetteur qui assure sa gestion dans l'intérêt des souscripteurs. Les titres et l'actif demeurent attachés pendant la durée de l'opération jusqu'à son échéance et donc jusqu'à la maturité des titres.

L'accolage sans frontières entre les deux contrats constitutifs des *sukuk* consacre la connexion entre le flux généré par l'actif, et celui produit par le titre et qui doit lui être identique dans la majorité des cas (sauf *sukuk al mushâraka*).

À notre sens, le particularisme des *sukuk* découle de leur montage contractuel précisément sur la connexion de leurs contrats constitutifs. En effet, les obligations de droit français sont structurées de manière à empêcher à la fois une superposition des contrats²⁰¹ et une symétrie entre les flux entre les contrats. Une valeur mobilière obligataire génère un flux issu seulement d'un taux d'intérêt librement fixé par l'émetteur, et qui est généralement calculé par rapport à la valeur nominale du titre. La rémunération par versement d'intérêt résulte du flux de la créance sous-jacente, mais elle ne lui est jamais identique.

La prédominance de la nature contractuelle des *sukuk*. Par conséquent, les droits des souscripteurs découlent directement des stipulations contractuelles du contrat sous-jacent (collatéral) et du prospectus qui matérialise le contrat d'émission et de souscription cumulés²⁰².

Un *sakk* comportera ainsi des règles du droit musulman classique des contrats applicables à la vente sous-jacente, auxquelles s'ajouteront celles qui sont prévues pour le contrat d'émission des *sukuk*. Elles ont été spécifiquement élaborées par le standard 17 AAOIFI afin que le titre ne constitue un prêt à intérêt (*riba*) ou comporte un aléa prohibé (*gharar*). Ce dernier cas est caractérisé notamment dans les titres de créance, puisque l'exécution de la créance sous-jacente par autrui comporte

²⁰¹ Contrairement aux effets de commerce, qui permettent par leur endossement la survenue d'un contrat qui se substitue à l'autre qui le précédait et de ce fait, entraîne une inopposabilité des exceptions relatives à la créance sous-jacente.

²⁰² AAOIFI, standard 17, art. 4/3 : "Investment *sukuk* are issued on the basis of a shariah nominated contract in accordance with the rules of *Qharia* that govern their issuance and trading". Art. 5/1/1 : "it is permissible to issue investment certificates by way of subscription on the basis of any of *Sharia* nominated investment contract". Art. 5/1/3 : "The contract of issue has all the legal effects of the contract upon which the issued certificates are based. This occurs after the closing of the subscription and the allotment of the certificates".

des risques. L'émission des titres de créance est interdite en vertu du principe de prohibition de la vente de la dette par la dette (*bay' al dayn bil dayn*).

Le développement doctrinal des règles contractuelles. Par conséquent, la *sourate* qui ordonne aux fidèles d'exécuter leurs engagements contractuels²⁰³ fut à l'origine des règles que les premiers *fouqahâ* fondateurs des écoles jurisprudentielles²⁰⁴ ont élaborées pour régir le contrat de vente (*al buyu'*)²⁰⁵. Produit de manière casuistique²⁰⁶ au moyen de la règle d'analogie (*qiyâs*)²⁰⁷ et du consensus (*ijmâ'*)²⁰⁸ pour répondre aux exigences de la *Chari'a*, le dispositif du contrat de vente musulman est le droit commun des contrats musulmans²⁰⁹.

Règles de droit pratique. Le principal des règles juridiques premières fût produit grâce aux efforts interprétatifs (*ijtihâd*)²¹⁰ des Compagnons²¹¹ alors qu'ils étaient confrontés à des cas de figure qui n'ont pas été abordés dans le Coran ou par le Prophète. La richesse et la diversité des *fatâwa* en la matière, a progressivement donné forme à des écoles jurisprudentielles, dont les doctrines étaient parfois divergentes. De nombreux juristes ont craint que la montée du sectarisme entraîne une prolifération anarchique des écoles appuyées par la multiplication des *fatâwa* établies par des juristes de piètre qualification. Ils ont ainsi décrété « la clôture de la porte de l'*ijtihâd* » au VIII^e siècle, qui interdit l'élaboration de nouvelles règles de droit musulman²¹². Or,

²⁰³ Coran, Sourate de la table (n° 5) : « O croyants, respectez vos engagements ! ».

²⁰⁴ Ecole hanafite : Abou Hanifa (699-767), plusieurs ouvrages dont *Al Mosnad* (Abou Hanifa). Ecole Chaféite : Al Chafé'i (767-820), *Al Omm*. Ecole Malékite : Mâlik bin Anass (712-796), *Al Mouwatta'a*. Ecole hanbalite : Ibn Hanbal (780-855), *Al Mousnad*.

²⁰⁵ Ecole hanafite : A.D. Al Kasâni (XII^e siècle), *Badâ-i' al sanâ-i' fi tartib al charâ-i'* ; Ibn Hammam (XIV^e siècle), *Fath al Qadir 'ala charh al hidaya* (ouvrage explicatif de l'œuvre d'Al Marghinani) ; Ibn Âbidine (XVIII^e/XIX^e s.), *Al radd al mohtar 'ala durr al mokhtâr, charh tanwir al absâr* ; Al Marghinani (XII^e), *Al Hidaya charh bidâyat al muftadi*. Ecole hanbalite : Ibn Qudâma (XII^e), *Al mughni fi al charh al kabir* ; Ibn Qayyim al Jawziyya (XIII^e/XIV^e), *I'lâm al mouwaqqi'ine 'ann rabb al 'âlamine*, disciple d'Ibn Taymiyya (XIII/XIV^e) dont l'ouvrage référence est le recueil de *Fatâwa*. Ecole chaféite : Chirâzi (X^e), *Al Mouhazhab fi fiqh madhab al imam al Chafei*. Ecole Malékite : Dardir (XVIII^e), *Al Charh al Saghir*.

²⁰⁶ J. Schacht, *op. cit.*, pp. 5 et 205.

²⁰⁷ L'analogie dans le raisonnement est préconisée dans la Sourate des byzantins, verset 22.

²⁰⁸ Le consensus avant l'élaboration d'un acte juridique est fondé sur plusieurs *sourates* dont Jonâs (*Yunus*), verset 71 : « (...) mettez vous alors d'accord avec vos associés (...) » ; La vache, verset 143 : « c'est ainsi que nous avons fait de vous une communauté du juste milieu afin que vous soyez témoins parmi les hommes, et le Prophète vous soit témoin (...) ». Ce dernier verset a été interprété par Ibn Taymiyya comme donnant aux musulmans l'autorité de légiférer aussi par voie de consensus. Ibn Taymiyya, *Majmou' fatâwa*, éd. *Wizâra al chou-oune al Islamiyya*, Arabie Saoudite, 2004, vol. XXIX, pp. 178 et 179.

²⁰⁹ J. Schacht, *op. cit.*, pp. 5 et 205.

²¹⁰ Sous l'appellation d'« inférence juridique », traduction par M. El Gamal, *op. cit.*, p. 51.

²¹¹ Dont Abou Bakr al Siddiq (père de sa dernière épouse et compilateur des versets dans un seul ouvrage, le Coran), Omar bin al Khattâb, Othman bin 'Affan et Ali bin Abi Tâlib (époux de sa fille Fâtima al Zahrâ-a). Après le décès du Prophète, ils lui ont succédé, d'où leur qualification de *Khulâfâ-a Al Râchidîne*, et se sont dispersés pour islamiser le monde.

²¹² Al Ghazâli (*châfê'ite*), *op. cit.*, vol. IV, p. 4. L'auteur définit l'*ijtihâd* comme l'effort fourni par l'érudit musulman pour la maîtrise de la règle juridique sur un sujet donné ; M. Al Zarqa (jurisconsulte du XX^e s.), *Al Fiqh al Islâmi wa madârissuhu* (le droit islamique et ses écoles), éd. *Dâr al qalam*, Damas 1995, pp. 114 et 115 : la dispersion des compagnons du Prophète avait conduit chacun d'eux à élaborer des règles sur les cas qui lui ont été exposés, sans prendre connaissance de celles de

l'avènement de l'Industrie de la finance islamique laisse un peu sceptique quant à une réelle clôture de la portée de l'*Ijtihād*²¹³, et l'étude des règles applicables aux *sukuk* conforte cette analyse.

Principes généraux²¹⁴ du commerce musulman. Nous avons regroupé les principes *chari'atiques* applicables aux échanges civils et commerciaux (*mu'âmalâte*) en deux grandes catégories : les principes permissifs et les principes prohibitifs. L'incitation au commerce²¹⁵ et à l'investissement²¹⁶ dont l'industrie de la finance islamique fait fière application, trouvent une petite place dans les ouvrages de *fiqh* islamique, alors que la prohibition de l'enrichissement injustifié (*fadl bila 'iwad*)²¹⁷ et celle de l'investissement dans les biens illicites y occupent le volume le plus important. Aux côtés de ces catégories, expressément citées dans le texte suprême, existent des principes généraux de droit musulman d'origine prétorienne, que les exégètes musulmans ont élaborés sous l'appellation de *Qawâ'id kulliya*²¹⁸ et qui trouvent leur application dans les contrats civils et commerciaux. Ils ont été construits conformément aux finalités de la *Chari'a* (*Maqâssed al Chari'a*). Nous développerons ces notions plus loin dans cette étude.

La prohibition du *riba* et du *gharar*²¹⁹. L'usure islamique et l'aléa prohibé constituent les deux principaux volets de la théorie de l'enrichissement injuste et sont souvent présentés comme des principes généraux du droit musulman applicables aux

l'autre en raison de l'éloignement géographique. Or les décisions n'étaient pas obligatoires pour les autres érudits, même par rmi les compagnons de ceux-ci, dès lors que l'avis a été théologiquement étayé sur la base d'une excellente connaissance de la *Chari'a*. Ainsi, les écoles jurisprudentielles se sont développées au fil des années avec les Suivants (*Al Tâbé'ine*) jusqu'au VIII^e siècle, époque à laquelle de nombreux juristes ont craint l'amplification du phénomène sectaire, et l'anarchisation des *fatâwas*. Ils ont d'une part établi les procédures de l'élaboration des règles juridiques (*Usul al fiqh*), et d'autre part interdit de nouveaux *Ijtihād*. Notons que seuls les juristes en droit musulman y ont été autorisés, contrairement aux non érudits qui ont toujours été interdits d'*Ijtihād*.

²¹³ M. El Gamal, *op. cit.*, p. 51.

²¹⁴ G. Cornu, *Vocabulaire juridique, op. cit.*, p. 807 : admettant que les principes généraux sont élaborés par la jurisprudence, parfois sans source textuelle.

²¹⁵ Coran, Sourate de la vache (n° 2), verset 282.

²¹⁶ Ibn Manzhour, *op. cit.*, vol. IV, p. 107. L'auteur a défini l'investissement comme étant « la fructification de ses richesses » et donc leur multiplication. L'investissement de ses biens, notamment l'argent, s'accompagne d'un travail : Sourate de l'étoile (n° 53), verset 39 (légitimité du gain par l'effort) base du principe *al ghum bil ghum*.

²¹⁷ Al Sarakhssi, *op. cit.*, vol XII, pp. 110 et 111 ; Traduction de *fadl bila 'iwad* par J. Schacht comme étant « un avantage monétaire obtenu sans contrepartie », *op. cit.*, p. 145 ; N. Comair-Obeid, *Les contrats en droit musulman des affaires*, Economica, 1995, p. 5 : au sujet du caractère illicite du profit résultant du *riba* et *gharar*.

²¹⁸ *Al Qawâ'id al kulliya fil fiqh al islâmi* ont fait l'objet d'étude de nombreux juristes. Parmi ces principes généraux, figure le principe de l'obligation de réparation (*wujûb izâlat al darar*). Le fait est que les accords doivent être utiles. Ni leur conclusion ni la réparation des dommages éventuellement subséquent à leur conclusion ne doit causer de dommages (*lâ darar wa lâ darâr*). A cet effet, il est tenu compte du principe de prééminence de la finalité des actes (*al umûr bi maqâssidiha*).

²¹⁹ Ibn Taymiyya considère que ces deux prescriptions établissent les différences entre les contrats conformes et les contrats non conformes. Mentionné par El Gamal, *op. cit.*, p. 29.

échanges civils et commerciaux (*mu'âmalâte*). L'interdiction du commerce de la dette par la dette (*bay' al dayn bil dayn*) s'applique également aux échanges qui sont en réalité un corollaire de l'interdiction de l'aléa prohibé (*gharar*)²²⁰. Toutefois, et compte tenu de la forte résonance qu'il trouve dans le domaine des titres financiers, notre étude s'attachera à l'examiner séparément du *riba* et du *gharar* précités, notamment pour établir un parallèle plus net entre les *sukuk* et les titres obligataires de droit français.

Aux côtés de ces principes d'aspect économique se dresse la prohibition d'investir dans un secteur non *halâl*, et d'en percevoir le fruit. Elle impose que les opérations commerciales et civiles portent sur des biens purs, et de ce fait, ne jouit d'aucune connotation économique.

Alors que l'investissement dans un secteur *halâl* garantit une opération portant sur des biens purs, l'absence de *riba* (ou usure islamique)²²¹ et de *gharar* (ou aléa/incertitude)²²² assure la perception d'un gain légitime et justifié (*halâl*), et donc la moralité de la transaction, selon l'Islam.

Tolérance des petits écarts. Si une opération est partiellement entachée d'illicéité, il est *chari'atiquement* possible de purifier la part injustifiée du gain²²³ qui

²²⁰ Défini par risque, aléa, spéculation.

²²¹ J. Schacht, *op. cit.*, p. 145. L'auteur définit le *riba* comme étant « un avantage monétaire perçu sans contrepartie et stipulé en faveur d'une des deux parties contractantes en échange de deux contre-valeurs monétaires » ; N. Saleh, *Unlawful gain and legitimate profit in Islamic law*, Graham and Trotman, 1992, p. 16 : un gain illicite résultant de l'inéquivalence dans la contre-valeur des prestations réciproques dans un contrat d'échange ou de vente ; l'intérêt dans un prêt de somme d'argent étant un gain illicitement perçu ne correspond pas à un travail, mais par le simple écoulement du temps dont Dieu est le seul maître. Plusieurs textes coraniques consacrant l'interdiction du *riba*, notamment la Sourate de la vache (n° 2), verset 275 : « Dieu a permis le commerce et interdit l'usure ».

²²² Le *gharar* étant un élément d'incertitude quant à l'objet de la vente, au prix ou au délai de livraison de la marchandise. N. Saleh, *op. cit.*, p. 62, considère que le *gharar* comporte l'incertitude le risque et la spéculation. Fondement juridique de l'interdiction : les versets 90 et 91 de la Sourate de la table portant sur les jeux de hasard (*Maysir, Qimâr*) ; à propos du *gharar* dans les contrats de vente, *Hadith* du Prophète rapporté Abou Hourayra (599-676), un des compagnons du Prophète, lequel a été transmis par le *faqih* (exégète ou jurisconsulte) Muslim (822-875) et a fait l'objet de chapitre précis dans les ouvrages des juristes portant sur la vente (dont Al Boukhâri, Ibn Taymiyya, Al Nawawi).

²²³ Les juristes se sont penchés sur la *Zakâte*, pour la définir comme une taxation pour la purification des biens (*zakâte al mâl*), étant souligné que le terme *zakâte* désigne la purification (A.-S. bin 'Abbâde, *Al Mohîte fi al lugha*, éd. *Dâr 'âlam al kotob*, Beyrouth, 1994, vol. VI, p. 300).

en découle, en s'acquittant de la *zakâte*²²⁴ (la taxe de purification des revenus), dès lors que cette part est minoritaire²²⁵ par rapport à l'ensemble des gains réalisés.

Inspirés des principes d'équité et d'égalité préconisés par le Coran²²⁶, ces principes constituent le gage d'une justice commutative et sociale²²⁷. Un contrat exempt de *gharar* et de *riba*²²⁸ est une convention aux prestations contractuelles équilibrées²²⁹, qui assure, *de facto*, un échange équitable.

En principe, toute transgression contractuelle explicite²³⁰ de ces dispositions, quelle que soit sa source *chari'atique* (le Coran, la *Sunna*, le *Hadith*, le *Qiyas*/analogie et l'*Ijmâ'*/consensus), expose le contrat à la nullité absolue (*aqd bâtel*)²³¹. La sévérité de la sanction s'applique aussi bien aux violations d'une norme Coranique qu'à l'ignorance d'une règle jurisprudentielle des échanges²³². Toutefois, la pratique démontre une classification des transgressions selon leur nature. Celles qui portent sur la pureté de l'objet du contrat entraînent ipso facto la nullité absolue du contrat, alors que celles constituant une contrariété aux principes interdisant le *riba* et le *gharar* n'entraînent pas nécessairement la nullité.

Concentration des règles. En somme, le cœur du droit musulman réside dans l'objet du contrat [*al m'aqoud 'alayhi*] avec la chose comme composante principale et le prix comme composante dite mineure, en ce sens que sa non détermination au contrat n'invalide pas ce dernier. Ceci est également reflété dans les dispositions de la norme 17 AAOIFI relative aux *sukuk*.

²²⁴ Nombreuses sourates dont celle de la vache (n° 2), versets 43 « acquittez vous de la *salâte* (prière), faite la *zakâte* et inclinez vous avec ceux qui s'inclinent » et 277 « ceux qui croient font le bien, observent la *salâte* et s'acquittent de la *zakâte*, auront leur récompense auprès de leur Seigneur et seront à l'abri de toute crainte et de toute peine » ; Sourate du repentir (n° 9), verset 18 « seuls ont le droit de fréquenter les mosquées de Dieu, ceux qui croient en Dieu et au jugement dernier, qui accomplissent la *salâte*, s'acquittent de la *zakât* et ne redoutent que le Seigneur. Ceux là ont toutes les chances d'obtenir leur salut ».

²²⁵ V. la règle de la majorité, p. 188.

²²⁶ Coran, concernant l'égalité : Sourate de la vache (n° 2), verset 279 ; concernant l'équité : Sourate des femmes (n° 4), verset 58.

²²⁷ C. Chéhata, *Théorie générale de l'obligation en droit musulman hanafite*, Sirey, 1968, p. 57.

²²⁸ J. Schacht, *op. cit.*, p. 144.

²²⁹ A.-R. Al Sanhoury, *Massâder al haqq fil fiqh al Islâmi*, éd. *Dâr ihyâ-a al turâth al 'arabi*, Beyrouth, 1953-1954, vol. III, p. 7.

²³⁰ *Hadith* du Prophète rapporté par Ibn Taymiyya, *Fatâwa*, *op. cit.*, vol. III, p. 323 ; Ibn Qayyim Al Jawziyya, *op. cit.*, vol II, pp. 192 à 195.

²³¹ *Hadith* rapporté par Aïcha dernière épouse du Prophète, transmis par Ibn Hazm, où le Prophète interdit tout acte juridique qui n'a pas été explicitement autorisé dans la *Chari'a*. Ibn Hazm (école mâlikite parfois considérée zhâhirite), *Al Ihkâm fi usul al ahkâk*, le Caire, 1929, mentionné par H.E. Rayner, *The theory of contracts in Islamic Law*, éd. Graham & Trotman, 1991, p. 92. *Hadith* du Prophète rapporté par Ibn Taymiyya (hanbalite) dans son recueil de *Fatâwa* précité.

²³² Les sources (*oussoul*) de la loi islamique par ordre hiérarchique sont : le Coran, la *Sunna*, le *Ijmâ'* et le *Qiyas*.

Comme l'a relevé Joseph Schacht, toutes les règles relatives à l'objet des contrats islamiques gravitent autour du concept d'*al mâl*. Peut constituer un *mâl* (bien), au sens du droit musulman, toute chose fongible (*mithli*) ou non, corporelle [*al 'ayn*], ou des droits sur celle-ci (*al manfé'a*) ou même des prestations de service²³³.

Étant donné qu'un contrat est défini comme un échange de biens²³⁴, l'objet du contrat islamique renvoie systématiquement à la notion de l'objet de l'obligation²³⁵ et la notion d'*al mâl* correspond à celle de l'actif en droit français et qui est défini comme l'ensemble des biens et droits composant le patrimoine d'une personne²³⁶.

Lien entre droit de propriété et contrat en Islam. En droit musulman de la vente, les deux volets de l'objet du contrat sont la chose et le prix²³⁷. La conformité à la *Chari'a* de la chose est assurée par sa pureté et sa rentabilité économique. Si la cession de l'argent (prix) relève des règles relatives au change (*sarf*) qui imposent que les monnaies échangées soient égales en valeur, cette composante mineure de l'objet contractuel sert surtout à évaluer la licéité du contrat eu égard aux principes interdisant le *riba* et le *gharar*.

La place centrale qu'occupe l'objet du contrat dans les règles *fiqhi* dénote un empirisme prononcé et une patrimonialité manifeste dans les règles du droit musulman²³⁸. C'est la raison pour laquelle, les notions de propriété et d'objet contractuel occupent une place prépondérante toutes les opérations financières islamiques. Et le dispositif AAOIFI en fait fidèle application.

Le principe de l'adossement des *sukuk* à un actif tangible et le droit de propriété sur l'actif tangible sont la conséquence de leur montage contractuel. Celui-ci a permis de remplacer la créance sous-jacente par un actif non constitué de dette dont

²³³ J. Schacht, *op. cit.*, p. 134.

²³⁴ Al Jaziri, *kitâb al fiqh 'ala al mazhâheb al arba'a*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, vol. II, p. 134.

²³⁵ S. Mahmassâni, *Al Nazariyya*, *op. cit.*, pp. 320 et 322 : l'objet d'un accord étant l'objet d'une obligation tel qu'approuvé par la majorité des juristes musulmans.

²³⁶ G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, *op. cit.* p. 24.

²³⁷ Le contrat de vente est le socle du droit des contrats musulmans. La location, le prêt à usage, le contrat de services, sont tous considérés des ventes, d'usage, de prestation de service.

²³⁸ A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq*, *op. cit.*, vol. I, p. 60.

la titrisation est proscrite en Islam du fait du principe d'interdiction du commerce de la dette par la dette (*bay' al dayn bil dayn*). Il s'en suit que le *sakk* devient représentatif d'un droit de « propriété » sur un actif non constitué de créances.

Des principes spéciaux élaborés au standard 17 ont été prévus pour renforcer la protection du droit de propriété islamique.

Sous-section 2. La protection du droit musulman de propriété

Opération de financement et d'investissement. Une entreprise publique ou privée, ayant besoin de fonds pour le développement de ses activités, émet ou fait émettre des *sukuk*, en contrepartie des fonds collectés auprès de souscripteurs qui peuvent être aussi bien des particuliers, des entreprises publiques ou privées ou des institutions financières. Regroupées dans un *pool*²³⁹, les sommes serviront à financer l'acquisition concomitante d'un actif générateur de revenus préalablement désigné dans le prospectus. Ces revenus rémunéreront la collectivité des souscripteurs, chacun à hauteur de son apport dans l'opération et donc en fonction du nombre de *sukuk* souscrits²⁴⁰.

Contrat et propriété. Le contrat de vente étant nécessairement translatif de propriété selon le droit musulman, les dispositions du standard 17 ont mis en place le montage de l'opération d'émission *sukukaire* par juxtaposition du contrat de vente du sous-jacent au contrat d'émission afin d'assurer l'acquisition de la propriété de l'actif tangible au profit des souscripteurs. Dans les *asset-backed sukuk*, l'actif transféré sera tenu par l'émetteur qui en assurera l'exploitation, la gestion et la conservation dans l'intérêt des souscripteurs. Il conservera la possession de l'actif en vue de cette exploitation jusqu'à la maturité des *sukuk* ou la fin de l'opération. Cette question ne se pose pas pour les *asset-based sukuk* dans leurs trois types énumérés au standard 17 et qui sont *sukuk al salam*, *sukuk al murâbaha* et *sukuk al khadamâte* (services). L'actif sous-jacent dans cette catégorie de *sukuk* est soit détenu par

²³⁹ *Islamic Finance Qualification*, op. cit., art. 1.3.1., p. 178.

²⁴⁰ AAOIFI, standard 17, art. 4/5 : "The owner of these certificates share the return as stated in the subscription prospectus and bear the losses in proportion to the certificates owned (held) by them".

l'emprunteur (*sukuk al murâbaha*), soit n'est détenu par personne avant l'échéance de l'opération (*sukuk al salam* et *sukuk al khadamâte*²⁴¹).

Protection de la propriété. Tous les types de *sukuk* sont conçus pour conférer la propriété de l'actif aux souscripteurs et par conséquent. De point de vue *chari'atique*, sa mise à l'abri des créanciers de l'émetteur-posseur n'est pas requise pour garantir le droit de propriété des souscripteurs puisque celui-ci n'en est pas le propriétaire légal. En revanche, nombreux sont les types de *sukuk* qui ne confèrent aux souscripteurs qu'un droit limité aux revenus d'un actif, dont la propriété légale est maintenue dans les comptes de l'emprunteur. Dans ces cas, toute garantie constituée sur l'actif sous-jacent trouve sa raison d'être.

Il est courant que les emprunteurs en finance de marché, qui sont souvent des établissements de crédit habilités à émettre des obligations, procèdent à la création d'un véhicule *ad hoc* (*SPV*) pour isoler et protéger l'actif qui les sous-tend contre les poursuites des créanciers de l'emprunteur. Le *SPV* est qualifié dans le monde de la titrisation d'abri anti-faillite (*bankruptcy remote*). En France, ce sont les fonds communs de titrisation qui jouent le rôle de *SPV*, alors qu'en Angleterre, ce sont les *trustees*.

Toutefois, la création du véhicule *ad hoc* sous forme de filiale de l'établissement de crédit emprunteur se heurte à la norme comptable internationale n° 10 de l'*International financial reporting standards*.²⁴² Approuvée par le Règlement européen n° 1254/2012 du 11 décembre 2012, cette dernière²⁴³ impose la consolidation des comptes financiers de toute société mère qui exerce un contrôle sur sa filiale. L'actif ne saurait être isolé par tout moyen.

Ainsi, la protection de l'actif sous-jacent est essentiellement faite pour garantir aux souscripteurs que l'actif et leurs droits qui y sont attachés demeurent à

²⁴¹ Dans ces deux types de *sukuk*, l'emprunteur n'est pas encore en possession de l'actif. Il l'acquerra à terme pour le transmettre à l'émetteur, qu'il s'agisse d'un bien corporel ou d'une prestation de service.

²⁴² International Financial Reporting Standards (IFRS), *Norme n° 10*, adoptée par l'IASB et publiée en mai 2011.

²⁴³ Règlement Eur. (UE), n° 1254/2012 de la Commission Eur., 11 décembre 2012, modifiant le règlement (CE) n° 1126/2008 portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil, pour ce qui concerne les normes internationales d'information financière *IFRS 10*, *IFRS 11* et *IFRS 12* et les normes comptables internationales *IAS 27* (2011) et *IAS 28* (2011), *JOUE L 360/1*, 29 décembre 2012, art. 2 (a) : « (...) la présente norme exige que l'entité (la société mère) qui contrôle une ou plusieurs autres entités (les filiales) présente des états financiers consolidés ».

l'abri des poursuites des créanciers de l'emprunteur. C'est la raison pour laquelle le recours à la mise en *trust* de l'actif sous-jacent est courant (§1). Cependant, et afin de préserver le caractère islamique des *sukuk* et les prémunir contre les abus contractuels, les juristes de l'AAOIFI ont élaboré deux principes spéciaux : le principe de partage des pertes et des profits et le principe d'interdiction de garantir le capital et les revenus (§2).

§1. Le recours au trust pour la protection du droit de propriété

La conception britannique du droit de propriété permet la co-existence de plusieurs « propriétaires » en même temps sur un même bien. La notion d'*ownership*, dont la propriété est la traduction en français, présente ainsi l'atout, ne serait-ce que dans l'apparence, de consacrer au profit des souscripteurs un droit de « propriété » sur l'actif sous-jacent. C'est en vertu de ce droit de propriété que les titulaires percevront légitimement selon la *Chari'a*, les revenus de l'actif.

La garantie d'un droit de propriété au profit des souscripteurs. Contrairement aux obligataires de droit commun, les souscripteurs aux *sukuk* ne pourront être rémunérés par versement d'intérêts, quelle que soit la structuration envisagée. L'intérêt est une somme calculée en général par rapport à la valeur nominale du titre, et convenue dès le début de l'opération (pourcentage de la valeur nominale ou montant fixe)²⁴⁴. Additionnés, les intérêts versés pendant la durée de l'opération correspondent au prix du prêt, au coût du crédit. D'un point de vue *chari'atique*, cette pratique entache les *sukuk* à la fois, de *gharar* du fait de la spéculation, et de *riba* du fait du revenu usuraire, selon les termes de la Résolution 60/11/6 de l'Académie de droit musulman de l'Organisation de la conférence islamique²⁴⁵. Selon celle-ci l'intérêt est prohibé par ce qu'il prédétermine la rémunération par référence à la durée du prêt. Glisser une chose dans le contrat sous-jacent confère ainsi aux souscripteurs un titre

²⁴⁴ Th. Granier, « Les obligations simples et subordonnées », in *Ingénierie financière fiscale et juridique*, op. cit., n° 120.21, p. 209.

²⁴⁵ OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 60/11/6, 14-20 mars 1990, art. 1^{er} : “The bonds which represent an undertaking to pay its amount along with an interest related to its face value or to a predetermined profit are prohibited in Sharia. Their issuance, their purchase and their negotiation are all prohibited because they are interest bearing loans, no matter whether their issuing authority belongs to the private sector or is a public entity related to the State. The change in the nomenclature, such as calling the bonds certificate of investment securities or saving certificates or calling the interest profit or income or service charge or commission has no effect on the aforesaid ruling”.

sur celle-ci et légitime la perception de ses revenus. La propriété sert ainsi de substitut au crédit.

Par conséquent, les droits financiers et les droits politiques des porteurs de *sukuk* sont tous issus de leur droit de propriété sur l'actif et non de leur droit de créance à l'encontre l'émetteur²⁴⁶. En principe, le droit de propriété sur l'actif leur donne droit aussi bien à ses revenus (*fructus*) réalisés pendant la durée de l'opération, qu'au produit de sa revente (*abusus*) qui pourrait réaliser une plus-value par rapport au prix initial d'achat lorsque les fluctuations économiques y sont favorables.

En vertu du principe « *al ghum bil ghum* », le propriétaire devra assumer les charges et supporter les risques pouvant affecter la valeur de son bien en contrepartie des avantages qu'il lui procure. Les risques dépendent de la situation du marché concerné, mais aussi de facteurs plus généraux qui peuvent affecter l'économie d'un pays. La dépréciation de la valeur de l'actif tangible reste un risque non négligeable pour l'ensemble des investisseurs islamiques.

Le véhicule. La majorité des émissions *sukukaires* dans le monde se font par un véhicule *ad hoc* (*special purpose vehicle/SPV*)²⁴⁷ qui aura acquis l'actif tangible en qualité de *trustee*. Dans le schéma des *sukuk al ijara* qui sont l'archétype des *sukuk*, l'émetteur reçoit la propriété légale de l'actif qui est un bien immeuble qui lui a été cédée par l'emprunteur²⁴⁸. En contrepartie, il l'exploitera et la conservera à titre de *trust* pour le compte et dans l'intérêt des souscripteurs bénéficiaires de « *l'equity interest* »²⁴⁹. Le plus souvent, l'emprunteur occupe le rôle de gestionnaire de l'opération et des biens mis en *trust*. La ségrégation entre la fonction de gestion du bien et la réception et conservation des fonds doit être observée, ne serait-ce que par le moyen de personnalités juridiques distinctes des entités concernées. Ainsi, si l'emprunteur est une société habilitée à émettre des titres financiers similaires, il peut céder l'actif à une filiale spécialement créée et dédiée à l'opération. Elle réceptionne les fonds, alors que l'emprunteur conserve son rôle de gestionnaire de l'opération et

²⁴⁶ AAOIFI, standard 17, Appendix B, 3^{ème} point : “ *The basis of the right of certificate holders to management is that they own the property that their certificates represent, and management is part of ownership*”.

²⁴⁷ Fitch Rating (agence de notation), *Fact sheet on Islamic finance*, fév. 2016.

²⁴⁸ *Islamic Finance Qualification, op. cit.*, p. 180. Il est clairement établi que l'emprunteur est souvent une banque islamique.

²⁴⁹ H. Saint Dahl, *Dahl's law dictionary*, Anglais-français/français-anglais, Dalloz, 1995, pp. 823 et 824, la définition du *trust*.

des biens mis en *trust*²⁵⁰. Les *sukuk* émis par le *trustee* sont ainsi considérés comme des *trusts* certificats.

Le *trust*. « Aucune définition du *trust* ne semble avoir été acceptée comme complète et exacte²⁵¹... ». Consacré par la Convention de La Haye du 1^{er} juillet 1985 relative à la loi applicable au *trust* et à sa reconnaissance, le *trust* privé permet à une personne appelée le constituant du *trust* (*settlor*) de confier l'administration de certains de ses biens à un ou plusieurs *trustees* dans l'intérêt d'une ou plusieurs autres personnes (*cestuis de trust*). Le *trustee* le conservera dans un patrimoine indépendant²⁵². Le *trust deed* est l'acte constitutif par lequel le constituant transfère la propriété de ses biens au *trustee*, afin qu'il y accomplisse un nombre d'actes prédéterminés, dans l'intérêt du premier ou d'un autre bénéficiaire, et les conserve dans un patrimoine séparé, à l'abri de ses propres créanciers. Le *trust* constitue une technique de sûreté notamment prévue pour faire barrage au droit de gage général des créanciers de l'emprunteur²⁵³.

Droit du bénéficiaire du *trust*. Juridiquement, le *trustee* reçoit du constituant la propriété légale (*legal interests*) des actifs sur lesquels il doit effectuer des actes d'administration et de disposition (*abusus*) dans l'intérêt du bénéficiaire (titulaire d'*equity interests*). Cependant, il ne peut en faire usage (*usus*) ou profiter des utilités économiques (*fructus*)²⁵⁴ dans son propre intérêt. Nous partageons l'avis du Professeur François Barrière, qui considère que la propriété légale conférée au *trustee* n'est pas pour autant un *jus in re* au profit des bénéficiaires²⁵⁵, au sens d'un droit direct sur la chose²⁵⁶. On ne saurait ainsi considérer le droit du *trustee* comparable au droit de propriété tel qu'il ressort de l'article 544 du Code civil français, d'autant plus que la notion de propriété en droit anglais est un concept fragmenté qui ne trouve aucun reflet dans l'acception unitaire et absolue du droit de propriété français²⁵⁷.

²⁵⁰ *Islamic Finance Qualification, op. cit.*, pp. 182, 184, 186 et 187.

²⁵¹ Justice Mayo dans *Re Scott* 1948, cité par J.P. Béraudo, *Les trusts anglo saxons et le droit français*, LGDJ, 1992, p. 17.

²⁵² R. David, C. Jouffret-Spinosi et M. Goré, *Les grands systèmes de droit contemporains*, Dalloz, 12^{ème} éd., 2002, n° 309 ; P. Lepaule, *Traité théorique et pratique des trusts en droit interne, en droit fiscal et en droit international*, éd. Rousseau, 1932, p. 31 ; J.-P. Béraudo, *op. cit.*, p. 17.

²⁵³ En droit anglo-américain, on parle d'*insolvency* ou *bankruptcy remoteness guarantee*, par référence à la limite qu'elle constitue pour le droit de gage générale des créanciers.

²⁵⁴ R. David, C. Jauffret-Spinosi et M. Goré, *op. cit.*, n° 258.

²⁵⁵ F. Barrière, art. précit., p. 31, citant B. Mc Farlane, *The structure of property law*, Hart Publishing, 2008, p. 580.

²⁵⁶ R.-J. Pothier, *Oeuvres*, T. IX, Paris, 1847, p. 101 ; Ch. Demolombe, *Cours de code Napoléon*, Titre. IX, 2^{ème} éd., Durand et Pédone-Lauriel, 1861, n° 33, 332.

²⁵⁷ M.-F. Papandréou-Deterville, *Droit anglais des biens*, thèse Strasbourg, 1996, LGDJ, 2004, n° 60, p. 49.

De l'autre côté de la Manche, la doctrine britannique, non unanime au demeurant²⁵⁸, ne voit pas non plus dans le *trust certificates* un titre qui confère à son détenteur un droit de propriété au profit du bénéficiaire, au sens d'un *jus in re* sur les actifs mis en *trust*, mais d'un droit dans les droits du *trustee*²⁵⁹. La jurisprudence anglaise et européenne conforte cette thèse²⁶⁰. Elle considère que même si le *trustee* n'a le droit d'user des biens mis en *trust*, que dans l'intérêt du bénéficiaire²⁶¹, ce n'est pas pour autant que ce dernier sera considéré comme le propriétaire légal du *trust*, mais propriétaire en *equity*²⁶².

Le morcellement de la propriété en avantages (« *interests* ») répartis entre plusieurs personnes sur la même propriété mise en *trust* entraîne une nette distinction entre propriété légale et propriété économique (*beneficial/equitable ownership*). Notion issue du droit anglo-saxon, la propriété économique n'a pas pour équivalent le démembrement de la propriété en droit français entre nu-propriétaire et usufruitier²⁶³. Le fait est que les biens mis en *trust* ne sont ni la propriété du bénéficiaire ni celle du *trustee* et encore moins ceux du *settlor* (constituant) : ils ne sont la propriété de personne²⁶⁴. Cette théorie se trouve aux antipodes de la théorie de l'universalité ou de l'unicité du patrimoine que prône le droit français.

Comparaison du *trust* avec la fiducie. Bien que souvent utilisée à titre de sûreté dans l'intérêt du constituant²⁶⁵, la fiducie définie à l'article 2011 du code civil²⁶⁶ n'est pas l'équivalent français du *trust* anglais. Il s'agit d'un contrat en vertu duquel la

²⁵⁸ *Contra* : J.W. Salmond, *Jurisprudence*, Sweet & Maxwell, London, 11^{ème} éd., 1957, p. 284 ; D.W.M. Waters, *The constructive trust*, Univ. of London, éd. Athlone Press, 1964, pp. 274 et 275 ; cités par M.-F. Papandréou-Deterville, *op. cit.*, n° 956, p. 703.

²⁵⁹ J.B. Ames, "Purchase for value without notice", 1887-88, vol I, n° 1, *Harvard Law Review*, 1-16, p. 9 et 106 ; F.W. Maitland, *Equity*, Cambridge Univ. Press, 1936, réimp. 1969, p. 47 ; D.W.M. Waters, "The nature of the trust beneficiary interest", 45 *Cam. Bar Rev.* 1967, 219, p. 280 ; cités par F. Barrière, *ibid.* ; S. Wilson, *Todd & Wilson's Textbooks on trust*, éd. Oxford University Press, 2009, p. 19.

²⁶⁰ A l'exception de l'affaire *Baker c/ Archer-Shee*, 26 juill. 1927, où le *House of Lords* a considéré le bénéficiaire des *trust certificates*, propriétaire de l'actif mis en *trust* pour des raisons fiscales ; *Affaire G.L. Webb c/ L.D. Webb*, CJCE, Plén., 17 mai 1994.

²⁶¹ F. Barrière, art. précit., p. 31.

²⁶² M.-F. Papandréou-Deterville, *op. cit.*, n° 562, p. 783.

²⁶³ P. Le Cannu, Th. Granier et R. Routier, *Instruments de paiement et de crédit, titrisation*, Dalloz 2010, n° 605, p. 473.

²⁶⁴ D. Gutmann, « *Trust* », in, *Ingénierie financière fiscale et juridique*, *op. cit.*, n° 313.22, p. 1041.

²⁶⁵ R. Libchaber, « Les aspects civils de la fiducie dans la loi du 19 février 2007 », *Défrénois*, n° 15-16, 2007, vol. 1, n° 38631, pt. 16.

²⁶⁶ C. civ., art. 2011 : « L'opération par laquelle un ou plusieurs constituants transfèrent des biens, des droits ou des sûretés, ou un ensemble de biens, de droits ou de sûretés présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires, qui les tenant séparés de leur patrimoine propre, agissent dans un but déterminé au profit d'un ou plusieurs bénéficiaires ».

propriété d'un actif est transférée²⁶⁷ dans un patrimoine d'affectation tenu par une personne dite le fiduciaire, dans le but de garantir une créance, à charge pour ce dernier de la lui restituer lorsque la garantie n'a plus lieu de jouer²⁶⁸.

Afin de préparer le terrain légal à l'émission de *sukuk* en France, un maladroit rapprochement a été opéré entre la fiducie et le *trust*. En effet, l'article n° 16 de la loi n° 2009-1 255 tendant à favoriser l'accès au crédit aux PME, avait ajouté un nouvel alinéa à l'article 2011 du Code civil relatif à la fiducie, permettant de juxtaposer simultanément, deux propriétés, une légale au profit du fiduciaire, et l'autre économique pour le compte des bénéficiaires. Un tel dédoublement de propriété étant quelque peu ubiquitaire et contraire à la conception du droit de propriété en droit français pour la plupart des auteurs²⁶⁹, l'article 16 fut censuré par le Conseil Constitutionnel pour absence de lien direct avec l'objet du projet de loi²⁷⁰. Ceci n'est nullement suprenant puisque la séduction de l'investisseur étranger requiert la mise en place d'une réglementation claire et adaptée pour assurer la sécurité juridique²⁷¹.

L'intérêt financier et fiscal du *trust* dans la structuration des opérations de *sukuk*. La mise en *trust* d'un bien le protège contre les poursuites des créanciers du fiduciaire et du constituant, et de ce fait, représente une garantie des émissions obligataires largement répandue²⁷². Elle constitue également un outil d'optimisation fiscale pour les investisseurs quand le siège social de l'émetteur-*trustee* se trouve dans un pays dont la fiscalité est réduite. L'établissement des structures émettrices des *sukuk* dans des paradis fiscaux tels que Luxembourg, les îles les Cayman, les îles de Jersey, les îles de Labuan (Malaisie) et au Bahreïn, pour accueillir l'actif en *trust*²⁷³ n'est qu'un mimisme des pratiques propres aux émissions obligataires de droit conventionnel

²⁶⁷ *Contra* : R. Libchaber, art. précit., vol. 1, n° 38631, pt. 25 et 26 : l'auteur considère que la fiducie n'est pas réellement translatrice de propriété, et ce pour plusieurs raisons. La rédaction ambiguë et neutre de l'article 2011 (le constituant transfère des biens à un bénéficiaire), et l'obligation d'établir une liste précise des pouvoirs d'administration (art. 2018) de ce dernier. Ce qui n'est pas le cas du véritable propriétaire, et le fait que ce soit toujours le constituant qui soit redevable des impôts qui frappent les résultats d'exploitation et les plus-values de cession.

²⁶⁸ C. Witz, *La fiducie en droit privé français*, Economica, 1981, n° 151.

²⁶⁹ L. Aynès et P. Crocq, « La fiducie préservée des audaces du législateur », *D.*, 5 nov. 2009, n° 38, p. 2559 ; B. de Balanda et F. Bourabiat, « Fiducie et finance islamique », *Dr. et patrimoine*, 2010, n° 192, p. 86 ; B. Mallet-Bricout, « Le fiduciaire propriétaire ? », *JCP N*, 2010, 1073, n° 15 et s.

²⁷⁰ Cons. Const., n° 2009-589 DC, *D.* 2009, actu. lég., 2412, obs. A. Lienhard : la censure du Conseil n'a atteint que les articles 14 (sur la responsabilité des experts comptables en matière de blanchiment d'argent) et l'article 16 ; la loi fut partiellement adoptée par la suite.

²⁷¹ D. Robine, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse Paris I, 2000.

²⁷² D. Gutmann, « *Trust* », in, *Ingénierie financière fiscale et juridique*, op. cit., n° 313.13, p. 1040.

²⁷³ *Islamic Finance Qualification*, op. cit., p. 180.

anglais²⁷⁴. Les intérêts financiers sont le dénominateur commun de tous les investisseurs, quelle que soit leur religion.

§2. La préservation du caractère islamique du droit de propriété des titulaires : le principe de partage des pertes et des profits et le principe l'interdiction de garantir le capital et les revenus

Droit contractuel versus droit financier. Le droit financier français a initialement été élaboré pour gouverner les pratiques et des usages de marché avant de les codifier²⁷⁵. Le droit des *sukuk* n'a pas suivi le même cheminement. Dans le cadre de leur pouvoir d'édiction des règles *chari'atiques* relatives aux *sukuk*, les juristes de l'AAOIFI et l'IFSB ont fait application des règles du droit commun des contrats, moyennant quelques adaptations théologiquement élaborées au regard des finalités de la loi religieuse (*Maqâssid al Chari'a*). Le fait est que, sauf texte prohibitif exprès, toute nouvelle mesure prise pour répondre aux nouvelles exigences des populations aux évolutions économiques et sociales, est « bonne » (*maslaha*)²⁷⁶ tant qu'elle préserve les finalités de la *Chari'a* au moins dans l'une de ses cinq composantes²⁷⁷. Nous comprenons ainsi la raison *chari'atique* derrière le caractère quelque peu binaire de l'ensemble des normes régissant les *sukuk* modernes : les principes du droit des contrats et leurs exceptions.

Contrat versus marché. Même si certaines règles relatives aux contrats synallagmatiques ne leur sont pas applicables en droit financier français²⁷⁸, les liens contractuels entre souscripteurs et émetteur sont amorcés par la publication du prospectus et d'un document d'information remis aux investisseurs, qui constitue une

²⁷⁴ R. Wall, *Structured finance and securitisation, Global Guide 2016/2017*, n° 5. L'auteur insiste sur l'opportunité du recours à un véhicule *ad hoc* (SPV), souvent sise dans les paradis fiscaux (sans les qualifier de la sorte), dont l'Irlande, les Iles Caïmans, les Iles de Jersey, les Pays-Bas et le Luxembourg : *inter aliae*, rapidité de la création de la SPV, absence de textes légaux ou réglementaires imposant à la SPV d'avoir un capital social minimum, fiscalité minimaliste de l'émetteur et de ses biens, et les règles applicables en cas de faillite. Article disponible sur www.global.practicallaw.com/securitisation-guide

²⁷⁵ A.-C. Müller, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, thèse Paris II, Economica, 2007, n° 1, pp. 2 et 3.

²⁷⁶ Le terme *maslaha* est défini aujourd'hui dans tous les dictionnaires de langue arabe par « intérêt » dans une action précise ou à obtenir une faveur. Les lexiques juridiques du *fiqh* islamique, précisent que le terme *maslaha* découle du terme « *sâleh* » ou bon, à préserver les finalités du droit musulman (*maqâssed al Chari'a*), Al Ghazâli, *op. cit.*, vol II, p. 482.

²⁷⁷ Al Ghazâli, *op. cit.*, vol. II, pp. 481 et 482. Rappelons que les cinq composantes sont la religion, la personne, l'esprit, la descendance et les biens.

²⁷⁸ A.-C. Müller, *op. cit.*, n° 23 et 24, pp. 23 à 25.

offre au public de titres²⁷⁹. La souscription vaut acceptation, et forme le contrat qui liera conventionnellement ces deux parties. Et c'est également le cas pour les *sukuk*²⁸⁰.

Si les règles du droit des contrats sont un outil de réalisation de la sécurité juridique et de la protection de l'intérêt général, les normes établies par le droit financier ne visent qu'à assurer le bon fonctionnement du marché et ne s'occupent pas d'équilibre des prestations contractuelles²⁸¹. Le marché devient par ses règles l'instrument de réalisation de l'intérêt général économique²⁸².

Contrats sous-jacents islamiques nommés. Les dispositions de l'article 2 de la norme 17 AAOIFI exigent que les titulaires disposent d'un droit de propriété sur l'actif sous-jacent en vertu d'un « *certificate of ownership of tangible assets* »²⁸³, la teneur de ce droit de propriété dépendant de la nature de l'actif sous-jacent. En effet, le *sakk* récupère tous les effets juridiques du contrat translatif de l'actif qui le soutient²⁸⁴. Cet actif peut être un bien immeuble ou meuble, ou un droit et il est transmis entre les mains de l'émetteur par un contrat de vente/acquisition musulman classique. Par conséquent, la teneur du droit de « propriété » dont devrait jouir le titulaire du *sakk* sur l'actif sous-jacent dépend de la structuration ciblée par l'opération à partir des quatorze types prévus au standard 17 AAOIFI.

²⁷⁹ C. monét. fin., art. L. 411-1 : « Il est interdit aux personnes ou entités n'y ayant pas été autorisées par la loi de procéder à une offre au public, au sens du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017, de titres financiers ou de parts sociales, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres ou parts sociales émis. Il leur est interdit, à peine des mêmes nullités, d'émettre des titres négociables.

Il est également interdit à toute personne ou entité de procéder à une offre au public portant sur les titres financiers ou sur les parts sociales émis par une autre personne ou entité n'ayant pas elle-même été autorisée par la loi à faire une offre au public de ses titres financiers ou de ses parts sociales, à peine de nullité des contrats conclus. L'offre au public de titres financiers est constituée par l'une des opérations suivantes :

1. Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ;
2. Un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers ».

²⁸⁰ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/7 : « *The issuance of the prospectus represents the issuer's invitation to subscription in which are the act of subscription represents an offer. As for acceptance, it is issuer's approval of the subscription, unless it is expressly stated in the prospectus that it is an offer. In this case, the prospectus will be considered as an offer and the subscription becomes an acceptance* ».

²⁸¹ Y. Guyon, « Droit du marché et droit des obligations », colloque, rapport de synthèse, *RTD Com*, 1998, p. 119 ; A.-C. Müller, , *op. cit.*, n° 23 p. 30.

²⁸² M.-A. Frison-Roche, « Droit économique, concentration capitalistique et marché », in *Mélanges en l'honneur de G. Farjat*, éd. Frison-Roche, 1999, p. 397.

²⁸³ AAOIFI, standard 17, art. 2 : « *Investment sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in the ownership of tangible assets, usufruct and services, or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity. (...)* ».

²⁸⁴ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/3 : « *The contract of issue has all the legal effects of the contract upon which the issued certificates are based. (...)* ».

Au vu de ce qui précède, les règles de l'AAOIFI n'imposent pas seulement que le *sakk* soit un titre de « propriété » portant sur un actif productif de revenus. Il doit également être structuré selon la nomenclature dressée aux articles 3 et 5/1 du standard. Quatorze types de contrats nommés conformes à la *Chari'a* y constituent cette liste énumérative²⁸⁵.

L'élaboration théologique par les juriconsultes des règles des *sukuk* sur la base du droit musulman des contrats entraîne ainsi une juxtaposition des effets juridiques du titre lui-même et ceux du contrat sous-jacent.

Le droit des *sukuk* et l'application des règles relatives au *riba* et au *gharar*. Le remplacement conceptuel d'un droit personnel à l'encontre de l'émetteur par un droit de propriété sur un actif tangible aux fins d'émission de titres financiers islamiques, a été opéré grâce au montage contractuel des *sukuk* par juxtaposition de ses contrats principaux. Il a été assorti de trois principes fondamentaux propres au droit des *sukuk* qui garantissent l'absence de *riba* et scellent le caractère *chari'atique* des titres.

Étant considéré propriétaire du sous-jacent, le titulaire de *sukuk* jouit du droit de bénéficiaire des revenus de son bien et d'en assumer les dépens et charges²⁸⁶ à hauteur de sa contribution à l'opération de prêt *sukukaire*. Ce principe de partage des pertes et des profits, et qui doit obligatoirement figurer au prospectus²⁸⁷, rappelle celui qui est applicable en droit des sociétés, en vertu des alinéas 1^{er} et 3^e de l'article 1832²⁸⁸ du code civil français. Il dispose que les associés se mettent en société pour réaliser un profit et s'engagent à assumer collectivement les charges de et les pertes subies par leur société, même en cas de mise en location²⁸⁹.

²⁸⁵ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/1 à 4 et 5/1/6.

²⁸⁶ AAOIFI, standard 17, art. 4/5 : «*The owners of these certificates share the return as stated in the subscription prospectus and bear the losses in proportion to the certificates owned (held) by them*».

²⁸⁷ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/8/6.

²⁸⁸ C. civ., art. 1832 : « La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter. Elle peut être instituée, dans les cas prévus par la loi, par l'acte de volonté d'une seule personne. Les associés s'engagent à contribuer aux pertes ».

²⁸⁹ C. civ., art. 1719 : « Le bailleur est obligé, par la nature du contrat, et sans qu'il soit besoin d'aucune stipulation particulière : 1° De délivrer au preneur la chose louée et, s'il s'agit de son habitation principale, un logement décent. Lorsque des locaux loués à usage d'habitation sont impropres à cet usage, le bailleur ne peut se prévaloir de la nullité du bail ou de sa résiliation pour demander l'expulsion de l'occupant ;

2° D'entretenir cette chose en état de servir à l'usage pour lequel elle a été louée ;

3° D'en faire jouir paisiblement le preneur pendant la durée du bail ;

Le principe de partage des pertes et des profits (*profit and loss sharing*) est un des deux principes fondamentaux sur lequel la finance islamique prétend être basée aux côtés du principe de financement sans *riba*. Lorsque le type de *sukuk* choisi pour l'opération est basé sur un contrat de société, ce principe s'applique. Il met l'emprunteur gestionnaire et les souscripteurs prêteurs représentés par l'émetteur dans une relation de partenariat, où ils se partagent les pertes et les profits issus de la performance de l'actif sous-jacent.

Règles spéciales de renforcement des normes contractuelles en matière de *sukuk*. Cependant, les émetteurs de titres financiers conventionnels ont souvent eu recours aux techniques financières d'atténuation des risques²⁹⁰ afin de garantir le revenu ou la valeur de l'actif en cas de fluctuations économiques défavorables, surtout quand il s'agit de titres dont les revenus sont indexés sur une valeur de marché. En théorie, ces techniques remettent en cause le principe *chari'atique* de partage des pertes et des profits, puisqu'elles limitent, voire exonèrent, le souscripteur de sa responsabilité quant aux charges de sa propriété et le protègent également contre les dépréciations du prix du marché du bien sous-jacent. Par conséquent, une limite juridique *fiqhi* a été élaborée pour interdire à l'émetteur (ou emprunteur ou autre institution) de garantir la valeur nominale des titres ou d'assurer aux souscripteurs un revenu fixe : le principe d'interdiction de garantir le capital et le revenu (principe d'interdiction de garantir le capital et les revenus). Consacré à l'article 5/1/8/7, ce principe précise que le prospectus ne doit contenir aucune stipulation valant garantie par l'émetteur de rembourser le souscripteur, de la valeur nominale du titre ou d'un revenu fixe. Les seules garanties pouvant valablement être offertes par l'émetteur ou l'emprunteur au profit des souscripteurs sont celles qui assurent les pertes occasionnées par sa faute ou sa négligence, qu'elles soient personnelles ou réelles²⁹¹.

4° D'assurer également la permanence et la qualité des plantations ».

²⁹⁰ Le terme « mitigation » des risques » est une expression d'origine anglo-américaine couramment utilisée en finance pour désigner les techniques mises en place pour réduire l'impact des risques pouvant affecter une opération ou un produit.

²⁹¹ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/8/7 : “*The prospectus must not include any statement to the effect that the issuer of the certificate accepts the liability to compensate the owner of the certificate up to the nominal value of the certificate in situations other than torts and negligence nor that he guarantees a fixed percentage of profit. It is however permitted to an independant third party to provide a guarantee free of charge, while taking into account item 7/6 of Sharia standard n° 5 in respect to guarantees. It is also permitted to the issuer of the certificate to offer some tangible or personal guarantees with respect to its wrongful acts or negligence, while taking into account item 3/1/4/3 of Sharia standard n° 12 in respect of Sharika (Mushâraka) and Modern Corporations as well as the contracts stated in that standard*” .

Le principe de partage des pertes et des profits, et son corollaire le principe d'interdiction de garantir le capital et les revenus légitimement ainsi la perception des revenus de sa « propriété » nécessairement faite en contrepartie des risques devant être mis à la charge des investisseurs, et dont les plus importants sont les risques de propriété et de marché liés à l'actif sous-jacent²⁹².

L'article 5/1/8/7 du standard 17 AAOIFI interdit explicitement que les contrats de *sukuk* comportent tout acte juridique pouvant rehausser le crédit avancé au début de l'opération. Toute clause ou prêt stipulés ou conclus pour garantir le capital, le revenu²⁹³ sont proscrits quel que soit le rôle du gestionnaire (agent, associé à part entière, ou associé *mudârib/commanditaire*) dans la structure envisagée. Seul le dédommagement des pertes subies du fait de la faute ou de la négligence de l'émetteur peut être valablement offert, ou la garantie présentée par une tierce personne et sans contrepartie financière.

Ce principe est en réalité un corollaire du principe de partage des pertes et des profits. Il interdit à l'emprunteur gestionnaire de constituer une garantie au profit des souscripteurs leur permettant de récupérer en fin d'opération, ou en cours d'exécution (en cas d'échec de l'opération), la valeur réelle ou nominale des titres (garantie du capital). Ce principe proscrit également que leur soit offerte une quelconque garantie de percevoir la rémunération que le contrat d'émission a déterminée comme « espérée », puisque le flux financier devant être versé aux souscripteurs est sensé découle de l'actif. Idéalement, la rémunération provient des revenus d'exploitation de l'actif (*sukuk al ijâra, sukuk al manfe'a* et les *sukuk* participatifs). Mais elle peut aussi être issue de l'exécution par l'emprunteur de son obligation stipulée au contrat sous-jacent. Cette obligation est soit celle de payer le prix de l'actif (*murâbaha*), ou celle de sa livraison (*salam*).

²⁹² OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 60/11/6, 14-20 mars 1990, 2^{ème} point: “ (...) *The bearers shall be entitled to get a proportionate share in the profit of the project in relation to the proportion of their respective investments*” ; *Islamic Finance Qualification*, op. cit., p. 178.

²⁹³ AAOIFI, standard 17, art 5/1/8/7 : “*The prospectus must not include any statement to the effect that the issuer of the certificate accepts the liability to compensate the owner of the certificate up to the nominal value of the certificate in situations other than torts and negligence, nor that he guarantees a fixed percentage of profit. It is however permitted to an independent third party to provide a guarantee free of charge, while taking into account item 7/6 of Shari'a standard number 5 in respect of guarantees. It is also permitted to the issuer of the certificate to offer some tangible or personal guarantees with respect to wrongful acts or negligence, while taking account item 3/1/4/3 of Shari'a standard number 12 in respect of Sharika (Mushâraka) and modern corporations as well as the contracts stated in that standard*”.

Le rehaussement de crédit obligataire est parfaitement légal en droit français, notamment en vertu de l'article L. 228-77 du code de commerce qui autorise la constitution de sûretés réelles antérieurement ou concomitamment à l'émission²⁹⁴. Mais comme nous l'avons déjà souligné, si le titre de créance trouve sa cause dans la créance collatérale, ses revenus ne sont pas rattachés au flux de celle-ci²⁹⁵, contrairement aux *sukuk*.

Écarts tolérés. Bien que les deux principes de partage des pertes et des profits et de l'interdiction de garantir le capital et les revenus aient été conçus pour assurer la bonne application du principe de représentativité islamique de propriété dans un *sakk*, des brèches y ont été explicitement tolérées et autorisées.

1) Les techniques financières limitatives du principe de partage des pertes et des profits et celui de l'interdiction de garantir le capital et les revenus, et pouvant être appliquées pour tout type de *sukuk*²⁹⁶ :

(i) la mise en place d'un **fonds de réserve des revenus** assure l'égalité des revenus périodiques. Les financiers parlent de lissage des revenus. Il est calculé sur la base d'un taux de profit espéré évalué souvent au taux de valeur de marché de l'actif, souvent le taux LIBOR²⁹⁷ augmenté de quelques points de base²⁹⁸ pour les *sukuk* étrangers, ou le taux de l'indice national pour les *sukuk* domestiques²⁹⁹. Les dispositions du standard 17 AAOIFI acceptent également que le capital et les revenus puissent être garantis par :

(ii) l'assistance d'un **fonds d'assurance islamique (*takâful*)** monnayé par les souscripteurs à partir de leurs propres revenus, ou par simple donation (*tabarru'*) de sommes

²⁹⁴ C. com., art. L. 228-77 : « En cas d'émission d'obligations assorties de sûretés réelles, celles-ci sont constituées par la société antérieurement ou concomitamment à l'émission, pour le compte de la masse des obligataires. L'acceptation résulte du seul fait des souscriptions. Elle rétroagit à la date de l'inscription pour les sûretés pour les sûretés soumises à inscription, et à la date de leur constitution pour les autres sûretés ».

²⁹⁵G. Parléani, « L'actif financier, un concept simple et opérationnel ? », in *Les concepts émergents en droit des affaires*, LGDJ, 2010, p. 359 et s.

²⁹⁶ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/11 : “It is permissible for the issuer or the certificate holders to adopt permissible methods of managing risk, of mitigating fluctuation of distributable profits (profit equalisation reserve such as establishing an Islamic insurance fund with contributions of certificate holders by participating in insurance Takaful by payment of premiums from the income of the shares of sukuk holders or through donation tabarru'ate made by the sukuk holders”.

²⁹⁷ A la suite d'un scandale de manipulation des taux, l'autorité de surveillance des marchés financiers anglais (*Financial Conduct Authority*) a décidé en 2017 la suppression du taux LIBOR à la fin de l'année 2021. Il sera remplacé par le taux dit SONIA (*Sterling Over Night Index Average*).

²⁹⁸ *Islamic Finance Qualification*, op. cit., p. 183. Le taux *ijâra* est indexé au taux de marché (souvent *London interbank offered rate/LIBOR* (taux interbancaires pratiqué à Londres), taux *murâbaha* (LIBOR plus marge).

²⁹⁹ *Sukuk de Saudi International Petrochemical Company*, Juin 2011 ; indice de réf. *Saudi InterBank Offered Rate (SIBOR)*.

non issues de l'opération. La garantie du capital par *takaful*³⁰⁰ ou contrat d'assurance islamique couvre l'insuffisance de revenus issus de l'actif tangible. Le *takâful* consiste en une assistance financière mutuelle par dons effectués par les adhérents pour se couvrir mutuellement contre un sinistre précis et déterminé pouvant les affecter, et collectés dans un fonds unique³⁰¹. Les risques relatifs au capital (risques de marché, risques de contrepartie, etc.) peuvent être couverts, par la mise en place d'un fonds *takâful*, seulement si les contributions sont issues de donations (*tabarru'*) intentionnellement versées par les souscripteurs pour couvrir ces insuffisances financières. Ce mécanisme est tout à fait semblable à celui de la mutuelle qui relève du Code français de la mutualité, où les adhérents sociétaires sont à la fois assureurs et assurés, et où la couverture des risques est solidaire et désintéressée (cotisations) faite dans l'intérêt de ses membres³⁰².

(iii) La douteuse rédaction de l'article 5/1/8/1 impose notamment la désignation de la **partie qui supporte la charge de la perte** « *the party covering the loss* », rendant le principe de partage des pertes et des profits encore plus poreux.

2) Les techniques de sortie de plan d'investissement³⁰³ pour les *sukuk* participatifs : les promesses unilatérales d'achat et de vente. Nonobstant l'entrave qu'elle constitue au principe de partage des pertes et des profits et du principe d'interdiction de garantir le capital et les revenus, la promesse unilatérale d'achat a été autorisée. Elle peut être conclue en vue d'acheter des *sukuk* non souscrits à l'ouverture de l'opération (5/1/8/7 et 5/1/9) peut être fait aussi à leur maturité (5/2/2) au moyen du rachat de l'actif, sous certaines conditions :

(i) les *sukuk* doivent être participatifs ;

(ii) l'engagement doit revêtir la forme de promesse unilatérale (*wa'd*).

Un contrat synallagmatique est en principe à exclure, ce qui écarte aussi, a priori la vente avec option de rachat ou *repurchase agreements*. Les contrats de rachat

³⁰⁰ Plus de détails sur les formes utilisées pour la constitution d'une société *Takâful*, V. *Islamic Financial Services Board, Exposure draft Guiding principles on governance for Takaful operations*, déc. 2008.

³⁰¹ AAOIFI, standard 26 ; IOSCO & IFSB, *Disclosure requirements for Islamic capital markets products*, 2013, p. 111.

³⁰² C. mut., art. L. 111-1.

³⁰³ Terme couramment utilisé par les financiers, mais qui correspond à un contrat assurant le remboursement du capital investi par les souscripteurs.

représentent pour la majorité des écoles jurisprudentielles islamiques, un subterfuge pour contourner l'interdiction du prêt à intérêt, et qui est appelé *Bay al 'ayyina* ³⁰⁴ ;

(iii) conclue obligatoirement à titre gratuit, la promesse unilatérale de rachat ne doit pas avoir de contrepartie financière. Malgré, certaines divergences, la promesse unilatérale est majoritairement³⁰⁵ considérée comme un acte juridique dépourvu de force obligatoire pour le déclarant (*ghayr lazim*), sous réserve d'absence de contre-performance³⁰⁶ ;

(iv) le prix de rachat doit être celui du marché, au moment du rachat. La détermination d'un prix fixé *ab initio* dès la conclusion du contrat est à proscrire (AAOIFI, standard 17, art. 5/2/2)³⁰⁷ et sa déterminabilité par un taux calculé par rapport à la valeur nominale des *sukuk* à écarter. C'est ce qui ressort des dispositions des articles 5/1/8/7, 5/2/2 du standard 17 (*sukuk*) et 3/1/5/7 et 3/1/6/2 du standard 12 relatif aux sociétés (*musharaka*, *mudârabah* et *wakâla*).

À l'exception des structures de *sukuk* renfermant une grande part de dette (*al salam*³⁰⁸, *al murâbaha* après livraison de l'actif, de services), tout souscripteur peut revendre ses *sukuk*, sur le marché secondaire. Pourtant, ce dernier peine à se développer³⁰⁹.

Valeur des principes protecteurs du caractère *chari'atique* du droit de propriété des titulaires d'un *sakk*. L'ensemble de ces règles laisse à penser qu'elles sont obligatoires. Pourtant, les professionnels de la finance islamique s'accordent à constater que « presque tous les *sukuk* » aujourd'hui sont assortis de

³⁰⁴ Notons que *bay' al 'ayyina* ou le rachat du bien même, est une sorte de vente « à réméré islamique », à l'égard de laquelle la position jurisprudentielle des écoles n'était pas unanime. Seule l'école *châfê'ite* l'autorise explicitement. Nous développerons ce point à partir de la page 176.

³⁰⁵ M. Mohamed, H. Yaacob et Sh. Hassan, "The bindingness and enforceability of promise (*wa'd*), analysis from islamic law and legal perspective", *ISRA, research paper* n° 30/2011 p. 13, citant Abou Hanifa, Ibn 'Abidin, Al Qurtubi, Al Shafêi, Ibn Hazm (zhahirite) ; contrairement à Al Ghazâli (mâlikite).

³⁰⁶ *OIC, Fiqh academy*, résol. n° 40-41 (2/5 & 3/5), 10-15 déc. 1988, art. 2 et 3, à propos de promesse unilatérale dans un contrat *murâbaha*.

³⁰⁷ *Mushârah, mudârabah* et *wakâla*. Art. 5/2/2 du standard 17 de l'AAOIFI et confirmé par l'article 2^{ème} de la résol. n° 188 de l'*OIC, Fiqh academy*, 13-18 sept. 2012.

³⁰⁸ AAOIFI, standard 17, art. 5/2/14, souvent structurés pour l'achat de matière première pour un investissement à court terme qui arrive à échéance dès la livraison de l'actif fixée à un an généralement après la date de souscription : M. El Gamal, *op. cit.*, p. 151 et s.

³⁰⁹ M.A.-B.M. Al Amine, *Global Sukuk and islamic securitisation market*, Brill, 2012, p. 80 ; Pour un examen approfondi des barrières au développement du marché secondaire des *sukuk*, V. IIFM, *Annual sukuk report*, 2019, pt 4.2.

promesses unilatérales de rachat dont les clauses obligent le promettant (*lâzim*)³¹⁰. La conclusion de promesse unilatérale de rachat³¹¹, la mise en place d'un fonds de réserve et la couverture de l'opération par assurance islamique ne sont pas les seules techniques qui limitent la portée des principes *chari'atiques* de partage des pertes et des profits ainsi que celui de l'interdiction de garantir le capital et les revenus. Certaines des émissions de *sukuk* comportent des contrats parallèles, comme c'est le cas dans d'un *leasing* parallèle sur des *sukuk* d'usufruit³¹², ou d'un *istisnâ'* parallèle³¹³. Ce parallélisme contractuel est toléré par les dispositions AAOIFI, dès lors que les règles du change (*sarf*) et de vente de la dette par la dette sont respectées³¹⁴. En d'autres termes, le recours aux contrats parallèles est permis s'ils ne consistent pas en un échange de dettes ou de monnaie. Il est également accepté qu'une filiale ou société sœur de l'emprunteur conclut un contrat *salam* parallèle afin de se réappropriier l'actif, dès sa livraison prévue à la maturité des *sukuk*, et ce, à un prix prédéterminé souvent équivalent au capital, augmenté d'une marge³¹⁵.

Soulignons également que les seuls *sukuk* qui comportent dans leur nature une sortie naturelle du plan de financement *sukukaire* sont les *sukuk al manfê'a'* (usufruit), les *sukuk al ijâra en beneficial ownership* ainsi que *sukuk al salam* et *sukuk de services/al khadamâte* puisque leur échéance doit toujours être concomitante au terme de l'usufruit.

Par ailleurs, une rédaction des différents contrats de *sukuk* effectuée dans le respect des règles précitées ne suffit pas à certifier sa licéité aux yeux de la *Chari'a* : une condition de forme s'y ajoute.

³¹⁰ M. Taqi Usmani, *Sukuk and their contemporary application*, 2008, p. 4.

³¹¹ M. Taqi Usmani, *ibid.*, p. 8.

³¹² AAOIFI, standard 17, art. 5/2/11 : "It is permissible to set up a parallel *ijâra* on tangible assets by employing the same description for the usufruct that was provided to the holders of the *sukuk* in cases detailed in items 5/2/8 and 5/2/10 provided the two lease contracts remain independent".

³¹³ AAOIFI, standard 17, art. 5/2/13 : "It is permissible to trade in or redeem *Istisnâ'* certificates of the funds have been converted within the period of the *Istisnâ'*, into assets owned by certificates holders. If the realized funds are immediately paid as a price in a parallel *Istisnâ'* contract of the manufactured is submitted to the ultimate purchaser, then, trading in *Istisnâ'* is subject to rules of disposal of debts".

³¹⁴ AAOIFI, standard 17, art. 5/2/1 : "It is permissible after closing subscription, allotment of *Sukuk* and commencement of activity, to trade in or redeem investment *sukuk* that represent common ownership of tangible assets, usufructs or services. As for trading or redemption prior to the commencement of activity, it is necessary to observe the rules of the contract of *Sarf* (currency exchange) along with the rules for debts (receivables) when liquidation is complete and the assets are receivables or when the assets represented by the *Sukuk* are sold for a deferred price".

³¹⁵ *Islamic Finance Qualification*, *op. cit.*, p. 186.

La validation et le rôle du comité de surveillance *chari'atique*. Le caractère islamique d'une émission de *sukuk* doit être certifié par un label³¹⁶ délivré par un conseil de surveillance *chari'atique* (*Shari'a Supervisory Board*)³¹⁷ interne ou indépendant.

Ces conseils cumulent ainsi les compétences, ce qui soulève de multiples controverses. En effet, la séparation entre le pouvoir d'édicter des règles et d'en contrôler l'application n'est pas observée dans la majorité des opérations financières islamiques, ce qui pose un problème de conflit d'intérêts dans une opération de financement réputée éthique. Il a ainsi été reproché à ces comités, de chercher à arbitrer les intérêts des parties et les impératifs de la loi musulmane (*Chari'a*), ce qui a entraîné une attribution « souvent alambiquée » du label de conformité, et dont ils sont les « premiers bénéficiaires » selon le Professeur Mahmoud El Gamal³¹⁸.

Si l'interventionnisme des comités de surveillance *chari'atique*, notamment dans la formation et l'exécution des contrats de *sukuk*, rappelle en quelque sorte le rôle exercé par l'Autorité des marchés financiers en France³¹⁹ pour contrôler la régularité des produits financiers qui y sont émis et négociés, la fonction des deux autorités diverge sur des points fondamentaux. L'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante, a pour vocation principale de protéger l'épargne et de garantir le bon fonctionnement des marchés financiers³²⁰ dont les comités de surveillance *chari'atique* ne s'occupent pas. Ces derniers peuvent être composés des

³¹⁶ Elaboration de l'avis sous forme de *fatwa*. Une *fatwa* (plur. *fatâwa*) est une décision juridique émanant d'une autorité religieuse musulmane habilitée.

³¹⁷ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/8/4 : “*The prospectus must explicitly mention the obligation to abide by the rules and principles of the Islamic Shari'a and that there is a Sharia Board that approves the procedures of the issues and mobitors the implementation of the project throughout its duration*”.

³¹⁸ M. El Gamal, *op. cit.* pp. 32, 41 et 138.

³¹⁹ L'AMF régule les acteurs et produits de la place financière française. Elle réglemente, autorise, surveille et, lorsque c'est nécessaire, contrôle, enquête et sanctionne. Elle veille également à la bonne information des investisseurs et les accompagne, en cas de besoin, grâce à son dispositif de médiation. <http://www.amf-france.org/L-AMF/Missions-et-competences/Presentation.html>.

³²⁰ C. monét. fin., art. L. 621-1 : « L'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers, les unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement et les actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 du présent code donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé et dans tous autres placements offerts au public. Elle veille également à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers, d'unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement et d'actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 du présent code. Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et international.

Dans l'accomplissement de ses missions, l'Autorité des marchés financiers prend en compte les objectifs de stabilité financière dans l'ensemble de l'Union européenne et de l'Espace économique européen et de mise en œuvre convergente des dispositions nationales et de l'Union européenne en tenant compte des bonnes pratiques et recommandations issues des dispositifs de supervision de l'Union européenne. Elle coopère avec les autorités compétentes des autres Etats.

Elle veille également à ce que les entreprises soumises à son contrôle mettent en œuvre les moyens adaptés pour se conformer aux codes de conduite homologués mentionnés à l'article L. 611-3-1 ».

mêmes juristes qui siègent dans les organismes de standardisation des règles de la *Chari'a* au sein des institutions financières islamiques tels que l'AAOIFI ou l'IFSB, où ils édicteront les normes *chari'atiques* financières et comptables qui devront être pris en compte par les acteurs et intervenants à l'opération. L'indépendance des comités de surveillance *chari'atique* est donc souvent mise à mal. Leur rôle est plutôt similaire à celui d'un avocat qui examine la conformité religieuse d'une opération qui ne fait l'objet d'aucun litige, qui, une fois déclaré, n'engage pas leur responsabilité.

Si l'insuffisance d'experts en finance islamique³²¹ contribue sensiblement à ce conflit d'intérêts³²², certaines organisations financières islamiques tentent d'y remédier³²³. Pourtant, nous pensons que l'industrie de la finance islamique a également besoin d'experts en droit musulman classique, qui puissent examiner les dossiers de financement au regard de la *Chari'a*. Par conséquent, former des experts en opérations financières est nécessaire, mais pas suffisant pour résoudre cette pénurie.

Section II. Les caractéristiques singulières du titre sukukaire

Le *sakk* lui-même est regardé comme un contrat de vente de l'actif générateur de revenus. La vente est islamiquement licite si elle est translatrice de la propriété d'un bien (Sous-section 1) qui se trouve dans le commerce islamique. Or, contrairement aux valeurs mobilières obligataires de droit commun, la créance sur autrui ne peut faire l'objet d'une vente conforme au droit musulman et par conséquent n'est pas titrisable en soi (Sous-section 2).

Sous-section 1. Un titre financier représentatif d'un droit de propriété sur l'actif sous-jacent

Les dispositions de la norme 17 AAOIFI réitèrent que la singularité des *sukuk* réside dans le droit de propriété qu'ils confèrent à leurs porteurs ou

³²¹ A. Jobst, *The Economics of Islamic Finance and Securitization*, IMF Working Paper, 2007. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Economics-of-Islamic-Finance-and-Securitization-20939>.

³²² S. Garas & Ch. Pierce, *The independence of Sharia Supervisory Board in the Islamic Financial Institutions of the GCC countries*, Corporate Board, Research Gate, July 2010, vol. 2, Issue 2, p. 24 (https://www.researchgate.net/publication/286295982_The_independence_of_the_Shari'a_Supervisory_Board_in_the_Islamic_financial_institutions_of_the_GCC_countries).

³²³ ISRA-Thomson Reuters, *Islamic commercial law report*, 2017, p. 37.

titulaires³²⁴. La place supérieure réservée à la propriété dans le droit des *sukuk* n'est que le reflet de sa valeur quasi sacrée dans le système islamique³²⁵ qui la considère comme la récompense légitime de tout travail effectué³²⁶.

Toutefois le droit de propriété exigé par le standard 17 AAOIFI au profit du titulaire d'un *sakk* est entendu *lato sensu* : il dépasse l'acception juridique qui lui est donnée par le droit musulman classique (§1) tout en se distinguant de celui dont jouit l'actionnaire (§2).

§1. Une acception extensive du droit de propriété islamique

Afin de saisir la teneur du droit de propriété du souscripteur d'un *sakk* selon le standard 17 AAOIFI (2), il est indispensable d'examiner d'abord l'acception juridique du droit de propriété (*milkiyya*) en droit musulman classique (1).

1. La milkiyya en droit musulman classique

Évolution. La propriété en droit musulman a vécu de nombreux bouleversements sur le plan conceptuel. Bien que les dictionnaires thématiques arabe-français traduisent le terme *milkiyya* en propriété, l'acception du droit de propriété en Islam ne doit pas être mesurée à l'aune du droit musulman contemporain, et sa comparaison avec l'acception du droit de propriété qui ressort de l'article 544 du Code civil français doit être effectuée avec beaucoup de prudence. Un parallèle entre sa nature et celle des droits réels et droits personnels pourra valablement être établi.

La propriété en droit musulman contemporain. Le terme *milkiyya* aujourd'hui est couramment utilisé dans le monde arabe pour désigner la pleine propriété (*al milkiyya al kâmila*) portant sur une chose (*al 'ayn*). Elle octroie au propriétaire l'ensemble des prérogatives qui sont, tout comme en droit français (articles 544 et 546 du Code civil), le droit d'en user (*jus utendi*), d'en tirer profit (*jus*

³²⁴ AAOIFI, standard 17, art. 2 et 4/2, où le terme *milkiyya* en arabe était traduit dans la version anglaise en *ownership*. Or, nous verrons que le terme *milkiyya* recouvre une notion juridique qui ne se limite pas au droit de propriété au sens de l'article 544 du Code civil français.

³²⁵ M. Al Moubarak, *Nizâm al Islam- Al Iqtissâd*, p. 76.

³²⁶ A.-R. Al Sanhoury, *Al Wassit, op. cit.*, vol. VIII, 1952, p. 480.

fruendi), mais également d'en disposer (*jus abutendi*)³²⁷. Cette similitude des acceptions est l'œuvre de l'influence du droit français sur le droit égyptien, consacrée dans sa première codification³²⁸, et qui a inspiré les droits des autres pays arabomusulmans.

Droits réels et droits personnels. Si la distinction entre droit réel et droit personnel n'existait pas en droit des premières sociétés musulmanes³²⁹, le droit moderne l'a entériné³³⁰ depuis la codification du Code civil ottoman en 1869, puis égyptien en 1949³³¹. Le titulaire d'un droit réel y est considéré avoir un pouvoir direct sur la chose, alors que le droit personnel (*mâl chakhssi*),³³² confère au créancier le droit de réclamer au débiteur de lui donner une chose ou d'effectuer une prestation de service³³³. Cette définition correspond à celle des *jus in re* et du *jus in personam* en droit français³³⁴. Même si la coexistence de plusieurs droits réels portant sur la même chose en même temps est aussi praticable en droit français des biens, seul le titulaire du *jus in re aliena* est propriétaire légal en titre, aussi bien en droit français qu'en droit musulman contemporain qui attribue au droit sur la substance de la chose (*haqq al raqaba*) la qualité de propriété légale.

La propriété en Islam classique. En Islam comme en droit français, le *jus utendi* (*haqq al isti'mâl*) et le *jus fruendi* (*haqq al manfé'a*) forment tous les deux, le droit de jouissance d'une chose par son titulaire. Le *jus utendi* et le *jus fruendi* peuvent aussi être scindés entre droit d'usage et celui de percevoir les fruits³³⁵. Le *jus abutendi* est le droit sur la substance de la chose même (*haqq al tasarrof bil raqaba*). Il est classiquement présenté en Islam comme l'élément de puissance équivalent du

³²⁷ A.-R. Al Sanhourî, *Al Wassit, op. cit.*, vol. VIII, p. 479.

³²⁸ A.-R. Al Sanhourî, *Al Wassit, op. cit.*, vol. VIII, pp. 6 à 9 et 183 et s.

³²⁹ M. El Shakankiri, *La notion du bien dans la philosophie juridique musulmane*, Sirey, Archives de philo. du droit, 1979, p. 67, cité par F. Barrière., art. précit. ; A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq, op. cit.*, vol. I, p. 20.

³³⁰ C. civ. des Emirats Arabes Unis, Livre III ; C. civ. algérien, art. 674 et s. ; C. civ. syrien, art. 92 et s. ; loi n° 19/2001 du Bahreïn, art. 769 et s. ; C. civ. irakien, art. 67 et 69 ; C. civ. jordanien, 1976, art. 67 et s.

³³¹ Ch. Chéhata, « Les survivances musulmanes dans la codification du code civil égyptien », in *Revue internationale de droit comparé*, éd. Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1965, vol. 17, n° 4, p. 843 n° 11 ; Du même auteur, *Essai de théorie générale de l'obligation, op. cit.* n° 268, p. 173.

³³² A.-R. Al Sanhourî, *Al Wassit, op. cit.*, vol. VIII, p. 8.

³³³ A.-R. Al Sanhourî, *Al Wassit, op. cit.*, vol. VIII, pp. 6 et 183.

³³⁴ H. Roland, *Lexique juridique des expressions latines*, Lexis Nexis, 7^{ème} éd., 2016, p. 184 : « *Jus in personam* : droit en vertu duquel un créancier peut exiger du débiteur l'exécution de son engagement quelle qu'en soit la source, contractuelle, quasi-contractuelle, délictuelle, quasi-délictuelle » ; *Jus in re* : droit portant directement sur une chose et conférant à son titulaire des pouvoirs variables selon le droit réel en cause (propriété, usufruit, emphytéose) mais dont le trait commun est d'être opposable à tous.

³³⁵ Abou Hanifa, cité dans Ch. Chéhata, *Essai sur la théorie générale de l'obligation en droit musulman hanafite, op. cit.*, p. 172 et 173.

dominum plenum portant sur la chose en droit romain³³⁶. Il représente la propriété directe sur le bien en tant que tel et non pas un droit sur celui-ci, ce qui correspond à la position classique et actuelle du droit français des biens³³⁷.

Chaque prérogative relative à une chose en est une autre.

L'importance grandissante de la chose (*'ayn*) par rapport à la notion d'obligation (*dayn*) contractuelle³³⁸ en matière de droit musulman des contrats, a entraîné dans son sillage une extension des droits réels portant sur la chose, et une expansion de l'acception du droit de propriété. En effet, le seul fait que chaque prérogative établie sur un bien puisse être cédée séparément, en fait une chose distincte du bien sur lequel elle porte³³⁹. Par conséquent, dès lors qu'il constitue l'objet d'un contrat, un droit réel devient une chose sans porter atteinte à l'unicité de la propriété légale sur la substance de la chose même (*al raqaba*), puisque, seule la cession de cette dernière en tant que chose (*al 'ayn*) confère la propriété légale³⁴⁰, indifféremment de sa nature matérielle ou immatérielle³⁴¹. En somme, le droit réel objectivé devient une autre chose distincte dès lors qu'il est éligible à une cession, de point de vue de la *Chari'a*.

Des droits de « propriété » simultanés.

Al Qarâfi, éminent juriste mâlikite, résume l'acception juridique du droit musulman de propriété. Selon lui, il s'agit d'un pouvoir légal qui porte sur une chose ou ses avantages. Le droit de propriété (*milkiyya*) et le droit de disposer sont ainsi des choses parfaitement distinctes³⁴². L'article 125 du Code civil ottoman³⁴³ définit le terme (*mulk*³⁴⁴) par les choses et les

³³⁶ Ch Chéhata, *Essai sur la théorie générale de l'obligation en droit musulman*, op. cit., n° 268, p. 173.

³³⁷ P.-J. Proudhon, *Théorie de la propriété*, L'Harmattan, coll. les introuvables, 1866 (réimp. 1897), p. 16. L'auteur définit le droit de propriété comme le droit d'abuser de toute chose.

³³⁸ En droit musulman classique les obligations sont au nombre de trois : celles portant sur une chose (*'ayn*) et qui se résument par une obligation de donner (une chose), celles considérées comme une dette (obligation de payer une somme d'argent) et celle d'effectuer une prestation (*'amal*). Ch. Chéhata, *Essai sur la théorie générale de l'obligation en droit musulman*, p. 172 et s.

³³⁹ J. Schacht, op. cit., p. 134 ; Ch. Chéhata, *Essai sur la théorie générale de l'obligation*, n° 270, p. 174.

³⁴⁰ A.-R Al Sanhoury, *Al Wassit*, op. cit., pp. 502.

³⁴¹ J. Schacht op. cit., pp. 134 et 135.

³⁴² Al Qarâfi (mâlikite), op. cit., vol. III, n° 108, p. 364.

³⁴³ *Majallat al ahkâm al 'adliyya* (Majalla), en arabe, éd. *Al Matba'a al adabiyya*, Beyrouth, 1884, et version française traduite par G. Young, Corps de droit ottoman, éd. Clarendon press, Oxford, 1906, vol. VI, art. 125 : « *Mulk* se dit de toute chose dont on peut faire sa propriété, qu'il s'agisse d'un objet ou seulement de ses fruits ».

³⁴⁴ Il est important de souligner que les accentuations des lettres en arabes prennent la forme de voyelles quant elles sont traduites en langue française. Elles sont d'une importance capitale car elles peuvent changer la signification du mot. Toutefois, certaines accentuations ont également muté au fil de l'histoire. Le terme propriété à l'époque de l'élaboration du droit musulman classique se prononçait *milk*, devenu aujourd'hui *mulk*. Il en est de même pour le terme *khiyâr* devenu aujourd'hui *khayâr*. Ajouté à cela, les variations linguistiques pratiquées par les populations non arabophones, telle que la langue turque. Nous comprenons pourquoi le terme *mutaqawwam* que nous développerons à partir de la page 158, est traduit en *mutékavim* dans la Majalla traduite par Georges Young et par d'autres ouvrages en langues européennes, tel que celui de Joseph Schacht, *An introduction to Islamic law*.

utilités dont on a la propriété. En dépit de quelques nuances périphériques, la définition de Qarâfi synthétise le mieux celles données par les juristes des autres écoles jurisprudentielles³⁴⁵ qui ont posé les bases du droit musulman classique. Reprise par Joseph Schacht en 1965³⁴⁶ et confirmée par Chafic Chéhata en 1969³⁴⁷, cette analyse permet de cerner la teneur juridique de *milkiyya*, traduite en propriété, le fait qu'elle soit incomplète (*milkiyya nâqissa*) ou représentative d'une prérogative sur une propriété démembrée, n'ayant aucune incidence de cette définition³⁴⁸. Par conséquent, on est dénommé propriétaire, si l'on dispose d'un droit direct sur une chose ou d'un droit à ses avantages, cumulativement ou alternativement, la coexistence de plusieurs droits dits de « propriété » portant sur la même chose en même temps ne porte pas atteinte à la notion de propriété selon le *fiqh* islamique. Il en résulte que la notion de propriété est plus intimement liée à la notion de droit, ou plus précisément à la notion de titre qui atteste des droits de son titulaire.

Considérant que toute chose (*al 'ayn*) donne à son propriétaire un ensemble de droits, appelés *mâl* ou *houqouq maliyya*³⁴⁹, il est question de droit de propriété islamique dès lors qu'on dispose d'une titularité des avantages d'une chose. La notion d'*al mâl*, qui fonde le droit musulman des contrats³⁵⁰ fonde également le droit des biens. Cependant, l'éligibilité d'un bien aux opérations commerciales en Islam (patrimonialité) suppose sa conformité aux préceptes de la *Chari'a*. Pour ainsi dire, un bien peut être valablement cédé, si sa cession est autorisée. Un bien légalement cessible est un « *mâl mubâh* ». En dépit d'une nuance hanafite qui introduisit la notion de *mâl mutaqawwam*³⁵¹ ou *res in commercio* selon Joseph Schacht³⁵², cette théorie rassemble les écoles jurisprudentielles islamiques, et les lois séculières des pays arabomusulmans la consacrent³⁵³.

³⁴⁵ Ibn 'Abidine (hanafite), *op. cit.* vol. VII, pp. 10 et 11 ; Al Siouti (châfê'ite), *Al Achbâh wal nazhâ-er*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, 1983, Beyrouth, p. 326.

³⁴⁶ J. Schacht, *op. cit.*, p. 136.

³⁴⁷ Ch. Chéhata, *Essai de théorie générale de l'obligation en droit musulman hanafite*, *op. cit.*, n° 268 et 269, p. 173.

³⁴⁸ Ibn Rajab, *Al Qawa'ed al fihiyya*, éd. *Dâr al fikr*, Damas, 1998, règle 86, p. 195 ; Al Siouti, *op. cit.*, p. 326.

³⁴⁹ A.-R. Al Sanhourî, *Al Wassit*, *op. cit.*, vol. VIII, p. 9.

³⁵⁰ H.E. Rayner, *op. cit.*, p. 131.

³⁵¹ A.-R. Al Sanhourî, *Al Wassit*, *op. cit.*, vol. VIII, pp. 6 à 9.

³⁵² J. Schacht, *op. cit.*, p. 136.

³⁵³ Art. 84 du droit civil égyptien, art. 83 du droit civil syrien, art. 61 du droit civil irakien et art. 81 du droit civil libyen. Cette notion est conforme à la théorie générale du droit civil libanais qui ne lui a cependant pas consacré un article précis dans son « code des obligations et des contrats ». Al Sanhourî, *Al Wassit*, *op. cit.*, vol. VIII, pp. 6 à 9.

Par conséquent, le droit de « propriété » tel qu'il ressort des contrats sous-jacents au *sukuk*, pourrait être constitutif d'un *jus in re aliena* sur un bien, comme il pourrait être un droit aux revenus d'exploitation d'une chose (*jus fruendi*), en vertu d'un usufruit par exemple. Ce droit appelé souvent « *property right*³⁵⁴ » en droit américain, ou « *ownership rights* » en droit anglais³⁵⁵, confère au terme *ownership* en anglais³⁵⁶ une signification générique, où le droit est constitué de différents droits de propriété ou « *ownership rights* ». La *milkiyya* en droit musulman classique ne correspond pas nécessairement à la notion de propriété légale de droit français, sauf précision (*legal ownership*), elle renvoie plutôt à celle d'un droit de jouissance, issu d'un véritable droit de pleine propriété sur l'actif tangible, ou d'un droit d'exploitation de celui-ci.

La possession, condition préalable du droit de propriété. Il apparaît donc que la notion de propriété au sens du droit musulman privilégie la possession à la propriété légale puisque l'exercice du droit de jouissance est conditionné par la possession. C'est la raison pour laquelle la propriété (*milkiyya*) et la possession (*al hiyâza, al yadd* ou *al qabd*) en droit musulman classique ont souvent été confondues³⁵⁷.

2. L'acception de la *milkiyya* du titulaire d'un *sakk*

Les dispositions du standard 17 AAOIFI a rattaché le droit de « propriété » des souscripteurs d'un *sakk* à sa conception en droit musulman classique, tout en se permettant quelques largesses.

La propriété outil de légitimation de la perception des revenus financiers. Les dispositions générales de la norme 17 AAOIFI mettent l'accent sur le droit de « propriété » (*milkiyya/ownership*) que représente un *sakk* sur l'actif sous-

³⁵⁴ Ne confondre avec « *right of property* » défini comme étant le restant du droit de propriété après dépossession (*Black's law dictionary*, West publishing & co, 4th éd. 1972, Minnesota, USA), l'équivalent de la nue-propriété en droit français.

³⁵⁵ *Oxford dictionary 1995* : le terme « *ownership* » insiste sur le caractère possessoire de ce droit et le terme « *property* » renvoie à la notion de possession (*ownership*). On est ainsi amené à penser que « *ownership* » et « *property* » portent sur la détention d'un bien, soit à titre précaire (possession pour autrui) ou soit à titre permanent (possession pour soi et donc propriété au sens du droit civil français).

³⁵⁶ *Black's law dictionary*, West publishing & co, 4th éd. 1972, Minnesota, USA: "Collection of rights to use and enjoy property including right to transmit it to others ; the entirety of the powers of use and disposal allowed by law ; it is divided into perfect and imperfect".

³⁵⁷ Ibn Manzhour, *op. cit.*, vol X, p. 492 ; Ibn 'Abbâde, *op. cit.*, vol. VI, pp. 274 et 275.

jaçant³⁵⁸ qui ne saurait être une dette (article 4/1 et 5/1/2). La place sacrée de la propriété en droit musulman légitime la perception des gains et revenus qui en découle et permet à son titulaire de s’immiscer dans la gestion de son actif confiée à autrui, et révoquer son gestionnaire fautif ou négligent³⁵⁹.

La notion de *beneficial ownership*. Dans une résolution de 1990, l’Organisation de la conférence islamique a jugé que les *sukuk* ne transférant que le « *beneficial ownership* » sur le sous-jaçant sont licites aux yeux de la *Chari’a*³⁶⁰. Différente de la pleine propriété (*plena in re potestas*), la notion de *beneficial ownership*, a été traduite par la propriété économique³⁶¹ d’une chose en considération de sa vocation à conférer au bénéficiaire le droit de « recueillir pour lui-même et à titre exclusif la totalité de la substance économique d’une chose », dissociant ainsi sa valeur de son utilité matérielle³⁶². Cette dissociation fut amorcée en France pour la première fois avec la fiducie-sûreté.

Consacrée aujourd’hui par l’ordonnance 2009-104 du 31 janvier 2009 prise³⁶³ en application de la Directive 2005/60/CE³⁶⁴ abrogée et remplacée par la Directive 2015/849/UE³⁶⁵, la notion de propriété économique est utilisée pour caractériser les infractions pénales des affaires. La personne physique qui bénéficie financièrement d’un contrôle, d’une entité ou d’une construction juridique est ainsi

³⁵⁸ AAOIFI, standard 17, art. 2, 4/2 et art. 5/1/8/5 : d’après la rédaction du dernier article, les instances AAOIFI considèrent que les fonds sont convertis en actifs dès leur acquisition, à la suite de la levée des fonds avancés par les souscripteurs.

³⁵⁹ AAOIFI, standard 17, appendix B, « *basis of the Sharia rulings* », 3^{ème} point : “*The basis of the right of the certificate holders to management is that they own the property that their certificates represent, and management is part of ownership*”.

³⁶⁰ OIC, *Fiqh academy*, n° 137 (3/15) résol., 6-11 mars 2004, 7^{ème} point (à propos des *sukuk al ijāra* en *beneficial ownership*); et également résol. n° 6, 1990, v.1, p. 771 (à propos du *beneficial ownership*).

³⁶¹ Ch. Mouly, « Procédures collectives : assainir le régime des sûretés », in *Aspects actuels de droit commercial français*, éd. dédiées à R. Roblot, LGDJ, 1984, n° 34-35 p. 550 : à propos de fiducie-sûretés vue comme une dissociation entre la propriété de la valeur et propriété des avantages ; G. Blanluet, *Essai sur la notion de propriété économique en droit français privé, recherches au confluent du droit fiscal et du droit civil*, thèse Paris I, 1999, n° 1, p. 5 ; Ch. Gijssbers, *Sûretés réelles et droit des biens*, thèse Paris II, Economica, 2016, p. 85 ; F. Barrière, « Propriété fiducie et *sukuk* », *JCP E*, 10 mars 2011, n° 10.

³⁶² Ch. Mouly, *ibid.*

³⁶³ Ordonnance n° 2009-104, 30 janvier 2009, relative à la prévention de l’utilisation du système financier aux fins de blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme, *JORF 0026*, 31 Janvier 2009.

³⁶⁴ Directive eur. (CE) 2005/60/CE, du Parlement européen et du Conseil, 26 octobre 2005, relative à la prévention de l’utilisation du système financier aux fins de blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme, *JOUE*, L 309/15, 25 novembre 2005, abrogée et remplacée par la Directive 2015/849.

³⁶⁵ Directive eur. (UE) 2015/849, du Parlement européen et du Conseil, 20 mai 2015, relative à la prévention de l’utilisation du système financier aux fins de blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 du parlement européen et du conseil et abrogeant la Dir. 2005/60/CE du parlement européen et du conseil et la directive 2006/70/CE de la commission, *JOUE*, L 141/73. L’ordonnance d’application de cette directive n’a pas encore été adoptée.

considérée comme le propriétaire économique du bien ayant servi à commettre des infractions liées au terrorisme ou au blanchiment d'argent³⁶⁶.

La doctrine des pays du *Common Law* estime dans sa majorité que la notion de *beneficial ownership* est centrée sur le droit d'exploitation³⁶⁷, qui se distingue de la notion de propriété légale (*legal ownership*)³⁶⁸. Moins unanime quant à son acception juridique, un courant de la doctrine qualifie le *beneficial owner* de propriétaire effectif (ou *in equity*)³⁶⁹, alors que la jurisprudence lui attribue la titularité d'un simple *jus in personam* à l'encontre du fiduciaire/*trustee*³⁷⁰.

La résolution de l'Organisation de la conférence islamique n'est nulle surprenante, compte tenu de la signification juridique du terme *milkiyya* en droit musulman classique. Un *sakk* dont le sous-jacent transfère un droit de propriété économique/*beneficial ownership* sur l'actif tangible, confère ainsi à son souscripteur un droit aux revenus de l'exploitation de l'actif (*jus in re*) nécessitant sa possession. À notre sens, le droit de propriété du titulaire d'un *sakk* sur l'actif tangible est un droit réel accessoire, puisqu'il ne peut être exercé qu'en fin d'opération.

Le Professeur G. Blanluet a défini la propriété économique comme un droit personnel de jouissance sur la chose donnant à son titulaire un droit exclusif sur la substance économique d'une chose afin d'en user et de jouir voire d'en disposer³⁷¹. La théorie de la propriété d'exploitation qui fonde cette analyse tend à considérer le droit de jouissance comme un bien et le créancier de jouissance comme le titulaire d'une propriété nouvelle³⁷².

Cette conception correspond parfaitement à l'acception de la propriété en droit musulman classique ainsi qu'en droit des *sukuk* qui ressort de la résolution de

³⁶⁶ G. Bègue, *Confidentialité et prévention de la criminalité financière*, Bruylant, 2017, n° 59, p. 47.

³⁶⁷ P. Delmas Saint-Hilaire, *Essai sur la notion juridique d'exploitation en droit privé français*, thèse Bordeaux, 1957, p. 457 et s.

³⁶⁸ C. Brown, « Symposium sur la propriété effective et la loi sur l'impôt sur le revenu canadienne », 2003, *Canadian Tax Foundation magazine*, vol. 51, n° 1, p. 454.

³⁶⁹ P. Delmas Saint-Hilaire, *op. cit.*, p. 457. L'auteur dresse un parallèle entre le courant de la doctrine défenseur de cette théorie et les différentes controverses.

³⁷⁰ A l'exception de considérations fiscales, V. affaire *House of Lords, Baker c/Archer Shee*, 20 juillet 1927, [1927] UKHL 1.

³⁷¹ G. Blanluet, *op. cit.* p. 7 et s.

³⁷² G. Ripert, *Les forces créatrices du droit*, LGDJ, 1955, n° 85, p. 212 ; R. Théry, « De l'utilisation à la propriété des choses », *Etudes Ripert*, t. 2, p. 12 ; G. Blanluet, *op. cit.* p. 7 et s.

l'Académie de droit musulman (*fiqh*) de l'Organisation de la conférence islamique de 1999 précitée. Celle-ci estime que la propriété légale (*legal ownership*) et la propriété économique (*beneficial ownership*) sont quasiment *équivalentes* aux yeux de la *Chari'a*, puisque le propriétaire légal peut se trouver dans la même situation que le propriétaire économique du seul fait d'avoir mis l'actif en location. En résultat, le *beneficial owner* est un possesseur titulaire de l'exclusivité de la substance économique d'un bien

Toutefois, notre définition de la notion de propriété en droit musulman classique et également en droit des *sukuk* tel qu'il ressort de l'article 2 de la norme 17 AAOIFI, demeure insuffisante sans examen détaillé des caractéristiques de chaque structuration d'une part, et la faisabilité de leur application en droit français d'autre part. L'étude de chaque structuration de la liste énumérative établira, on le verra, que son droit de propriété repose fondamentalement sur sa titularité aux revenus, avec ou sans possession, et qu'ils soient issus d'une véritable exploitation ou non de l'actif tangible générateur de revenus.

La notion de propriété/*milkiyya* dans le standard 17 AAOIFI. Nous pouvons conclure que le terme *milkiyya* en *sukuk* renvoie à la notion de propriété en droit musulman classique, et écarte celle établie en droit positif moderne des pays arabo-musulmans. La propriété proclamée pour le détenteur d'un *sakk* rappelle l'*ownership* en droit anglais. Le droit français réserve une place plus sacrée à la signification juridique des termes, vraisemblablement en considération des différentes évolutions historiques qui ont marqué la signification de la propriété. La propriété individuelle ayant eu une connotation sacrée au lendemain de la Révolution française et son incorporation au Code Napoléon, elle jouit aujourd'hui d'une valeur constitutionnelle, et son titulaire protégé par différentes mesures légales et jurisprudentielles contre les éventuels abus ou atteintes surtout lorsque le propriétaire et également possesseur. La propriété du porteur d'un *sakk* est celle du titulaire d'un droit de jouissance de droit français.

Si une action de droit français représente un droit de propriété au profit de son titulaire, un *sakk* pourrait-il valoir une action ?

§2. *Le sakk et l'action*

L'action de droit français. Le législateur français n'a consacré à l'action aucune définition légale ni dans le code de commerce dans le Code monétaire et financier³⁷³. Initialement classées dans la catégorie de biens meubles³⁷⁴, les actions ont rejoint la catégorie des biens incorporels depuis leur dématérialisation instituée par la loi de finances pour 1982. Leur inscription dans un compte-titres tenu par l'émetteur ou un intermédiaire habilité est désormais imposée aux titres financiers émis sur le territoire français et soumis au droit français³⁷⁵.

La loi³⁷⁶ et la jurisprudence³⁷⁷ considèrent que les titulaires de titres de capital détiennent un droit de propriété sur ces comptes, ou tout au moins d'une présomption simple de propriété. *A contrario*, l'alinéa 1^{er} de l'article L. 213-0-1 du Code monétaire et financier limite le droit du titulaire ou porteur d'un titre de créance, à un droit personnel à l'encontre de l'émetteur.

Un droit de propriété sur les titres de capital donne droit d'accès à leurs fruits. L'article 1832 du Code civil français dispose que les associés partagent aussi bien les bénéfices réalisés par la société et distribués sous forme de dividendes, après déduction des charges³⁷⁸. Par ailleurs, le législateur en avait énuméré deux types, les actions et les titres donnant ou pouvant donner accès au capital ou aux droits de vote³⁷⁹,

³⁷³ A. Couret et H. Le Nabasque, *op. cit.*, n° 362, p. 239.

³⁷⁴ C. civ., art. 529, al. 1^{er} : « sont des meubles par la détermination de la loi, les obligations et actions qui ont pour objet des sommes exigibles ou des effets mobiliers, les actions ou intérêts dans les compagnies de finance, de commerce ou d'industrie, encore que des immeubles dépendant de ces entreprises appartiennent aux compagnies. Ces actions ou intérêts sont réputés meubles à l'égard de chaque associé seulement, tant que dure la société ».

³⁷⁵ C. monét. fin., art. L. 211-3, al. 1^{er} : « Les titres financiers émis en territoire français et soumis à la législation française, sont inscrits soit dans un compte titres tenu par l'émetteur ou par l'un des intermédiaires mentionnés au 2° à 7° de l'art. L. 542-1 soit dans le cas prévu au second alinéa de l'article L211-7 dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé » ; C. monét. fin., art. L. 211-4, al. 1^{er} : « Le compte-titres est ouvert au nom d'un ou de plusieurs titulaires, propriétaires des titres financiers qui y sont souscrits ».

³⁷⁶ C. civ., art. 529, précit.

³⁷⁷ Th. Bonneau, « Commentaire de l'ordonnance n°2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers », *JCP E* 2009.1105, n° 12 ; M. Dubertet et D. Mangenet, « Réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 », *D.* 2009, Chron. 448. Les auteurs précisent que le titulaire bénéficie d'un droit de propriété sur ses titres que le teneur de comptes gère et conserve. Il ne s'agit pas d'un droit personnel (de créance) qu'il détient à l'encontre de ce dernier.

³⁷⁸ C. civ., art 1832 : « La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter. Elle peut être instituée, dans les cas prévus par la loi, par l'acte de volonté d'une seule personne. Les associés s'engagent à contribuer aux pertes ».

³⁷⁹ C. monét. fin., art. L. 212-1 A.

avant que l'ordonnance du 8 janvier 2009 ne vienne les ranger dans une sous-catégorie de titres financiers réservée aux titres de capital émis par les sociétés par actions³⁸⁰.

L'action simple, seulement. Si l'action est un titre négociable librement cessible³⁸¹, représentatif des droits (et obligations) d'associés dans une société par actions³⁸² et qui correspond à une fraction du capital social, la valeur nominale du titre ne représente que cette quote-part³⁸³. Malgré la *summa divisio* législative des actions (titres de capital, ou pouvant le devenir) et les deux catégories (doctrinales), à savoir les actions ordinaires (L. 228-7 à L. 228-10 C. com.) et les actions de préférence (L. 228-11 à L. 228-20 C. com.), seules les actions simples seront à l'étude. Le fait est que les actions de préférence sont prohibées en Islam³⁸⁴, car elles sont considérées attentatoires au principe d'égalité entre les titulaires des *sukuk*³⁸⁵ et les actionnaires plus généralement.

Absence de droit de propriété sur les actifs sociaux. Toutefois, le droit de propriété de l'actionnaire ne répond pas en tout point à la conception du droit de propriété au sens de l'article 544 du Code civil, qui combine les prérogatives de jouissance et de disposition³⁸⁶. L'actionnaire peut disposer du titre de capital lui-même,³⁸⁷ mais n'a aucun droit sur les actifs sociaux³⁸⁸, lesquels font partie du patrimoine exclusif de la société, tout comme les fonds propres de la société³⁸⁹.

³⁸⁰ M. Dubertret et D. Mangenet, « Réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 », *D.* 2009, Chron. 448 (sur la réforme « à droit constant » du seul concept des titres sans le droit régissant ceux-ci).

³⁸¹ G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, *op. cit.*, p. 28.

³⁸² A. Couret et H. Le Nabasque, *op. cit.*, p. 239.

³⁸³ C. civ., art. 1843-2 : « Les droits de chaque associé dans le capital social sont proportionnels à ses apports (...) ».

³⁸⁴ AAOIFI, *Standard 21*, art. 2/6, *Financial papers (shares and bonds)* : « *It is not permissible to issue preference shares that have special financial features leading to the granting of priority to these shares at the time of liquidation or the distribution of profits. It is permitted to grant certain shares features related to procedural or administration matters, in addition to the rights attached to ordinary shares, like voting rights* ».

³⁸⁵ AAOIFI, *Standard 17*, art. 2, 3/1 : « *Certificates of equal value (...)* ».

³⁸⁶ C. civ., art. 544 : « La propriété est le droit de jouir et de disposer des choses de la manière la plus absolue, pourvu qu'on n'en fasse pas un usage prohibé par les lois ou les règlements ».

³⁸⁷ A Reygrobellet, « Le droit de propriété du titulaire d'instrument financier dématérialisé », *RTD Com.*, 1999, p. 305 ; J-P. Bouère, Ph. Derouin, J-M. Desaché, A. Duhamel, E. Malinvaud et H. de Vauplane, *Titres & emprunts obligataires*, P. Le Cannu [dir.], Tome 1, Banque éditeur, 1998, n° 61 et s.

³⁸⁸ Y. Guyon, *Droit des affaires*, *Economica* 2001, t. 1, n° 184, pp. 187 et 118 ; H. Le Nabasque, « Les actions sont des droits de créance négociables », *mélanges Guyon*, Dalloz 2003, pp. 389 et 671.

³⁸⁹ Y. Guyon, *Droit des affaires*, *Economica* 2001, t. 1, n° 109, pp. 106 et 107.

Aux termes de l'article 1842 du Code civil, la société jouit d'une personnalité morale propre³⁹⁰ et d'un patrimoine distinct de celui de ses associés, en application du principe de l'autonomie de la personnalité morale des sociétés. Les apports en numéraire ayant constitué le capital social et servi notamment à l'acquisition de biens sociaux relèvent du patrimoine de la société. Même les bénéfices réalisés par la société ne sont pas considérés comme dus *ipso facto* aux actionnaires qui n'y acquièrent un droit de propriété que si une décision collégiale en assemblée générale des associés n'a été prise pour les distribuer, et ceci vaut également pour les dividendes réalisés³⁹¹. Les actionnaires sont ainsi titulaires de droits personnels sur la société³⁹² et d'un droit réel sur le titre et non sur l'actif social. Ils ne pourront faire valoir leur droit de propriété sur leurs quotes-parts respectives placées dans le capital social qu'après avoir cédé leurs actions selon la procédure et dispositions légales ou statutaires à la libre négociabilité³⁹³. Considérés des créanciers de dernier rang de la société³⁹⁴, ils ne sont rémunérés que par versement des dividendes³⁹⁵ qu'après décision favorable de l'assemblée générale des actionnaires³⁹⁶ et ne les remboursera de leur apport libéré qu'après apurement du passif social.

Par conséquent, l'action de droit français ne constitue pas un titre représentatif d'un droit réel sur l'actif social. L'actionnaire dispose d'un droit réel qui ne peut être exercé que sur le titre lui-même assorti d'un droit personnel « spécial » à l'encontre de la société émettrice qui donne droit aux bénéfices réalisés pendant la vie de la société, ainsi qu'au remboursement de valeur des actions, assortie de plus ou moins value.

³⁹⁰ C. civ., art. 1842 : « Les sociétés autres que les sociétés en participation visées au chapitre II jouissent de la personnalité morale à compter de leur immatriculation. Jusqu'à l'immatriculation, les rapports entre les associés sont régis par le contrat de société et par les principes généraux du droit applicables aux contrats et obligations ».

³⁹¹ Y. Guyon, *Droit des affaires*, éd. Economica 2001, t. 1, pt. 109 (à propos de décision de distribution des dividendes).

J. Dromer, *Les droit des actionnaires et la vie de l'entreprise*, *Rev. jurisp. com.*, 1994, 177.

³⁹³ P. Le Cannu et B. Dondero, *op. cit.*, n° 1179, p. 762. L'auteur dresse une liste des considérations à respecter avant de pouvoir céder valablement ses actions : l'immatriculation de la société, libération des titres, l'absence de clauses d'agrément ou clauses de préférence restrictives et l'absence de nantissement sur les titres, et également sous réserve des éventuelles variations de la cote des actions de la société si elle est cotée.

³⁹⁴ Plan Comptable Général, compte n° 109 où les apports en numéraire relèvent du passif social, dont la société doit répondre en dernier rang.

³⁹⁵ A. Couret, H. Le Nabasque, *Droit financier*, précis Dalloz, 2^{ème} éd., 2012, n° 363, p. 240. Les auteurs ont fait référence au Rapport du Groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition, Bruxelles, 10 janv. 2001, p. 3 et s.

³⁹⁶ C. com., art. L. 232-11al. 2: « En outre, l'assemblée générale peut décider la mise en distribution de sommes prélevées sur les réserves dont elle a la disposition. En ce cas, la décision indique expressément les postes de réserve sur lesquels les prélèvements sont effectués. Toutefois, les dividendes sont prélevés par priorité sur le bénéfice distribuable de l'exercice ».

Différences entre *sakk* et action de droit musulman. Nonobstant la représentativité d'un droit de propriété au bénéfice de leurs titulaires, trois raisons principales distinguent le *sakk* de l'action de droit musulman.

D'abord, la souscription aux actions d'une société s'inscrit souvent dans une volonté d'investir pour une durée indéterminée, alors que la maturité des *sukuk* est connue à l'avance. De plus, les fluctuations économiques et les politiques financières de la société affectent le cours des actions de la société, auxquels les *sukuk* ne sont pas exposés. Seules les variations des cours de l'actif qui a servi d'adossement à aux *sukuk*, peuvent influencer sur le produit de l'actif vendu en fin d'opération, si vente est. Enfin, les détenteurs/titulaires de *sukuk* perçoivent, alternativement ou cumulativement, selon la structure choisie, une rémunération périodique issue de l'exploitation d'un actif rentable désigné, ou une autre en fin d'opération. Alors que les actionnaires perçoivent leurs dividendes que si l'assemblée générale des actionnaires décide de l'opportunité de la distribution comparée aux besoins de l'entreprise, les revenus périodiques dans les *sukuk* sont versés à des dates connues à l'avance³⁹⁷. La défaillance de l'émetteur à verser les périodicités aux dates arrêtées au contrat d'émission peut entraîner l'application par les titulaires du plan de clôture anticipée de l'opération, ou d'éventuelles poursuites devant les tribunaux.

Par conséquent, les *sukuk* et les actions ne se voient pas appliquer les mêmes règles, selon les termes de l'alinéa 2^e de l'article 2 du standard AAOIFI qui disposent que « *in this standard, sukuk have been designated as investment sukuk in order to distinguish them from shares and bonds* ».

Notons que les *sukuk* émis au porteur sont aujourd'hui une catégorie en voie d'extinction. Transmissible par voie de tradition, ce type de *sukuk* constitue ainsi un important vecteur de blanchiment d'argent, qui a amené les autorités financières dans certains pays musulmans à imposer aux émetteurs, de convertir les *sukuk* au porteur non échus en *sukuk* nominatifs, et à s'abstenir de toute nouvelle émission dans

³⁹⁷ S. Van Wijnberger et S. Zaheer, "Sukuk defaults : on distress resolution in islamic finance", *University of Amsterdam and Tinbergen Institute*, discussion paper n° 13-087/VI/DSF57, 16 July 2013, n° 4.1, pp. 13 à 18.

l'avenir³⁹⁸. Cette mesure est analogue au dispositif juridique relatif à la dématérialisation obligatoire des actions en France, qui est consacré par la jurisprudence judiciaire³⁹⁹, et constitutionnelle⁴⁰⁰.

Ne pouvant prétendre à être associé au sein de la collectivité émettrice, l'investisseur qui souscrit à un titre financier y compris islamique, ne peut jouir d'un quelconque droit réel sur les actifs de celle-ci : il est comme un créancier ordinaire⁴⁰¹.

Sous-section 2. Un sous-jacent non constitué de dette

Le standard 17 AAOIFI exige que, quelle que soit la structure établie, l'actif tangible des *sukuk* ne doit pas être une créance⁴⁰². Il peut être composé d'un ensemble de biens matériels et immatériels appelés aussi droits intangibles (droits de la propriété intellectuelle par exemple), de dettes et d'argent.

Comparativement aux titres obligataires de droit français, les dettes pures ne peuvent pas à elles seules être islamiquement titrisées pour motif d'interdiction de vente de la dette (*bay' al dayn bil dayn*) (§1). Les *sukuk* donnent ainsi l'impression d'être dissemblables aux obligations (§2) et aux titres hybrides (§3).

§1. Le principe de l'interdiction de la vente de la dette (bay' al dayn)

Source. L'interdiction faite par les dispositions AAOIFI⁴⁰³ de titriser en *sukuk* des actifs constitués de créance, trouve sa source dans le principe d'interdiction vendre la dette par la dette issu d'un discours du Prophète (*Hadith*). Malgré les doutes

³⁹⁸ I. El-Masry, *Journal Daily News Egypt*, « L'autorité de surveillance financière (EFSA) interdit de nouvelles émissions de *sukuk* aux porteurs », 6 mars 2013, <http://www.dailynewsegypt.com/2013/03/06/efsa-warns-of-use-of-sukuk-for-money-laundering/> ; F. Al Dbays, *Journal quotidien Al Hayate*, « Le Ministère de la justice saoudien invite les porteurs à faire inscrire leurs titres sur les comptes de l'émetteur », 12 janv. 2015, <http://www.alhayat.com/Articles/6787298/-بتحديث-تسمح-العدل-الأموال-غسل-من-للحد-الأيام-القديمة-الصكوك>.

³⁹⁹ Cass. com., 4 déc. 2012, *rev. sociétés* 2013, 623, note Dubertet.

⁴⁰⁰ Cons. const., n° 2011-215 QPC, D. 20122, Actu. 280, 27 janv. 2012 ; *Rev. Sociétés* 2012, 693, note Dubertet.

⁴⁰¹ B. Audit, L. d'Avout, *Droit international privé*, LGDJ, 2018, n° 988, p. 816.

⁴⁰² AAOIFI, *Standard 17*, art. 4/2 : "Investment *sukuk* represent a common share in the ownership of the assets made available for investment, whether these are non-monetary assets, usufructs, services or a mixture of all these plus intangible rights, debts and monetary assets. These *sukuk* do not represent a debt owed to the issuer by the certificate holder".

⁴⁰³ AAOIFI, *Standard 17*, art. 5/1/2 : "It is permissible to issue certificates for (to securitize) assets that are tangible assets, usufructs and services by dividing them into equal shares and issuing certificates for their value. As for debts owed as a liability, it is not permissible to securitize them for the purpose of trading".

sur l'authenticité et l'attribution du discours, cette interdiction a été unanimement agréée par les premiers jurisconsultes et consacrée comme principe de droit des contrats⁴⁰⁴.

Délimitation. Il y a une dette dès lors qu'une obligation de payer le prix d'un bien ou de rembourser un prêt est imputable à son titulaire⁴⁰⁵. L'émission de titres obligataires par un organisme de titrisation est une vente de la dette par la dette (*bay' al dayn bil dayn/bay' al kâlê bil kâlê*) interdite en Islam du fait de la cession à terme de sa dette sur autrui par l'émetteur qui n'en sera livré que dans l'avenir⁴⁰⁶.

L'alternative. Le recours au contrat de vente d'un bien (qui n'est pas une créance) est un substitut aux opérations de crédit de droit commun. Il permet d'éviter deux principaux interdits de la finance conventionnelle : le prêt à intérêt et le titre obligataire, respectivement constitutifs de *riba* (l'usure islamique) et de *gharar*⁴⁰⁷ (contrat aléatoire). Notons cependant que la vente du passif différé ou *bay' al dayn* généralement prohibée en Islam a été acceptée par les *fouqhâ* uniquement, si elle est conclue entre les mêmes parties (créancier et débiteur initiaux) et sous réserve de paiement du prix au comptant⁴⁰⁸.

Le sort des actifs mixtes. Les *fouqhâ* de l'AAOIFI n'excluent pas systématiquement les créances de l'ensemble des actifs titrisés en *sukuk* lesquels

⁴⁰⁴ *Bay' al dayn bil dayn / bay' al kalê bil kâlê* : *Hadith* dont le rapporteur n'a pas été formellement et unanimement reconnu par les quatre écoles sunnites comme étant Ibn 'Amr, mais qui en ont toutefois approuvé le contenu par consensus (*ijmâ'*). Citée par Al Marghinâni, *op. cit.*, vol V, pp. 189 et 240 ; Al Châfê'i (châfê'ite), *Al Omm, op. cit.*, vol. IV, pp. 17 et 160 ; Mâlik bin Anass, *op. cit.*, n° 88, p. 674 ; Ibn Qudâma (école hanbalite), *Al Mughni fil charh al kabir*, éd. *Dâr 'âlam al kotob*, Riyadh, impr. 1997, vol. VI, p. 106. W. Al Zuhâili, *Al mu'âmamâte al mâliyya al mo'âssira*, éd. *Dâr al fikr*, Damas, 2002, p. 32.

⁴⁰⁵ W. Al Zuhâili, *Financial transactions in Islamic jurisprudence*, éd. *Dâr al fikr*, Damas, 2003, vol. I, p. 78 et s.

⁴⁰⁶ OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 60/11/6, 1^{er} article : "The bonds which represent an undertaking to pay its amount along with an interest related to its face value or to a predetermined profit are prohibited in Sharia. Their issuance, their purchase and their negotiation are all prohibited because they are interest bearing loans, no matter whether their issuing authority belongs to the private sector or is a public entity related to the State. The change in the nomenclature, such as calling the bonds certificate of investment securities or saving certificates or calling the interest profit or income or service charge or commission has no effect on the aforesaid ruling" ; W. Al Zuhâili, *Al mu'âmalâte al mâliyya al mo'âssira, op. cit.*, p. 224.

⁴⁰⁷ Notamment, A.H. Muslim (châfê'ite), *Al Mousnad al Sahih al mokhtassar min al sunan (Sahih)*, vol. IV, éd. *Dâr al salâm*, Arabie Saoudite, 1999, à propos de la vente au lancée de pierre et la vente aléatoire (*bay' al hassâte wa bay' al gharar*), n° 1513, p. 6 ; A.-B. Al Bayhaqi (châfê'ite), *Al sunan al kobra*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Liban, réimp. 2002, vol. VI, n° 11077, p. 29 ; Al Nassâ-i (hanbalite), *Al mujtaba min al sunan (Al Sunan)*, *Bayt al afkâr al dawliyya*, Riyadh, 1999, à propos de la vente au caillou (*bay' al hassâte*), n° 4518, p. 470. L'interdiction de la vente aléatoire sous toutes ses formes prend sa source dans un *Hadith* du Prophète avait transmis par Abou Hurâira et relaté notamment par Muslim, V. Al Kâsâni, *op. cit.*, vol. V, p. 295.

⁴⁰⁸ W. Al Zuhâili, *Al fiqh al Islami iwa adillatuhu*, éd. *Dâr al fikr* 2002, Damas, vol. V, p. 3405.

peuvent être composés d'actifs tangibles et intangibles⁴⁰⁹. Les *fouqahâ* contemporains ont mis en place un *ratio* de tangibilité en application duquel, la part de l'actif sous-jacent constituée de dettes doit être inférieure à 50 % afin de garantir l'absence d'aléa (*gharar*) constitué par la cession de la dette/de *Bay' al dayn*⁴¹⁰ dans le contrat sous-jacent. Le *ratio* de tangibilité est à notre sens, l'expression contemporaine de la règle musulmane selon laquelle la majorité l'emporte, et qui a été appliquée par toutes les écoles jurisprudentielles islamiques⁴¹¹.

L'interdiction de titriser en *sukuk* les créances pures écarte-t-elle définitivement la ressemblance des *sukuk* avec les valeurs mobilières obligataires ?

§2. *Sukuk et obligations*⁴¹²

Notons préalablement, que les seuls titres de créances qui peuvent valablement être comparés aux *sukuk* sont les obligations, puisqu'elles sont fongibles et émises en lot contrairement aux titres de créance négociables, non fongibles et émis à l'unité, une sorte de catégorie intermédiaire à mi-chemin entre les valeurs mobilières et les effets de commerce⁴¹³.

Établir un parallèle entre *sakk* et obligation s'articule sur trois points fondamentaux : la question de la propriété de l'actif sous-jacent transférée aux souscripteurs, la nature de la rémunération qui en découle, ainsi que la connexité entre le contrat d'émission et le contrat sous-jacent.

La propriété. Aujourd'hui, non seulement les actions, mais les obligations font partie de la catégorie de meubles par détermination de la loi faite par le Code civil⁴¹⁴. Toutefois, l'obligataire ne saurait prétendre à un droit de propriété sur la

⁴⁰⁹ La norme 17 rédigée en arabe traite de *huquq ma'nawiyya* que la version anglaise a traduit en « droits intangibles ». Ils reçoivent le synonyme de « droits incorporels » dans le *Lexique des termes juridiques français-arabe-anglais*, A. Antoine, éd. Hachette, Dalloz, 2010.

⁴¹⁰ M. Taqi Usmani, *Sukuk and their contemporary applications*, art. précit., p. 5.

⁴¹¹ W. Al Zuhâili, *Al Qawâ'id al fihiyya wa tatbiqâtihâ fil mazhab al arba'a*, éd. *Dâr al fikr*, 2007, Damas, vol. I, règle n° 118, p. 601.

⁴¹² C. monét. fin., art. L. 211-2 à 17 et L. 213-5 pour les caractéristiques, et C. com., art. L. 228-1 et s. pour le régime des valeurs mobilières.

⁴¹³ Th. Bonneau, « La diversification des valeurs mobilières : ses implications en droit des sociétés », *RTD Com.*, 1988, n° 99-101, pp. 594 à 597.

⁴¹⁴ C. civ., art. 529 : « Sont meubles par détermination de la loi les obligations et les actions qui ont pour objet des sommes exigibles ou des effets mobiliers, les actions ou intérêts dans les compagnies de finance, de commerce ou d'industrie (...) ».

créance sous-jacente. Selon les dispositions du Code monétaire et financier, son titre ne lui confère qu'un droit de créance sur l'émetteur⁴¹⁵ et d'un droit réel sur son titre. L'obligataire ne saurait acquérir la propriété de la créance sous-jacente. Compte tenu de la teneur juridique du droit de propriété islamique, et la connexion juridique des contrats constitutifs d'un *sakk*, les souscripteurs peuvent prétendre aux utilités économiques de l'actif.

Par conséquent, le caractère a priori non-obligataire du sous-jacent d'un *sakk* écarterait la ressemblance avec les obligations de droit français.

Historique des obligations. Du point de vue de la loi, les obligations et les titres de créances négociables composent, aux côtés des titres participatifs et les titres émis par l'État, la nomenclature des titres de créances énumérés par la loi française⁴¹⁶.

Si les premiers emprunts obligataires en France étaient émis par l'État pour rétablir les déficits publics au moyen de nouveaux emprunts⁴¹⁷, les entreprises privées qui cherchaient des financements alternatifs ou un palliatif à leurs de ressources propres insuffisantes, ont suivi le mouvement⁴¹⁸. Les obligations peuvent être émises par l'emprunteur (*originator*), ou par un organisme de titrisation.

La titrisation est un mécanisme d'emprunt obligataire qui fut créé aux États-Unis en 1929 pour restructurer l'économie américaine après la crise économique que le pays a traversée⁴¹⁹. Facilitée par un contexte d'internationalisation du droit bancaire et de mondialisation des marchés financiers⁴²⁰, la titrisation a été importée en France⁴²¹. Son caractère moins onéreux que le crédit bancaire⁴²² et sa négociabilité consacrée aux articles L. 211-14 et 15⁴²³ du Code monétaire et financier sont à l'origine

⁴¹⁵ C. monét. fin., art. L. 213-1 A al. 1: « Les titres de créance représentent chacun un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de titrisation qui les émet ».

⁴¹⁶ Le chapitre III du titre premier du livre deuxième du code monétaire et financier français.

⁴¹⁷ D. Ohl, *Les sociétés cotées*, Litec, 2^{ème} éd., 2005, pp. 169 et 170.

⁴¹⁸ P. Le Cannu et B. Dondero, *op. cit.*, à propos de l'apport en capital, p. 132 et s.

⁴¹⁹ J.-P. Bertrel, « La trisation », *LPA*, n° 36, 24 mars 1989, p. 12.

⁴²⁰ H. de Vauplane, « Le droit bancaire et la mondialisation des marchés financiers », *Rev. Jurisp. com*, 2001, n° 1, p. 187.

⁴²¹ P. Le Cannu et alii, *Droit commercial, Instruments de paiement et de crédit, titrisation*, précis Dalloz, 8^{ème} éd., 2010, pt. 596, p. 469.

⁴²² P. Le Cannu, *Droit commercial, instruments de paiement et de crédit, titrisation*, Précis Dalloz, 8^{ème} éd., 2010, n° 862 et 863, p. 625 ; Sénat, *Rapport d'information sur l'accès des ménages au crédit en France*, par J. Bourdin, annexe 5, I, B., 16 mars 2006.

⁴²³ C. monét. fin., art. L. 211-14 : « A l'exception des parts de sociétés civiles de placement immobilier mentionnées à l'article L. 214-114 et parts des sociétés d'épargne forestière mentionnées à l'article L. 214-121, les titres financiers sont négociables » ;

de son succès sur le marché de la dette. La caractéristique de la négociabilité rend les titres financiers transmissibles au moyen d'une inscription de compte à compte. L'inscription en compte permet de s'affranchir à la fois de la procédure contraignante d'information imposée aux articles 1323 et 1324 du Code civil⁴²⁴ relatifs à la transmission des créances ainsi que de la règle « nul ne peut transférer à autrui plus de droits qu'il n'en a lui-même »⁴²⁵.

L'intérêt principal de la titrisation réside dans le fait qu'elle entraîne la transformation d'une créance non échue (un prêt), détenue par des agents économiques ou des établissements de crédit, en une créance liquide une fois transférée à une structure habilitée (organisme de titrisation), qui en émettra des parts représentatives dématérialisées dans des titres sur le marché financier⁴²⁶. Les risques inhérents à la créance, dont le risque de crédit et le risque d'assurance⁴²⁷, ainsi que toutes les sûretés rattachées à la créance, sont cédés avec celle-ci à un fonds commun de titrisation constitué pour la seule acquisition de ceux-ci. Ainsi, la cession des créances non échues entraîne leur sortie du bilan de l'emprunteur, et allège ses contraintes en fonds propres. La cession se fait par procédure simplifiée où un bordereau de cession est remis⁴²⁸, en toute confidentialité. En effet ni le débiteur cédé ni le souscripteur ne sont tenus informés d'un tel transfert de sa créance. De plus, la cession fait barrage aux droits des créanciers de l'emprunteur cédant, mais également celui de l'organisme de titrisation en déconfiture (*bankruptcy remotness*) dans certaines limites⁴²⁹. Cependant, les accords

Art. L. 211-15 du même code : « Les titres financiers se transmettent par virement de compte à compte ou par inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé mentionné à l'article L. 211-3 ».

⁴²⁴ C. civ., art. 1323 : « Entre les parties, le transfert de la créance s'opère à la date de l'acte.

Il est opposable aux tiers dès ce moment. En cas de contestation, la preuve de la date de la cession incombe au cessionnaire, qui peut la rapporter par tout moyen.

Toutefois, le transfert d'une créance future n'a lieu qu'au jour de sa naissance, tant entre les parties que vis-à-vis des tiers » ;

Art. 1324 : « La cession n'est opposable au débiteur, s'il n'y a déjà consenti, que si elle lui a été notifiée ou s'il en a pris acte.

Le débiteur peut opposer au cessionnaire les exceptions inhérentes à la dette, telles que la nullité, l'exception d'inexécution, la résolution ou la compensation des dettes connexes. Il peut également opposer les exceptions nées de ses rapports avec le cédant avant que la cession lui soit devenue opposable, telles que l'octroi d'un terme, la remise de dette ou la compensation de dettes non connexes.

Le cédant et le cessionnaire sont solidairement tenus de tous les frais supplémentaires occasionnés par la cession dont le débiteur n'a pas à faire l'avance. Sauf clause contraire, la charge de ces frais incombe au cessionnaire ».

⁴²⁵ Th. Bonneau et alii, *op. cit.*, n° 826, p. 513.

⁴²⁶ G. Cornu, *Vocabulaire juridique, op. cit.*, p 1029.

⁴²⁷ C. monét. fin., art. L. 214-168-I : « Les organismes de titrisation ont pour objet, d'une part, d'être exposés aux risques, y compris les risques d'assurance, mentionnés à l'article L. 214-175-1 et, d'autre part, d'en assurer en totalité le financement ou la couverture, dans les conditions prévues par cet article ».

⁴²⁸ Sénat, *Rapport d'information sur l'accès des ménages au crédit en France*, par J. Bourdin, annexe 5, I, B., 16 mars 2006.

⁴²⁹ C. monét. fin., art. L. 214-175, exclut l'ensemble des organismes de financement du champ d'application des procédures collectives. Un organisme de titrisation est tenu de ses dettes qu'à hauteur de son actif, et selon le rang de ses créanciers, et ne se voit pas appliquer les dispositions relatives à la nullité de la période suspecte. Les organismes de financement (O.F.) sont une catégorie nouvelle d'organismes de placement qui se compose des organismes de titrisation d'une part et des organismes de financement spécialisé d'autre part. Elle fût introduite par la loi Sapin II du 9 décembre 2016 et l'ordonnance du 4 octobre 2017.

de Bâle III ont prévu l'introduction de règles supplémentaires, afin de limiter l'aléa moral engendré par cette asymétrie d'information, et renforcer le pouvoir de contrôle des agences de notation⁴³⁰.

Qu'elle ait été émise par mécanisme de titrisation ou non, l'obligation n'a pour sous-jacent qu'une créance, et c'est précisément un point de discordance fondamentale avec les préceptes de la *Chari'a*.

Exigences des autorités islamiques quant à la nature du sous-jacent. La résolution 60/11/6 de l'Académie de droit musulman de l'Organisation de la co, autorise l'émission et la circulation des obligations/*bonds* sous réserve de sous-jacent qui n'est pas constitué de dettes⁴³¹ ce qui garantit l'absence de *gharar*⁴³², et d'une rémunération non usuraire (absence de *riba*). Si les juristes musulmans ne sont pas unanimes quant à la définition du contrat aléatoire en Islam (*'aqd al gharar*), celui-ci est communément considéré comme un contrat frappé d'incertitude sur l'obligation d'une partie, ou sur les termes et conditions de la vente⁴³³. Et ces considérations sont clairement reprises dans les dispositions des articles 2 et 4 du standard 17 AAOIFI.

Or, aux termes de l'instruction fiscale de 2012⁴³⁴, les titulaires de *sukuk* détiennent un droit de créance sur l'émetteur, et ne peuvent bénéficier de droits d'associés dans la structure de celui-ci (droit de vote, de boni de liquidation) qu'après conversion de leurs titres en titres de capital. Le régime fiscal des *sukuk* de droit français est donc celui des titres composés.

Les obligations de droit français sont souvent nominatives (art. R. 228-7 du code de commerce), sauf quand elles sont inscrites sur un compte tenu par un intermédiaire financier (établissement de crédit ou entreprise d'investissement) et

⁴³⁰ Poncet et Portait, *op. cit.*, pp. 1003 à 1005.

⁴³¹ OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 60/11/6, 14-20 mars 1990.

⁴³² *Gharar* : thématiquement défini comme l'incertitude/aléa, la spéculation et le risque. Fondement textuel de la prohibition : Sourate de la vache, verset 219 (sur la prohibition du vin et du jeu du hasard/*al maysir*).

⁴³³ N. Saleh, *op. cit.*, p. 62. Plus précisément, un aléa attentatoire à l'équilibre contractuel et procurant un gain injuste pour une prestation incertaine ; N. Comair-Obeid, *op. cit.*, p. 64.

⁴³⁴ Direction générale des finances publiques, *Instruction fiscale*, 12 sept. 2012, précit.

revêtent la forme au porteur R. 211-2 Code monétaire et financier⁴³⁵. Cette situation sera celle des *sukuk*⁴³⁶ lorsqu'ils seront émis en France et lorsqu'au moins une partie des investisseurs aura sa résidence habituelle à l'étranger. Cependant, afin d'éviter que titres financiers au porteur soient transmis par la seule tradition et servir de vecteur de blanchiment d'argent, des mesures nationales ont été prises notamment en Égypte et en Arabie Saoudite pour obliger les émetteurs à convertir les titres au porteur en titres nominatifs et interdire toutes nouvelles émissions de titres au porteur ont été prises⁴³⁷.

La rémunération des souscripteurs. Les obligataires sont rémunérés sur la base d'un taux d'intérêt fixe ou variable prévu dès le lancement de l'opération et précisé au prospectus publié. Or, une rémunération fixée dès le début de l'opération est qualifiée d'usures (*riba*) par les instances normatives islamiques⁴³⁸, et donc interdites. L'illicéité du gain est caractérisée par l'absence d'une prestation effectivement réalisée en contrepartie du profit perçu⁴³⁹, que l'on qualifie en droit musulman (*fiqh*) de *fadl bila 'iwad*⁴⁴⁰. Et en Islam, on ne perçoit un bénéfice que s'il est issu d'une chose, d'un droit ou d'un travail⁴⁴¹. Cette règle qui rappelle, en droit romain, les moyens de transmission de la propriété⁴⁴² rattache la rémunération des souscripteurs à l'actif sous-jacent (lien causal).

Les catégories des valeurs mobilières obligataires. La créance peut être titrisée par l'emprunteur habilité, ou par un organisme de titrisation qui en a acquis (*true sale*⁴⁴³) la pleine propriété (*asset-backed securities*) assortie des risques et

⁴³⁵ Très peu de titres au porteur subsistent aujourd'hui. Ces titres, matérialisés sur un support papier, sont considérés être en voie de disparition. M.-A. Frison-Roche et M. Jockey, « Pourquoi existe-t-il encore des titres au porteur ? », *JCP E*, 1994, I, n° 344.

⁴³⁶ OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 137 (4-6 mars 2004), à propos de *sukuk al ijâra*, art. n° 3.

⁴³⁷F. Âl Dbays, Journal quotidien *Al Hayât*, 12 janv. 2015, à propos du ministère de la justice saoudien invitant les porteurs à faire inscrire leurs titres sur les comptes de l'émetteur ; I. El-Masry, Journal quotidien *Daily news Egypt*, 6 mars 2013, à propos de l'interdiction d'émettre de nouveaux *sukuk* aux porteurs, faite par l'autorité de surveillance financière égyptienne (EFSA).

⁴³⁸ *Riba* : aujourd'hui, le *riba* dépasse les limites de l'usure dans lequel la théorie classique du *riba* le cantonnait. Il s'étend à tout accroissement injustifié de la valeur d'un bien, dont la rémunération par intérêt sur un prêt de somme d'argent. Fondé sur le principe de l'interdiction de l'enrichissement injuste en Islam (*fadl dayn bila 'iwad*), V. A. Abi Haidar, *Les Banques islamiques*, thèse Paris II, 1990, p. 100 ; Fondement de la prohibition : plusieurs Sourates dont les byzantins (n° 30), verset 39, les femmes (n° 4), verset 161, La famille d'Imrân (n° 3), verset 130.

⁴³⁹ L'interdiction du *riba* est à l'origine de certains principes généraux de droit ou « *al qawa'id al kulliyaa fil fiqh* », dont le principe du bénéfice contre charge (ou « *Al Ghunm bil ghurm* »), qui se rattache au principe de la propriété (*milik*), garantie la perception de ses avantages (ou « *al kharâj bil dhâman* »). Tous les deux établissent que la légitimité de la perception d'un gain est fondée sur le travail.

⁴⁴⁰ Al Sarakhssi, *op. cit.*, vol. XII, pp. 110-111.

⁴⁴¹ Ibn Khaldoun, *op. cit.*, vol. II, chap. 5, p. 461.

⁴⁴² J. Gaudemet, *Droit privé romain*, Montchrestien, 2^{ème} éd., 2000, p. 255. L'auteur rappelle que les moyens d'accès à la propriété dans le système juridique romain sont le travail, la force ou l'héritage.

⁴⁴³ *Islamic Financial Service Board (IFSB), Capital Adequacy requirements for sukuk*, January 2009, p. 9.

garanties et sûretés éventuelles. Dans ce contexte, les obligations titrisées sont considérées comme des *off-balance sheet securities* ou des obligations ordinaires dont la créance sous-jacente est sortie du bilan du vendeur (*originator*). Le choix d'émettre ce type de titres obligataires est souvent fait pour des raisons de gestion des risques notamment celui de l'insolvabilité du cédant⁴⁴⁴ (*bankruptcy remotness*). La titrisation peut également avoir lieu sans véritable cession ou sortie du bilan de l'emprunteur, c'est le cas des *on-balance sheet securities* ou la titrisation synthétique. Il est courant que l'émetteur de ce type d'obligations cédées sans dépossession procède à leur sécurisation, en constituant une garantie personnelle au profit des souscripteurs (*covered bonds*, ou obligations sécurisées ou plus génériquement celle d'*asset-based securities*).

Les droits des obligataires et des *sukuk*aires. Afin que l'intérêt de l'emprunt soit le mieux défendu, la loi française impose que les obligataires soient groupés au sein d'une masse⁴⁴⁵ qui est une structure dotée « d'une sorte de personnalité morale sans patrimoine⁴⁴⁶ » et représentée par une ou plusieurs personnes désignées le plus souvent dans le contrat d'émission. La loi garantit aux obligataires leur droit à l'information concernant les réunions de la masse, les feuilles de présence et procès-verbaux et de l'assemblée générale de la masse de souscripteurs⁴⁴⁷. Compte tenu de la structuration générale des *sukuk* issue du standard 17 et les caractéristiques du contrat d'émission, c'est l'émetteur qui représente les souscripteurs et leurs intérêts dans l'opération.

Aux côtés des droits politiques des obligataires se dressent les droits financiers. Ils se composent du (i) droit à la rémunération qui est versée la plupart du temps sous forme d'intérêts périodiques fixes ou variables (pour les obligations à moyen et long termes), et sont exclus pour les obligations à très court terme (*zero bonds* ou *prize bonds*). Le taux est librement fixé par l'émetteur et les règles relatives à la prohibition des taux usuraires ne s'y appliquent pas⁴⁴⁸ ; (ii) du remboursement éventuel

⁴⁴⁴ Poncet et Portait, *op. cit.*, p. 1003 ; *Islamic Finance Qualification, op. cit.*, p. 191.

⁴⁴⁵ C. com., art. L. 228-46 al. 1^{er} : « Les porteurs d'obligations d'une même émission sont groupés de plein droit pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile ».

⁴⁴⁶ F. Barrière, « La masse, cette personne morale sans patrimoine », *Bull. Joly Sociétés*, juillet-août 2009, p. 646.

⁴⁴⁷ C. com., art. L. 228-57 : « L'assemblée générale des obligataires d'une même masse peut être réunie à toute époque ».

⁴⁴⁸ Loi n° 2003-721, 1 août 2003 pour l'initiative économique, *RTD Com.* 2003, p. 786, note D. Legeais ; Rép. Min. n° 1827, *J.O. Sénat*, 2 janvier 2003, p. 43.

du capital à l'échéance, ou par anticipation (si autorisé au contrat d'émission) à la suite du rachat par l'émetteur⁴⁴⁹. Il est utile de préciser que le juge français estime que la garantie du nominal est sans incidence sur la qualification d'obligation⁴⁵⁰. Ainsi, l'existence d'une garantie du capital investi ou du nominal n'est pas une condition de validité d'une obligation de droit français. Toutefois, les dispositions juridiques de la norme 17 interdisent formellement la prédétermination de la rémunération des titulaires que ce soit par montant fixe ou par taux calculé sur sa valeur nominale. La détermination de la rémunération qualifie la vente de prêt à intérêt (*riba*)⁴⁵¹. Sur le plan juridique *fiqhi*, la rémunération des souscripteurs doit dépendre de la performance de l'actif et de la valeur vénale de ce dernier au moment de sa cession finale, et qui sont exposées aux fluctuations économiques qui auront lieu pendant la vie des *sukuk*.

Similitude avec les obligations non sécurisées. Le recours aux clauses « *pari passu*⁴⁵² », et aux clauses « *negative pledge* » est fréquent dans le montage contractuel lié à une émission de *sukuk*, ainsi que dans celui prévu pour les obligations non sécurisées de droit commun, notamment quand elles ont une dimension internationale. L'émetteur s'engage à l'égard des souscripteurs bénéficiaires d'une clause *pari passu*, de s'abstenir de toute émission obligataire ultérieure à des conditions préférables, sans les en faire profiter⁴⁵³. Par la stipulation d'une clause de *negative pledge*, il s'interdit de consentir au profit de tiers, des sûretés sur les actifs titrisés au profit des bénéficiaires de la clause. Comme c'est le cas pour le cautionnement ou autres sûretés accessoires⁴⁵⁴, ces clauses ont pour objectif de garantir le créancier contre le risque d'impayé de sa créance⁴⁵⁵, au moyen d'une neutralisation faite *a priori*, de tout jeu de concurrence avec des créanciers futurs, avec lesquels le débiteur aurait

⁴⁴⁹ C. com., art. L. 228-74 : « les obligations rachetées par la société émettrice, ainsi que les obligations sorties au tirage, sont annulées et ne peuvent être remises en circulation ».

⁴⁵⁰ Cass. 2^{ème} civ., 23 nov. 2017, n° 16-22.620 p., *D.* 2018. 270, note M. Storck et T. Ravel d'Esclapon.

⁴⁵¹ *OIC, Fiqh Academy*, résol. n° 60/11/6, précit.

⁴⁵² *International Islamic Financial Market (IIFM), sukuk report*, 5^{ème} éd., mars 2016, http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report%20%285th%20Edition%29%20A%20Comprehensive%20study%20of%20the%20Global%20Sukuk%20Market_0.pdf.

⁴⁵³ Th. Granier, « Les obligations simples et subordonnées », in *Ingénierie financière fiscale et juridique*, op. cit., n° 120.21, pp. 209 et 210 ; G. Rabu, « La clause *pari-passu* », in *Les principales clauses des contrats d'affaires*, J. Mestre et J.-C. Roda [dir.], Lextenso, 2011, p. 735.

⁴⁵⁴ C. civ., art. 2288 : « Celui qui se rend caution d'une obligation, se soumet envers le créancier à satisfaire à cette obligation, si le débiteur n'y satisfait pas lui-même ». La jurisprudence considère que l'obligation de la caution trouve sa cause dans la créance accordée par le créancier au débiteur principal. Jurisprudence constante depuis Cass. Com., 8 nov. 1972 : *D.* 1973.753, note Ph. Malaurie ; et toujours confirmée sur le terrain de la cause, malgré la nouvelle rédaction de l'art. 1131, Cass. Com., 17 mai 2017, n° 15-15.746.

⁴⁵⁵ Y. Chaput, « Les sûretés négatives », in *Annales Fac. Clérmont*, 1974, fasc. 11, p. 167 ; Rives-Langes et Contamine-Raynaud, *Droit bancaire*, Dalloz, 6^{ème} éd., 1995, n° 352 ; M. Cabrillac et alii, *Droit des sûretés*, Litec, 2015, n° 659.

contracté par la suite. Ces clauses n'ont pas été jugées par les instances islamiques comme attentatoires au principe de partage des pertes et des profits.

Divergence entre les acceptions du droit à la rémunération. Si les obligataires conventionnels et islamiques jouissent à peu près des mêmes droits, ces derniers diffèrent quant à leur nature, tout au moins en apparence. En effet, le Code de commerce et le Code monétaire et financier disposent que les titulaires d'obligations n'ont qu'un droit de créance (droit personnel) à l'encontre de l'émetteur⁴⁵⁶ qui les empêche de s'immiscer dans sa gestion de l'opération⁴⁵⁷. La teneur du droit personnel à la rémunération, se trouve en contradiction avec les dispositions de l'article 2 du standard 17 de l'AAOIFI qui soutiennent et exigent un droit de « propriété » direct sur l'actif sous-jacent au profit du souscripteur d'un *sakk*, ce qui lui permet de s'immiscer dans la gestion de l'actif (Appendix B 3^e point du standard 17).

Peut être pourrions-nous voir dans la théorie de la propriété des souscripteurs aux *sukuk* quelques aspects de la théorie subjectiviste du droit de propriété, soutenue notamment par les Professeurs S. Ginossar ainsi que F. Zenati-Castaing et Th. Revet⁴⁵⁸. Selon ces auteurs, le droit de propriété trouve son essence dans l'exclusivité qu'il procure à son titulaire. Le droit de propriété se résume à la prérogative de pouvoir exclure les autres de son droit. Et ce pouvoir s'exprime par l'opposabilité de ses droits *erga omnes* exercée dans le but d'obtenir la protection juridique contre les atteintes des tiers. Il est ainsi bien concevable qu'une créance relève de la catégorie des droits réels. Cette analyse rejoint de très près la notion de *milkiyya* dont jouit le détenteur d'un *sakk*.

§3. *Les sukuk et les titres composés (hybrides)*

Les titres dits composés ou hybrides sont des produits financiers destinés au financement mezzanine, et qui sont à titre primaire soit des actions soit des obligations.

⁴⁵⁶ Art. L. 213-1-A, précit.

⁴⁵⁷ C. com., art. L. 228-55 : « Les représentants de la masse ne peuvent s'immiscer dans la gestion des affaires sociales ils ont accès aux assemblées générales des actionnaires, mais sans voix délibératives. Ils ont droit d'obtenir communication des documents mis à la disposition des actionnaires dans les mêmes conditions que ceux-ci ».

⁴⁵⁸ Th. Revet et F. Zenati-Castaing, *Les biens*, PUF, 3^{ème} éd., 2008, pp. 266 à 268 ; Les auteurs ont cité S. Ginossar, *Droit réel propriété et créance*, éd. Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1960.

Consacrés aux articles L. 228-91 et suivants du Code de commerce⁴⁵⁹, ils comportent principalement les actions à bons de souscription d'actions (ABSA), les obligations à bons de souscription d'action (OBSA), les obligations remboursables (uniquement) en action (ORA) ainsi que les obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes (OCEANE). Ces dernières sont converties en actions sur décision discrétionnaire du porteur, mais le choix entre actions nouvelles ou existantes en exécution de cette conversion revient à l'émetteur. Les titres composés dont le titre primaire est obligataire peuvent être convertis en action, mais le contraire est interdit et sanctionné par la nullité absolue de la clause qui le stipule.

Dans son instruction fiscale du 12 septembre 2012, l'Administration fiscale française a qualifié les *sukuk* de titres financiers hybrides⁴⁶⁰ dont la rémunération et le cas échéant le capital sont indexés sur la performance d'un ou plusieurs actifs sous-jacents détenus directement ou indirectement par l'émetteur. Le porteur ou titulaire dispose d'un droit de copropriété direct ou indirect sur l'actif. Les *sukuk* seront ainsi fiscalement considérés comme des obligations, jusqu'à leur conversion en action. Cette instruction vise à classer les *sukuk* dans une catégorie de produits financiers afin de lui faire appliquer le traitement fiscal approprié.

Dans sa position de 2008 relative à l'admission des *sukuk* sur un marché réglementé en France⁴⁶¹, l'Autorité des marchés financiers a affirmé que les deux catégories majeures de *sukuk* (*asset-backed* et *asset-based*⁴⁶²) font des *sukuk* des titres qui empruntent tantôt les caractéristiques des actions et tantôt celles des obligations.

⁴⁵⁹ C. com., art. L. 228-91 : « Les sociétés par actions peuvent émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance. Le contrat d'émission peut prévoir que ces valeurs mobilières et les titres de capital ou de créances auxquels ces valeurs mobilières donnent droit ne peuvent être cédés et négociés qu'ensemble. Dans ce cas, si le titre émis à l'origine est un titre de capital, celui-ci ne relève pas d'une catégorie déterminée au sens de l'article L. 225-99. Les titres de capital ne peuvent être convertis ou transformés en valeurs mobilières représentatives d'un droit de créance. Toute clause contraire est réputée non écrite. Les valeurs mobilières émises en application du présent article ne peuvent être regardées comme constitutives d'une promesse d'action pour l'application du second alinéa de l'article L. 228-10 ».

⁴⁶⁰ Direction générale des finances publiques, *Instruction fiscale*, 12 sept. 2012, précit., n° 60 : « Ils ne bénéficient pas des droits reconnus aux associés, notamment ni du droit de vote dans la structure émettrice ou emprunteuse ni du droit au boni de liquidation lors de la liquidation de celle-ci, sauf le cas échéant après conversion de leurs titres ou de leurs prêts en titres de capital ».

⁴⁶¹ Rev. AMF, « Position de l'AMF sur l'admission des *sukuk* à la négociation sur un marché réglementé », précit., pp. 15 et 16.

⁴⁶² Elle a opté pour la classification de l'OICV/IOSCO, « *Analysis of the application of IOSCO objectives and principles of securities regulations for islamic securities products* », Sept. 2008, pp. 13 et 14 (catégorie n° 2), <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD280.pdf> et celle de Moody's, « *Special report on sukuk* », 25 February 2008 et « *The future of sukuk : substance over form ?* », 6 may 2009, p. 2. L'OICV/IOSCO (*International organisation of securities commissions*) a pour mission d'élaborer des standards internationaux permettant d'assurer le bon fonctionnement, la

Pour les raisons que nous avons développées tout le long de ce chapitre, les *sukuk* représentent un droit à l'exclusivité des utilités économiques de l'actif sous-jacent qui n'est pas une créance pure. Ils peuvent être assortis d'une sûreté ou d'une garantie constituée sur l'actif qui doit rester impérativement attaché aux titres jusqu'à la fin de l'opération.

transparence et l'intégrité des marchés financiers et la protection de l'investisseur, <https://www.amf-france.org/L-AMF/Relations-institutionnelles/International/Instances-internationales.html>

Conclusion du Chapitre I

L'émission obligataire est un des moyens de financement de marché le plus pratiqué dans le monde. Qu'il s'agisse d'obligation simple ou obtenue par mécanisme de titrisation des créances, ces titres de droit commun sont prohibés en Islam du fait de l'interdiction de la vente de la dette par la dette (*bay' al dayn bil dayn*). Pour échapper à cet interdit, le contrat de vente d'un bien a été prévu pour sous-tendre tous les types de *sukuk*, et permettre la perception légitime du revenu d'un placement de capitaux. En effet, le droit musulman qualifie d'usure islamique (*riba*) tout avantage ou gain non procuré au moyen d'une chose.

Afin de transférer la propriété de l'actif sous-jacent au des souscripteurs, le contrat de vente de l'actif a été accolé au contrat d'émission de manière à en supprimer les frontières. Toutes les règles applicables aux contrats en général et à la vente plus particulièrement s'appliquent ainsi aux *sukuk*, notamment le caractère translatif de propriété. L'actif est ainsi transmis aux souscripteurs.

La *milkiyya* en droit musulman classique, traduite aujourd'hui en français par le droit de propriété, n'est pas le droit de disposer de la chose, mais seulement le droit de profiter des avantages économiques de celle-ci. Par conséquent, tout contrat de vente doit conférer les utilités d'un bien à l'acquéreur.

Afin de diversifier les types de *sukuk* et multiplier les opportunités d'investissement en *sukuk*, le standard 17 AAOIFI a étendu sa conception de la *milkiyya* au delà de son acception juridique classique. A l'exception des créances tout type de bien dans le commerce islamique peut être titrisé en *sukuk*.

A *contrario*, l'émetteur d'obligations de droit commun acquiert la créance collatérale avec les fonds levés auprès des souscripteurs. Il procède à sa titrisation en titres obligataires qui seront rémunérés par versement d'intérêt dont le taux a été librement fixé par ses soins. Il en va de même pour une obligation émise directement par l'emprunteur. La différence se trouve dans le fait que le contrat sous-jacent est le prêt obligataire conclu avec les souscripteurs. Le lien entre les contrats constitutifs

d'une obligation est causal et leur connexion est partielle. Seulement une partie du flux généré par la créance est versée aux obligataires sous forme d'intérêt calculé par rapport à la valeur nominale du titre. Compte tenu de cette connexion imparfaite, les obligataires n'ont aucun droit de propriété sur la créance sous-jacente. Le législateur français ne leur a attribué qu'un droit de créance à l'encontre de l'émetteur. Dans cette optique, les *sukuk* diffèrent des valeurs obligataires de droit français.

Si l'actif cédé par le contrat sous-jacent donne droit à ses revenus, l'étendue des droits des souscripteurs varie en fonction du type de *sukuk* choisi.

CHAPITRE II. UN DROIT DE PROPRIÉTÉ GÉNÉRIQUE

Le standard 17 AAOIFI énumère dans son article 3 quatorze structurations de *sukuk*. Sa rédaction annonce la liste sous le terme de « parmi lesquels ». Ceci laisse penser qu'il ne s'agit pas d'un *numerus clausus*, mais d'une liste énumérative ouverte⁴⁶³.

Catégorisations. Les tentatives de scinder les types de *sukuk* ont été multiples, elles aboutissaient toujours à deux catégories. Etaient retenus, le caractère participatif, la rigidité de la structure ou encore le critère du risque et du droit de propriété.

Le critère participatif des *sukuk*. Alors que certains auteurs ont sélectionné ce critère pour distinguer les structures des *sukuk*⁴⁶⁴, celui-ci ne suffit pas à établir une différence juridique entre elles. Bien que les *sukuk al mushâraka* soient les seuls types de *sukuk* basés sur un véritable contrat de société sous-jacent⁴⁶⁵, le partage des revenus de l'actif entre l'emprunteur et les souscripteurs représentés par l'émetteur n'affecte pas la nature des droits de ces derniers. Les *sukuk* participatifs ne sont pas des actions⁴⁶⁶. De plus, le contrat de partenariat entre l'émetteur et l'emprunteur est conclu pour organiser l'exploitation de l'actif et la production du flux au profit des soucripteurs. Le caractère participatif n'a pas d'incidence sur les caractéristiques du titre ni les droits des titulaires.

***Sukuk* souples et *sukuk* rigides.** Le critère de la rigidité a été cité par certains professionnels de la finance islamique⁴⁶⁷ à titre d'exemple pour mettre la lumière sur l'exigence d'une symétrie entre le flux financier généré par le sous-jacent et le flux rémunérateur des souscripteurs faite pour certains *sukuk*. En réalité, seuls les *sukuk al mushâraka*⁴⁶⁸ sont exemptés d'une telle condition.

⁴⁶³ AAOIFI, standard 17, art. 3 : "Investment *sukuk* are of different types, and among these are : (...)"

⁴⁶⁴ J. Bertran de Balanda et F. Bourabiat, « Fiducie et finance islamique », *Dr. et patrimoine*, mai 2010, n° 192.

⁴⁶⁵ V. *Infra* p. 104.

⁴⁶⁶ V. *supra*, p. 75.

⁴⁶⁷ *Dubai International Financial Centre & Clifford Chance, sukuk guide book*, 2009, pp. 13 à 19.

⁴⁶⁸ *Ibid.*

Le critère transactionnel de catégorisation des *sukuk*. L'Organisation internationale des commissions de valeurs/*IOSCO*⁴⁶⁹, l'agence de notation Moody's⁴⁷⁰ ainsi que l'Autorité des marchés financiers⁴⁷¹ ont opté pour le critère de la propriété de l'actif (transactionnel), puisqu'il permet d'identifier la partie qui assumera les risques de l'opération dont le risque de propriété, le risque de marché, la défaillance de l'émetteur, etc.

Nous avons opté pour ce critère, mais pour des raisons juridiques. En effet, la nature du droit conféré au souscripteur d'un *sakk* délimite l'étendue de ses prérogatives sur la chose (*jus in re*). La structuration du *sakk* par accolage préservant la perméabilité des frontières entre ses contrats constitutifs⁴⁷² permet, selon le type de *sukuk* ciblé de transférer aux souscripteurs un éventuel droit réel (*jus in re*) sur celui en vertu du contrat sous-jacent, auquel se juxtapose un droit personnel à l'encontre de l'émetteur (*jus in personam*) en vertu du contrat d'émission⁴⁷³. Et la possession de l'actif donne à l'exercice du droit réel sur l'actif toute son efficacité.

Des *asset-backed sukuk* et des *asset-based sukuk*. Contrairement aux *sukuk*, la frontière entre les deux contrats constituant une obligation est presque étanche. L'obligataire n'a qu'un droit personnel à l'encontre de l'émetteur nonobstant la connexité entre les contrats constitutifs du titre exclusivement limitée à la cause du titre, qui réside dans l'existence de la créance collatérale⁴⁷⁴. Au titre des utilités issues de l'actif, les *sukuk* confèrent à leurs souscripteurs soit un droit réel (Section I) soit un droit personnel (Section II), qui sont tous deux juxtaposés au droit personnel qu'ils détiennent à l'encontre de l'émetteur en vertu du contrat d'émission.

⁴⁶⁹ A propos de l'OICV/*IOSCO*, V. *Supra*, note 462.

⁴⁷⁰ Moody's: "Special report on *sukuk*", 25 February 2008, p. 4 ; "The future of *sukuk* : substance over form ?", 6 May 2009, p. 2.

⁴⁷¹ OICV/*IOSCO*, "Analysis of the application of *IOSCO* objectives and principles of securities regulations for Islamic securities products", September 2008, cat. n° 2, pp. 13 & 14 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD280.pdf>

⁴⁷² AAOIFI, Standard 17, art. 5/1/3 : "The contract of issue has all the legal effects of the contract upon which the issued certificates are based. This occurs after the closing of the subscription and the allotment of the certificates". Art. 5/1/5 : "The relationship between the two parties to the issue contract are determined on the basis of the type of contract and its status in the Sharia (...)".

⁴⁷³ Le contrat de souscription étant l'adhésion de l'investisseur au contrat d'émission conclu entre l'émetteur et l'arrangeur, comme c'est le cas pour les titres obligataires de droit français.

⁴⁷⁴ Th. Bonneau et alii, *op. cit.*, n° 828, p. 514 ; H. le Nabasque et A. Reygrobellet, « L'inscription en compte des valeurs mobilières », art. précit., pp. 261 et 262.

Section I. Les sukuk conférant un droit réel ou asset-backed Sukuk

Émetteur possesseur de l'actif. Présentés comme des *asset-backed*, les *sukuk* qui donnent aux souscripteurs un droit réel sur l'actif sous-jacent prévoient surtout le transfert de la possession de l'actif entre les mains de l'émetteur qui le tiendra et l'exploitera pour le compte de la collectivité des souscripteurs.

Contrat sous-jacent exécuté. Or comme nous l'avons déjà démontré, la propriété islamique de l'actif désigne le droit aux utilités économiques de celui-ci, et contrairement aux *asset-based sukuk*, le contrat sous-jacent des *asset-backed sukuk* est un contrat déjà.

Par conséquent, la possession de l'actif des *asset-backed sukuk* est acquise soit à la suite d'un transfert de la pleine propriété (Sous-section 1), soit à titre de propriété démembrée⁴⁷⁵ (Sous-section 2).

Sous-section 1. Les *sukuk* représentatifs d'un droit de pleine propriété sur l'actif sous-jacent

Il n'est question d'acquisition de la pleine propriété de l'actif par l'émetteur pour le compte des souscripteurs que pour les 5 types de *sukuk* suivants : *al ijâra* classique, *al mushâraka*, *al mudâraba*, *al wakâla* et également *sukuk al mughârassa* (spécifique au domaine agricole). Le transfert de propriété est assorti de la mise en possession de l'actif.

Dans ces types de *sukuk*, la pleine propriété de l'actif peut être acquise pour le seul compte des souscripteurs, qui seront rémunérés souvent par sa mise en location (§1). Toutefois, il est fréquent que l'emprunteur s'associe aux souscripteurs (représentés par l'émetteur) dans une société, ce qui lui permettra de partager les fruits de l'exploitation de l'actif loué (§2).

⁴⁷⁵ A.-R. Al Sanhourî, *Al Wassîr*, *op. cit.*, vol. VIII, pp. 9, 479 et 492. L'auteur développe la notion de la propriété incomplète (*milkiyya nâqissa*) en droit contemporain des pays arabes.

§1. Les *sukuk* adossés à la pleine propriété d'un actif loué.

Ijâra et sukuk al ijâra. Outil d'investissement prisé en finance islamique⁴⁷⁶, l'*ijâra* est le louage de biens ou de prestation de service⁴⁷⁷, dont l'objectif est d'en récupérer l'utilité économique.

Dans les *sukuk al ijâra*, le contrat '*ijâra* comparé au droit français, est un contrat translatif d'un droit de jouissance au profit du preneur en contrepartie d'un loyer. Il peut être cédé par le propriétaire ou par l'usufruitier⁴⁷⁸. Il peut valablement être comparé à un crédit-bail de droit français, ou à la cession d'usufruit, ou à un bail commercial. Le contrat *ijâra* n'est pas le contrat du sous-jacent, mais un accord conclu afin d'assurer la rémunération des souscripteurs. Le contrat collatéral des *sukuk al ijâra* est le contrat de vente d'un bien qui fera l'objet d'une cession de droits de jouissance au sens large du terme. Il est courant de dénommer *sukuk al ijâra* ces *sukuk* juridiquement dénommés AAOIFI *sukuk al mawjoudâte al mu-ajjara* par le standard 17 AAOIFI.

Succès. Les *sukuk al ijâra* représentent 40 % du volume global d'émissions de *sukuk* dans le monde⁴⁷⁹. Les titres peuvent avoir pour actif tangible un actif existant au moment de la conclusion des contrats, et loué ou qui sera ultérieurement mis en location. Ainsi l'acquisition de l'actif sera assortie de celle du contrat de bail.

Mécanisme et utilité de la structuration. Les *sukuk al ijâra* sur actif disponible (article 3/1 du standard 17) permettent à un emprunteur qui possède un actif rentable existant dans ses livres comptables (souvent une banque islamique⁴⁸⁰), de le vendre à l'émetteur/SPV qui l'achète, grâce aux fonds levés auprès des souscripteurs. Le prix levé par l'émission des *sukuk* permettra à l'emprunteur d'obtenir le prix liquide

⁴⁷⁶ W. Al Zuhâili, *Al mu'âmamâte al mâliyya al mo'âssira*, op. cit., p. 429.

⁴⁷⁷ W. Al Zuhâili, *Al mu'âmamâte al mâliyya al mo'âssira*, op. cit., p. 424. L'auteur fait référence à Ibn 'Âbidine, qui distingue le louage d'un bien du louage des services, lesquels sont des contrats d'achat des utilités d'une chose ou de l'expertise d'une personne.

⁴⁷⁸ AAOIFI, *Standard 9*, art. 2/1 : "In principle, an Ijarah contract is executed for an asset owned by the lessor or an usufruct owned by the sub-lessor. However, it is for a customer to request an Institution to acquire the asset or to acquire the usufruct of an existing asset which the customer wishes to take on lease".

⁴⁷⁹ M.J.T. Mc Millen, "Contemporary islamic finance", *International Law news*, 2008, n° 38, p. 13.

⁴⁸⁰ *Islamic Finance Qualification*, op. cit. p. 180.

de l'actif, nécessaire à son fonctionnement. À l'instar des obligations dites *off-balance sheet bonds*, ces *sukuk* extraient aussi bien l'actif et ses charges, des bilans de l'emprunteur, lui permettant de diminuer le taux d'endettement de son entreprise et d'augmenter son attractivité financière à l'égard des investisseurs⁴⁸¹.

Or, un actif rentable est utile au fonctionnement d'une entreprise. C'est la raison pour laquelle l'emprunteur, qui est souvent une banque islamique, demeure dans l'opération, mais en qualité de locataire (cas du *lease-back*), dont les loyers versés rémunéreront les souscripteurs. Si la location de l'actif a lieu dans l'avenir du fait de la non-disponibilité de l'actif, le bail sera conclu par anticipation sous l'appellation d'*ijâra al mawsoufa bil dhimma* (*forward lease agreement*). La location par anticipation est autorisée dans les seuls cas de *sukuk al istisnâ'* et *sukuk al ijâra*, probablement du fait de la règle de la majorité⁴⁸² qui tient compte de la continuité du bail après la livraison de l'actif.

Dans la pratique, il est courant que l'emprunteur *sukukaire* soit une banque islamique et l'émetteur des titres une de ses filiales à 100 % spécialement dédiée à cette opération (véhicule *ad hoc/SPV*). Mais rien n'empêche que les *sukuk al ijâra* soient émis par un établissement agréé, pour le compte d'un emprunteur non autorisé à émettre des titres financiers et qui est à la recherche de fonds nécessaires au développement de ses activités, ce qui rappelle du mécanisme de titrisation des créances.

Si l'actif est préalablement loué ou si la conclusion du bail est concomitante à l'opération d'émission des *sukuk*, le montant des loyers étant connu, il est admis que la rémunération des souscripteurs des *sukuk al ijâra* soit déterminée et chiffrée dans le prospectus, dans la limite de la durée légale du bail. Dans le cas contraire, le bail sur l'actif ne doit pas préciser les loyers, sauf par référence aux loyers du marché.

⁴⁸¹ M. El Gamal, *op. cit.*, p. 139.

⁴⁸² أكثر الشيء يقوم مقام الكل

Compte tenu de la rentabilité de l'actif sous-jacent, il est fréquent qu'un acte juridique soit conclu pour permettre à l'emprunteur cédant et preneur au titre du *lease-back* de l'actif de récupérer son bien. L'insertion d'une clause de rachat en fin de bail (*ijâra muntahiya bil tamlik* ou *Ijâra wa iqtinâ-a*⁴⁸³/*financial lease*) soulève de nombreuses controverses compte tenu du cumul des qualités de locataire et de propriétaire sur la tête de l'emprunteur, qui rend illégitime la perception des loyers par le bailleur/souscripteurs⁴⁸⁴. La séparation documentaire entre le bail et l'option de rachat est aussi bien préconisée par l'école chafé'ite (IFSB)⁴⁸⁵ et l'AAOIFI⁴⁸⁶ qu'il s'agisse d'option d'achat insérée au bail ou dans une promesse unilatérale.

Montage contractuel. Ainsi, les *sukuk al ijâra* classiques alignent trois contrats principaux : une vente initiale du sous-jacent suivie d'un bail, puis d'une vente finale. Il est possible pour certains comités de surveillance *chari'atiques* d'accepter que le bail et la vente finale soient joints dans une seule opération (*ijâra muntahiyal bil tamliq/ijâra wa iqtinâ*)⁴⁸⁷. Comparable à une location avec option d'achat en fin de bail⁴⁸⁸ ou un crédit-bail de droit français⁴⁸⁹ qui sont similaires dans leur mécanisme. La première est toutefois réservée aux biens à usage non professionnel, alors que le crédit-bail est réservé au seul usage professionnel du crédit-preneur⁴⁹⁰.

Le cas des *sukuk* souverains. À défaut de désaffectation, un l'actif constituant une parcelle du domaine public de l'État ou d'une collectivité territoriale

⁴⁸³ M. El Gamal, *op. cit.*, p. 100.

⁴⁸⁴ M. El Gamal, *op. cit.*, p. 138.

⁴⁸⁵ *Malaysia Accounting Standard on Leasing*, n° 10.

⁴⁸⁶ AAOIFI, standard 9, art. 8/1 : «*In Ijarah Muntahia Bittamleek, the method of transferring the title in the leased asset to the lessee must be evidenced in a document separate from the Ijarah contract document, using one of following methods :*

a) By means of a promise to sell for a token or other consideration, or by accelerating the payment of the remaining amount of rental, or by paying the market value of the leased property

b) A promise to give it as a gift (for no consideration) ;

c) A promise to give it as a gift, contingent upon the payment of the remaining instalments ;

In all these cases, the separate document evidencing a promise of gift, promise of sale or a promise of gift contingent on a particular event, should be independent of the contract of Ijarah Muntahia Bittamleek and cannot be taken as an integral part of the contract of Ijarah ».

⁴⁸⁷ Sous réserve de séparation des documents. V. AAOIFI, standard 9, art. 8/1, précit.

⁴⁸⁸ Cons. const., art. L. 312-2, mis à jour par l'ordonnance du 14 mars 2016 : « (...), la location-vente et la location avec option d'achat sont assimilées à des opérations de crédit ».

⁴⁸⁹ C. cons., art L. 313-7, 2°) : « Les opérations de crédit-bail mentionnées par la présente sous-section sont : (...) Les opérations par lesquelles une entreprise donne en location des biens immobiliers à usage professionnel, achetés par elle ou construits pour son compte, lorsque ces opérations, quelle que soit leur qualification, permettent aux locataires de devenir propriétaires de tout ou partie des biens loués, au plus tard à l'expiration du bail, soit par cession en exécution d'une promesse unilatérale de vente, soit par acquisition directe ou indirecte des droits de propriété du terrain sur lequel ont été édifiés le ou les immeubles loués, soit par transfert de plein droit de la propriété des constructions édifiées sur le terrain appartenant audit locataire ».

⁴⁹⁰ C. monét. et fin., art. L. 313-7 1°).

ne peut être vendu sous peine de nullité⁴⁹¹. Consacré par l'Édit des Moulins en 1566 et l'article L. 3111-1 du Code général de la propriété des personnes publiques, le principe d'inaliénabilité du domaine public empêche que soit cédée une parcelle d'un bien appartenant au domaine public d'une personne publique, y compris les biens mobiliers. Le titulaire d'une occupation du domaine public (concession, permission) ne saurait prétendre à aucun droit réel sur la parcelle en question, même à titre d'usufruitier ou de preneur emphytéotique. Son droit se cantonne à une possession précaire et révocable sur le domaine public selon les termes du Conseil d'État, dans l'affaire *Chemins de fer d'Orléans*⁴⁹².

Loyers rémunérateurs. Les loyers perçus en vertu du bail conclu sur l'actif sous-jacent aux *sukuk al ijâra*, seront versés aux souscripteurs à titre de fruits civils issus du droit de jouissance des souscripteurs qui découle de leur droit de propriété sur l'actif dont la possession a été confiée à l'émetteur qui a mandaté le gestionnaire de le gérer.

Les charges de la propriété, contrepartie des loyers. L'émetteur acquiert la propriété de l'actif, le gère et le conserve pour le compte des souscripteurs qui en sont les propriétaires. Après déduction des charges et dépréciation de la valeur de l'actif⁴⁹³, le solde de la vente est reversé aux souscripteurs en fin d'opération. Dans le cas d'un *lease-back*, il est fréquent que l'émetteur investisse l'emprunteur-locataire d'un mandat spécial (*agency agreement*) pour effectuer les travaux majeurs, souscrire des contrats d'assurance et s'acquitter des impôts et taxes applicables à l'actif⁴⁹⁴, en son nom et pour son compte. L'emprunteur locataire sera ainsi mandaté par le mandataire pour effectuer une partie de sa mission.

Conditions chari'atiques. La conformité à la *Chari'a*, impose que la structuration des *sukuk al ijâra* respectent les règles du droit musulman de la vente de l'actif tangible ainsi que celles prévues pour le contrat d'émission et qui est

⁴⁹¹ Cass. Civ. 1^{ère}, 2 avr. 1963, *Arrêt Sieur Montagne c/ Réunion des musées de France*, AJDA, 1963, note J. Dufau.

⁴⁹² CE, 25 mai 1906, *Min. du commerce c/Chemins de fer d'Orléans, S.*, 1908.3.65.

⁴⁹³ Le principe de *al ghunm bil ghurm* (le droit au profit est soumis à l'obligation d'assumer les charges/dettes).

⁴⁹⁴ *Islamic Finance Qualification*, op. cit., p. 477.

essentiellement apprécié au regard des règles prohibitives de l'usure islamique. Ces dernières sont issues des dispositions du standard 17 AAOIFI.

Symétrie entre le prix et la rémunération. Les comités de surveillance *chari'atiques* exigent que le volume de l'émission soit égal au prix de l'actif des *sukuk al ijâra* qui reste rattaché à l'opération jusqu'à sa maturité. L'écart entre le prix d'achat et le prix d'émission caractérise un prêt *ribawi* caché derrière une vente à réméré islamique (*bay' al 'ayyina*)⁴⁹⁵. L'exigence de la symétrie des prix a ainsi valu aux *sukuk al ijâra* la réputation de *sukuk* rigides⁴⁹⁶ contrairement aux *sukuk* participatifs. L'origine de cette condition semble dériver de l'article 5/1/5/1 du standard 17 AAOIFI⁴⁹⁷ qui dispose que « les fonds mobilisés par la souscription aux *sukuk* sont le prix d'achat de l'actif. Non explicitée dans les dispositions du standard 17 AAOIFI, la symétrie entre le flux du titre et le prix de l'actif semble laissée à la discrétion du comité de surveillance *chari'atique* statuant sur l'opération⁴⁹⁸.

Le rachat de l'actif. Les dispositions de la norme 17 AAOIFI exigent que la deuxième vente faite à l'issue de l'opération n'ait pas le caractère obligatoire dès le début de l'opération. Elle pourrait résulter soit de deux promesses unilatérales croisées conclues par l'emprunteur et l'émetteur (*wa'ad bil bay'*, ou par une option de rachat à la suite de la vente initiale, mais qui actée dans un document séparé de celle-ci et qui ont été conclues sans contrepartie financière⁴⁹⁹. En faire autrement reviendrait à vendre la dette par la dette (*bay' al kâlê bil kâlê*), puisqu'un

⁴⁹⁵ *Al Fatâwa al Hindiyya ou Al Fatâwa al Amguiri* (consorts d'auteurs indiens), cité par M. Ayub, *Understanding islamic finance*, éd. Wiley, 2007, p. 148 : sauf si la personne qui paie une somme d'argent en contrepartie de l'acquisition temporaire du bien, ne perçoit pas à la fin de l'opération, un accroissement du prix pour le seul fait d'avoir mobilisé des fonds au bénéfice de l'acquéreur. Concrètement si l'emprunteur vend au prêteur à un prix inférieur au prix actuel ou achète à un prix supérieur au prix actuel, l'opération n'est pas prohibée. Elle l'est dans le cas contraire : V. dans ce sens S. Mahmassani, *Al nazariyya*, *op. cit.*, pp. 119 à 122 ; J. Schacht, *op. cit.*, p. 79.

⁴⁹⁶ *Dubai International Financial Centre & Clifford Chance, sukuk guide book*, ét. précit., pp. 13 à 19.

⁴⁹⁷ AAOIFI, *Standard 17*, art. 5/1/5/1 : "The issuer of these certificates is seller of a leased asset or an asset to be leased on promise, the subscribers are the buyers of the asset while the funds mobilised through the subscription are the purchase price of the asset. (...)".

⁴⁹⁸ *Dubai International Financial Centre & Clifford Chance, sukuk guide book, ibid.*

⁴⁹⁹ OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 40-41 (2/5 & 3/5), 10-15 décembre 1988, art. 2 : "According to Shari'a, a promise (made unilaterally by the purchase orderer or the seller), is morally binding on the promisor, unless there is a valid excuse. It is however legally binding if made conditional upon the fulfillment of an obligation, and the promisee has already incurred expenses on the basis of such a promise. The binding nature of the promise means that it should be either fulfilled or a compensation be paid for damages caused due to the unjustifiable non fulfilling of the promise" ; AAOIFI, *standard 9*, art. 8/1 al. 2 : "In all these cases, the separate document evidencing a promise of gift, promise of sale or a promise of gift contingent on a particular event, should be independent of the contract of *Ijarah muntahiya bittamleek* and cannot be taken as an integral part of the contract of *ijarah*". M. Mohamed, H. Yaacob et Sh. Hassan, "The bindingness and enforceability of promise (*wa'd*), analysis from islamic law and legal perspective", in *International Shariah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), research paper n° 30/2011*, p. 13.

contrat est obligatoire alors qu'une promesse ne l'est pas (option éventuellement non levée). Et compte tenu du fait que l'émetteur n'a pas la possession de l'actif, il ne saurait le vendre sans constituer une vente de la dette prohibée⁵⁰⁰. L'illicéité du rachat réside dans le transfert de titre sur l'actif au profit du preneur⁵⁰¹ et du caractère définitif d'une vente. C'est la raison pour laquelle un contrat de (r)achat (*repurchase agreement*) devra céder la place à une promesse unilatérale ou tout autre document séparé de la vente initiale qui donnerait au vendeur l'option de racheter l'actif en fin de bail⁵⁰².

Dans un souci de « clarté », la jurisprudence islamique a introduit quelques années plus tard une distinction entre deux catégories de promesses : celles qui sont irrévocables (*wa'd lâzim/mulzim*), et les promesses révocables (*ghayr lâzim/ghayr mulzim*). La promesse d'achat doit être obligatoirement révocable (*wa'd lâzim bil shirâ-a*) dans les contrats *ijâra* et nécessairement irrévocable dans un contrat de *diminishing mushâraka*⁵⁰³, où l'un des associés promet d'acheter les parts de son co-associé demeuré libre de vendre ou ne pas vendre⁵⁰⁴.

Anticipation contractuelle de l'atténuation des risques. Malgré l'obligation imposée par le principe du « bénéfice contre charge » (*al ghum bil ghum*), des clauses contractuelles sont fréquemment insérées aux contrats de *sukuk al ijâra* pour résilier tous les contrats structurant l'opération, et procéder au remboursement des fonds levés aux souscripteurs, si la propriété vient à être détruite.

Afin de se prémunir contre les risques de crédit dû à l'insolvabilité du preneur (souvent l'emprunteur/cas de *lease-back*), il a été accepté qu'une **promesse**

⁵⁰⁰ *Hadith* du Prophète rapporté par 'Ubâda ibn al Sâmit, inscrit par *Muslim, Sahih, op. cit.*, n° 4063, p. 693.

⁵⁰¹ R.A. Mohamad Shariff et A.R. Abdul Rahman, "An Exploratory Study of *Ijâra* practices in Malaysian Financial Institutions", *International Journal of Islamic Financial Services*, 2004, vol. 5, n° 3.

⁵⁰² AAOIFI, standard 9, art. 8/1 : "In *Ijarah Muntahia Bittamleek*, the method of transferring the title in the leased asset to the lessee must be evidenced in a document separate from the *Ijarah* contract document, using one of following methods :

a) By means of a promise to sell for a token or other consideration, or by accelerating the payment of the remaining amount of rental, or by paying the market value of the leased property;

b) A promise to give it as a gift (for no consideration) ;

c) A promise to give it as a gift, contingent upon the payment of the remaining instalments ;

In all these cases, the separate document evidencing a promise of gift, promise of sale or a promise of gift contingent on a particular event, should be independent of the contract of *Ijarah Muntahia Bittamleek* and cannot be taken as an integral part of the contract of *Ijarah*".

⁵⁰³ Société prévoyant dans ses statuts un partenariat dégressif en ce sens qu'un des associés vende progressivement ses parts à partir d'un terme prédéterminé au moment de la constitution de la société.

⁵⁰⁴ *OIC, Fiqh academy*, résol. n° 136 (15/2), 6-11 mars 2004, qui impose que la *mushâraka* dégressive soit caractérisée par une promesse unilatérale d'achat obligatoire pour le promettant. Celui-ci s'engage à acheter les parts de son associé à un terme prédéfini. Toutefois, ce dernier n'est pas obligé de vendre ; à défaut de quoi, la promesse unilatérale d'achat est considérée une garantie du capital prohibé en Islam.

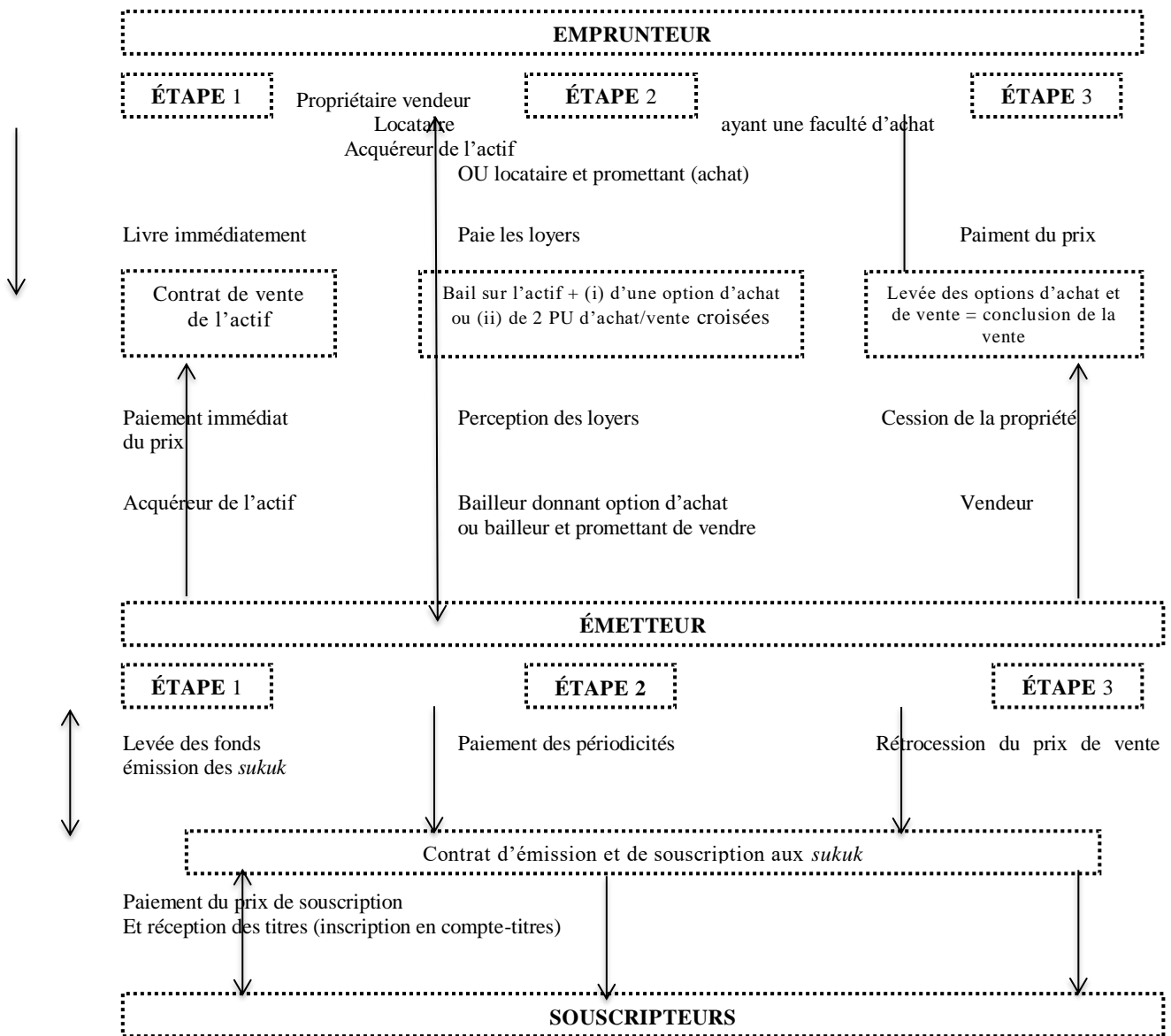
unilatérale d'extension de bail dont le terme est celui de la maturité des *sukuk*, puisse légalement être souscrite. La levée de l'option par l'émetteur oblige le preneur à verser les loyers restants ce qui rembourse le capital aux souscripteurs. Toutefois, c'est sous réserve de gratuité qu'elle a été acceptée par les juristes AAOIFI⁵⁰⁵.

Cet acte juridique se substitue à l'accélération de l'échéance prévue pour les obligations conventionnelles. Cette garantie par promesse unilatérale d'achat peut être également couplée à une garantie personnelle offerte par l'emprunteur, ce qui rehausse le crédit obligataire. En cas d'insuffisance des contrats protecteurs des intérêts des souscripteurs, une procédure collective est déclenchée et les souscripteurs sont classés *pari passu* avec les autres créanciers de dettes seniors non sécurisées⁵⁰⁶ après dissolution du véhicule *ad hoc*.

⁵⁰⁵ AAOIFI, *Standard 17*, art. 5/1/9 : “It is permissible for the institution to undertake to underwrite the unsubscribed issue, in which case, the obligation of the underwriter is based on a binding promise”.

⁵⁰⁶ *Islamic Finance Qualification*, *op. cit.*, p. 183.

Schéma 1 : *sukuk al ijâra en lease-back (certificate of ownership in leased assets)*



Après avoir exposé les *sukuk al ijâra* par lesquels l'émetteur acquière la pleine propriété sur l'actif sous-jacent dans l'intérêt des souscripteurs, nous examinerons les *sukuk* dits participatifs.

§2. *Les Sukuk participatifs*

L'appellation de *sukuk* participatifs ou *equity-based sukuk* est couramment utilisée pour désigner le partenariat institué sous forme de société entre l'emprunteur pour l'exploitation commune des actifs titrisés en *sukuk*.

En réalité, il existe trois types de « partenariats commerciaux⁵⁰⁷ » qui sous-tendent les *sukuk*, dans la nomenclature des types de *sukuk* établie au standard 17 AAOIFI. Si la liste des *sukuk* représente une succession graduelle de structurations ayant chacune un « taux de propriété islamique » différent, la sous-catégorie de *sukuk* participatifs ne déroge pas à cette règle. La première structure participative représente la forme la plus concentrée en partenariat commercial, en sens qu'elle est la forme la plus égalitaire entre les partenaires : c'est la société (*sharika*, ou *mushâraka*). La deuxième est consacrée au contrat *mudâraba*, un contrat souvent comparé à celui de la société en commandite, alors que la dernière est la structure la plus diluée du partenariat commercial et qui est *al wakâla*, une sorte de mandat.

Notons que parmi les *sukuk* consacrés au secteur agricole, les *sukuk al mughârassa* prévus à l'article 3/9 du standard 17 AAOIFI, permettent le financement du boisement, de la plantation et de l'entretien d'une terre agricole moyennant un partage de propriété du terrain et de ses plantations, entre emprunteur et émetteur (pour le compte des souscripteurs).

○ ***Sukuk al mushâraka***. Les dispositions principales de l'AAOIFI sont les articles 3/6⁵⁰⁸, 3/6/1⁵⁰⁹, et 5/1/5/6⁵¹⁰ du standard 17 relatives aux *sukuk al mushâraka* et le standard 12 relatif à la *mushâraka*. Dans ce type de *sukuk*, le gestionnaire et l'émetteur sont associés. Ils acquièrent un ou plusieurs actifs dont

⁵⁰⁷ *Islamic Finance Qualification, op. cit.* p. 190.

⁵⁰⁸ AAOIFI, standard 17, art. 3/6 : "These are certificates of equal value with the aim of using the mobilized funds for establishing a new project, developing an existing project or financing a business activity on the basis of any of partnership contracts so that the certificate holders become the owners of the project or the assets of the activity as per their respective shares, with the Musharaka certificates being managed on the basis of participation or Mudaraba or an investment agency".

⁵⁰⁹ AAOIFI, standard 17, art. 3/6/1 : "These are certificates representing projects or activities managed on the basis of Musharaka by appointing one of the partners or another person to manage the operation".

⁵¹⁰ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/5/6 : "The issuer of the certificates is the inviter to a partnership with him in a specific project or dermined acticity. The subscribers are the partners in the Mushâraka contract. The realized funds are the share contribution of the subscribers in the Mushâraka capital. The certificate holders own the assets of partnership with the accompanying profits and losses and are entitled to their share in the profits of the partnership, if any".

l'exploitation générera un profit. L'actif est souvent un projet à mettre en place, ou le développement d'une activité ou d'un projet.

Intérêt de la structure et rémunération des souscripteurs. Contrairement au cas des *sukuk al ijâra*, les comités de surveillance *chari'atiques* n'imposent pas dans une émission de *sukuk al mushâraka* une symétrie entre le prix d'acquisition de l'actif et les fonds levés auprès des investisseurs. Cela permet d'y inclure des frais, dont le coût du crédit pur comme si c'était un intérêt.

Les parties sont rémunérées par la rétribution du profit réalisé par l'exploitation commune des actifs et qui est distribué en dividendes aux associés après déduction des pertes et des charges. Alors que ces derniers doivent être subis au *prorata* de l'apport au capital social, la distribution des dividendes peut correspondre à un *ratio* différent, mais qui est obligatoirement précisé dans les statuts de la *sharika*. La rémunération des investisseurs est donc déterminable dans les statuts de la société, mais demeure assujettie aux résultats des exercices affectés par la performance de l'actif. Le produit de vente de l'actif en fin d'opération permettra le versement du prix éventuellement majoré d'une plus-value versée à l'ensemble des souscripteurs.

Mécanisme simple. L'acquisition de l'actif peut avoir été faite par l'une ou les parties réunies, soit avant ou pendant, soit après la constitution de la société. Le plus souvent, l'émetteur est apporteur en numéraire, alors que l'emprunteur est apporteur en nature de l'actif générateur de revenus. Il arrive aussi que l'emprunteur et l'émetteur l'acquièrent ensemble avant la constitution de la *mushâraka* (*shirkat al 'aqd*, quand l'actif n'est pas encore identifié) ou après (*shirkat al milk*, dans le cas contraire). Cependant, la pratique des *sukuk al mushâraka* permet de constituer une société *mushâraka* sans personnalité morale, comme toute *joint-venture* où l'emprunteur et les souscripteurs réunis mettent en commun leurs apports pour réaliser une opération.

Conditions chari'atiques. Afin d'éviter que les *sukuk al mushâraka* ne constituent des titres de créance conventionnelle ouvrant droit à la perception d'un profit *ribawi*, les juristes musulmans imposent que les actifs sous-

jacents aient un seuil de tangibilité minimal. En effet, l'ensemble des actifs détenus au sein de la société *mushâraka* peut se composer de biens corporels meubles ou immeubles, ou de biens incorporels (droits, tels que les créances et les dettes) si l'argent et les liquidités font également partie des actifs de la société *mushâraka*. Si l'argent et les créances sont impropres à la vente et ne peuvent donc être valablement titrisés en Islam, ils font partie de l'ensemble des actifs sociaux qui eux pourront être titrisés en *sukuk* sous réserve de la règle de la majorité. En effet, le taux de tangibilité des actifs titrisés en *sukuk* doit varier entre 33 % et 50 % dépendamment du comité de surveillance *chari'atique* qui statue sur le dossier de financement⁵¹¹.

Aucune symétrie n'est exigée entre le prix de l'actif acquis et les fonds levés dans le cadre de l'opération d'émission. Les promesses unilatérales d'achat et les promesses unilatérales de vente doivent seulement stipuler une reprise au prix du marché et non sur la base du nominal, ou du capital. Les bénéfices espérés sont appréciés sur la base du *ratio* prédéterminé dans les statuts sociaux. Ce *ratio* tient compte des revenus généralement réalisés sur le marché par des structures similaires, et ce au moyen d'un taux d'intérêt de référence de marché augmenté de quelques points de base. Ce dernier peut être le *LIBOR*, l'*EURIBOR* ou un autre taux de référence de marchés domestiques⁵¹².

Les juristes musulmans acceptent l'application de la technique de mise en place d'un fonds de réserve de revenus périodiques pour les *sukuk al mushâraka* qui permet le lissage des revenus en cas d'écart avec les revenus initialement espérés aux contrats *sukuk*. Cette technique d'atténuation des risques permet d'augmenter la valeur de la créance sous-jacente (on parle de rehaussement de crédit) pratiquée souvent pour les obligations conventionnelles, laquelle peut être également assortie de garanties supplémentaires, telles que des lignes de crédit dites *monoline*, et d'assurance (*insurance wrapping*)⁵¹³.

⁵¹¹ Dubai International Financial Centre & Clifford Chance, *sukuk guide book*, ét. précit., p. 24 ; M. Taqi Usmani, art. précit., p. 5.

⁵¹² Le *LIBOR* (*London Inter Bank Offered Rate*) est un taux du marché monétaire anglais. Il consiste en une moyenne des taux bancaires pratiqués les banques anglaises, que l'association des banques anglaises élabore tous les jours, sur une moyenne d'un an, par devise. Le taux *EURIBOR* est similaire, mais il repose sur la moyenne des taux de prêt en euro pratiqués par les banques européennes de premier plan. Le *SIBOR* est le taux de référence en Arabie Saoudite. Notons que le *LIBOR* sera remplacé à l'aube de 2022 par l'indice *SONIA* (*Sterling Over Night Index Average*).

⁵¹³ Poncet et Portait, *op. cit.*, pp. 1006 et 1007.

Sorties du plan de financement. Si les obligations conventionnelles permettent l'accélération de l'échéance en cas de défaillance dans le versement des revenus périodiques, les *sukuk* le permettent également au moyen de la levée de l'option par l'émetteur de la **promesse unilatérale d'achat** souscrite par l'emprunteur initialement propriétaire de l'actif ou du projet/*mushârik*. Ainsi, l'emprunteur gestionnaire devra rembourser sa part dans l'actif et celle du restant dû des versements périodiques. Le risque des *sukuk* change ainsi de nature. Le risque « de propriété » de l'actif sous-jacent est ainsi substitué par le risque de crédit de l'emprunteur. Ainsi l'on peut déduire que l'emprunteur *mushârik* n'a pas réellement le même statut égalitaire que les souscripteurs. En tout état de cause, les comités de surveillance *chari'atique* exigent que la promesse unilatérale d'achat (souvent couplée d'une promesse unilatérale de vente par les souscripteurs/émetteur) stipule un rachat des *sukuk*/actif au prix du marché au moment de la levée d'option et non à la valeur nominale des titres. La sortie accélérée est une mesure de sûreté mise en place pour faire échapper l'actif sous-jacent à toute poursuite des créanciers de l'émetteur, et faciliter son retour dans le patrimoine de l'emprunteur initial qui sera tenu de l'acheter. Ceci lui vaut la qualité de dette senior non sécurisée⁵¹⁴.

La *mushâraka mutanâqissa* peut servir de solution structurelle à la sortie du plan de financement en fonds propres. Elle permet aux associés d'une société *mushâraka* de prévoir dans ses statuts la sortie de l'associé apporteur en industrie après une période de partenariat commercial, moyennant l'achat échelonné de ses actions, par les associés apporteurs en numéraire. L'échéancier des cessions progressives doit être précisé dans les statuts, mais également la date ou l'évènement déclencheur de la vente, laquelle correspond à celle de l'amortissement de l'actif. Les termes de l'échéancier et la maturité doivent coïncider⁵¹⁵.

La divergence avec les prêts participatifs et les titres participatifs. L'article L. 313-13 du Code monétaire et financier permet à des

⁵¹⁴ *Islamic Finance Qualification, op. cit.*, p. 183.

⁵¹⁵ *Dubai International Financial Centre et Clifford Chance, Sukuk Guide Book, ét. précit.*, pp. 20 à 27.

structures dotées d'une personnalité juridique et agréées⁵¹⁶ d'octroyer des prêts au profit d'entreprises commerciales, agricoles ou même individuelles, en contrepartie d'un taux d'intérêt dérisoire. L'article L. 228-36 du code de commerce limite toutefois l'éligibilité à l'émission des titres participatifs aux seules sociétés relevant des secteurs public et coopératif.

○ ***Sukuk al Mudâraba***. Le dispositif juridique relatif aux *sukuk al mudâraba* est basé sur les articles 3/6/2⁵¹⁷ et 5/1/5/7 du standard 17 AAOIFI,⁵¹⁸ mais également du standard 13 relatif au contrat de *mudâraba*-même. Considérés comme des *sukuk* participatifs, les *sukuk al mudâraba* ne présentent pas le même degré de partenariat commercial qu'une véritable société, comme c'est le cas pour une société *mushâraka*.

Mécanisme. La titrisation islamique d'un actif *mudâraba* repose fondamentalement sur le contrat de partenariat entre l'emprunteur et la *SPV* (*rab al mâl*) agissant pour le compte des souscripteurs est apporteur en numéraire⁵¹⁹. Apporteur en industrie (*mudârîb*), l'emprunteur est le gestionnaire de l'actif mis en société *mudâraba*. Tout type d'actif sous-jacent peut constituer le capital de la *mudâraba*⁵²⁰ qui fonde une émission de *sukuk* sous réserve du respect d'un seuil de tangibilité (*asset backing ratio*) pouvant varier entre 33 % et 50 % selon les obédiences scolastiques des comités de surveillance *chari'atique*⁵²¹, et il peut être mis en location

⁵¹⁶ C. monét. fin., art. L. 313-13 : « L'Etat, sous réserve des articles L. 313-18 à L. 313-20 les établissements de crédit, les sociétés de financement, les autres sociétés commerciales, les établissements publics dont la liste est fixée par décret en Conseil d'Etat, les sociétés et mutuelles d'assurances, les associations sans but lucratif mentionnées au 5 de l'article L. 511 -6, les mutuelles et unions régies par le code de la mutualité et les institutions relevant du titre II et du titre III du livre IX du code de la sécurité sociale, peuvent consentir sur leurs ressources disponibles à long terme des concours aux entreprises agricoles, artisanales, industrielles ou commerciales sous forme de prêts participatifs régis par les L. 313-14 à L. 313-20. Les dispositions du présent article ne font pas obstacle à l'application des dispositions pénales du titre IV du livre II du code de commerce. L'attribution d'un prêt participatif à une entreprise individuelle n'emporte pas, par elle-même, constitution d'une société entre les parties au contrat ».

⁵¹⁷ AAOIFI, standard 17, art. 3/6/2: "These are certificates that represent projects or activities managed on the basis of Mudaraba by appointing one of the partners or another person as the mudarib for the management of the operation".

⁵¹⁸ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/5/7: "The issuer of these certificates is the Mudârîb, the subscribers are the owners of capital, and the realized funds and the Mudâraba capital. The certificate holders own the assets of Mudâraba and the agreed upon share of the profits belongs to the owners of capital and they bear the loss, if any".

⁵¹⁹ AAOIFI, standard 13, art. 2: "Mudaraba is a partnership in profit whereby one party provides capital (rab al mal) and the other party provides labour (mudarib)".

⁵²⁰ AAOIFI, standard 13, art. 7/1.

⁵²¹ *Dubai International Financial Centre & Clifford Chance, sukuk guide book*, ét. précit. p. 24, où il est précisé que l'école hanbalite qui est la plus stricte des écoles jurisprudentielles sunnites, applique 50% de *ratio* de tangibilité ; M. Taqi Usmani, ét. précit., p. 5.

pour assurer la rémunération des *sukuk*. La gestion de l'actif demeure le domaine exclusif du *mudârib* qui ne souffre aucune ingérence⁵²².

Comme dans les *sukuk al mushâraka*, le profit réalisé par l'exploitation de l'actif tangible est distribué conformément à un *ratio* préétabli entre les parties à la *mudâraba*. Et si le *mudârib* ne partage pas la charge des pertes occasionnées par l'exploitation de l'actif⁵²³, il peut cependant prétendre à un bonus pour bonne gestion si les résultats d'exercice sont meilleurs que ceux réalisés par la moyenne des sociétés similaires (seuil de *benchmarking*) et qui a été fixé en début d'opération. En tout état de cause, la majorité des *sukuk al mudâraba* prévoient le versement des bénéfices et les bonus en fin d'opération.

La levée de l'option sur la promesse unilatérale d'achat souscrite par l'emprunteur gestionnaire est actionnée à la maturité des *sukuk al mudâraba*, ou de manière anticipée en cas de défaut. L'achat se fera nécessairement au prix du marché ou un prix convenu lors de la levée d'option. Le principe d'interdiction de garantir le capital et les revenus, proscrit la stipulation du rachat des *sukuk* à leur valeur nominale ou à un montant déterminé dès le début de l'opération⁵²⁴, selon les termes de l'article 4 de la résolution du 13 et 14 février 2008 AAOIFI, qui s'applique aux trois types de *sukuk* participatifs.

Qualification juridique de la *mudâraba*. L'article 1404 de la Majalla (corps de droit ottoman) définit la *mudâraba* comme étant un « contrat d'association où un associé apporte un capital et l'autre son industrie⁵²⁵ ».

⁵²² AAOIFI, standard 13, art. 5 : il y est défini deux types de *mudâraba*, celle sans aucune directive donnée au *mudârib* par le *rab al mal* (5/1), et celle lui désignant un lieu ou un type d'investissement sans autres restrictions dans l'exercice de ces fonctions.

⁵²³ AAOIFI, standard 13, art. 4/4 : "...the *mudarib* is not liable for losses except in case of breach of the requirements of the trust, such as misconduct in respect to the *mudaraba fund*, negligence and breach of the terms of *mudaraba contract*" (...).

⁵²⁴ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/8/7 : "The prospectus must not include any statement to the effect that the issuer of the certificate accepts the liability to compensate the owner of the certificate up to the nominal value of the certificate in situations other than torts and negligence nor that he guarantees a fixed percentage of profit. It is however, permitted to an independent third party to provide a guarantee free of charge, while taking into account item 7/6 of Sharia standard No (5) in respect of guarantees. It is also permitted to the issuer of the certificate to offer some tangible or personal guarantees with respect to its wrongful acts or negligence while taking into account item 3/1/4/3 of Sharia Standard No (12) in respect of *Sharika (Musharaka)* and Modern Corporations as well as the contracts stated in that standard".

⁵²⁵ S. Jahel, *La place de la Chari'a dans les systèmes juridiques des pays arabes*, éd. Panthéon-Assas, 2012, p. 261.

Dans son ouvrage intitulé *Introduction to Islamic Law*⁵²⁶, Joseph Schacht y a vu un contrat de dépôt doublé d'un mandat qui prend fin par la distribution des bénéficiaires. L'Ecole Supérieure des affaires⁵²⁷ estime pour sa part qu'il s'agit d'un contrat de société conclu entre l'apporteur en numéraire (*rab al mâl*) et le gestionnaire (*mudârib*) et dont les termes peuvent varier au gré de l'apporteur en numéraire⁵²⁸. En effet la *mudâraba* se rapproche de la société en commandite par action de droit français⁵²⁹ au vu de l'économie générale de l'opération de *sukuk al mudâraba*, mais s'en écarte sur d'autres points juridiques essentiels, et rend cette similitude approximative.

Les *sukuk al mudâraba*, un contrat de *mudâraba* spécial.

Les dispositions du standard 13 AAOIFI relatif à la *mudâraba* précisent que le *mudârib* n'est pas tenu des dettes sociales, sauf quand celles-ci ont été occasionnées par sa violation des dispositions relatives aux contrats dits *amâna*⁵³⁰ (de confiance), ou des stipulations du contrat de société *mudâraba*, ou pour avoir commis des fautes de gestion⁵³¹. Ceci n'est pas précisément le cas de l'actionnaire commandité qui répond des dettes sociales, bien que limitativement à son apport au capital social, selon les termes de l'article L. 226-1 du Code de commerce⁵³². Si l'apporteur en numéraire (*rab al mâl*) n'a pas le droit de s'immiscer dans la gestion par l'apporteur en industrie

⁵²⁶ J. Schacht, *op. cit.*, p. 132.

⁵²⁷ L'ESA, école supérieure d'affaires, spécialisée notamment en finance islamique et recommandée par la chambre de commerce de Paris, a été créée avec le soutien du ministère français des affaires étrangères et européennes, des partenaires académiques français (HEC Paris et ESCP Europe) et des autorités nationales, notamment la Banque du Liban.

⁵²⁸ *Islamic Finance Qualification*, *op. cit.*, pp. 42 et 43.

⁵²⁹ J.-F. Rycx, « Islam et dérégulation financière : le cas égyptien », éd. *Centre d'études et de documentation économiques et juridique*, 1988, Egypte/Soudan, p. 69 ; F. Guéranger, *Finance islamique*, éd. Dunod, 2009, p. 191 (au sujet de la structuration contractuelle de l'assurance islamique *Takâful*).

⁵³⁰ La version arabe du standard 13 de l'AAOIFI, relative à la *mudâraba*, dispose que celle-ci doit se conformer aux dispositions juridiques relatives aux contrats de type fiduciaire (*Amâna*), traduits dans sa version anglaise en *trust*. Cependant, il ne s'agit pas du *trust* au sens de l'institution de droit anglais, mais de l'actif confié entre les mains du *mudârib*, à charge pour lui de le gérer pour le compte du constituant, et de le restituer en fin de contrat. Il comporte tout type de contrat par lequel une personne confie à une autre un bien qu'il lui appartient, pendant une durée prédéterminée. Les contrats fiduciaires *amâna* sont une catégorie générique globale qui comporte plusieurs types de contrats, tels que les contrats de dépôt, mandats (*mudâraba*, *wakâla*, 'amal ou contrat de travail), les contrats d'assurance, etc.

⁵³¹ AAOIFI, standard 13, art. 4/4: "A *Mudaraba* contract is one of the trust-based contracts. Therefore, the *mudârib* is investing the *Mudâraba* capital on a trust basis in which case, the *Mudarib* is not liable for losses except in case of breach of the requirements of trust, such as misconduct in respect to the *Mudârab* fund, negligence and breach of the terms of *Mudaraba* contract. In committing any of these, the *Mudarib* becomes liable for the amount of the *Mudâraba* capital". Notons que le terme *trust* précité est la traduction en anglais du terme *amâna*.

⁵³² C. com., art. L. 226-1, al. 1^{er} : « La société en commandite par actions, dont le capital est divisé en actions, est constituée entre un ou plusieurs commandités qui ont la qualité de commerçants et répondent indéfiniment et solidairement des dettes sociales, et des commanditaires, qui ont la qualité d'actionnaires et ne supportent les pertes qu'à concurrence de leurs apports. Le nombre des associés commanditaires ne peut être inférieur à trois ».

(*mudârib*) du capital de la *mudâra*⁵³³, il en est autrement si le contrat de *mudâra* sous-tend *des sukuk*⁵³⁴. Le standard 17 AAOIFI rappelle que le droit d'ingérence des titulaires de *sukuk* dans la gestion de l'actif est issu de leur droit de propriété sur l'actif sous-jacent⁵³⁵. La révocabilité du *mudârib* rappelle celle de l'associé commandité gérant, qui doit répondre aux exigences stipulées dans les statuts. Sa révocation peut toutefois être prononcée par le tribunal de commerce à la demande de la société en commandite par action ou de tout associé, nonobstant toute stipulation statutaire contraire⁵³⁶. Compte tenu de la promesse unilatérale d'achat de l'actif en cas de défaut ou à la maturité des *sukuk al mudâra*, rapproche la situation du *mudârib* de celle de l'associé commandité.

Exposé du montage des *Sukuk Safa Tower*⁵³⁷

À la suite d'un appel d'offres 2008 pour la construction d'un complexe résidentiel et commercial à la Mecque appelé Abraj al Bayt, le Groupe Saudi Binladin (SBG) a emporté la concession d'un partenariat public privé lui donnant droit de construire et d'exploiter le terrain pendant une durée de 28 ans. Pour ce faire, l'État saoudien (ministère des Affaires islamiques) a conclu avec SBG un contrat *ijara mawsoufa bil dhimma* sur le terrain⁵³⁸, afin que le preneur y développe notamment l'hôtellerie pour les pèlerins de la Mecque. Afin de financer son opération, SBG a eu recours à un emprunt de 268 millions de dollars américains pour financer la construction de SAFA TOWER.

L'émission a été assurée par un véhicule *ad hoc/SPV* (*Purple Island Corporation*) créé par un organisme d'investissement islamique et établi à Jersey dans les Îles Vierges britanniques. L'emprunteur a créé une filiale à 100 % à laquelle il a cédé son droit de jouissance sur l'actif. Dans le cadre d'un contrat de *mudâra*, cette dernière s'est

⁵³³ AAOIFI, standard 13, art. 9/3: "The capital provider is not permitted to stipulate that he has a right to work with the entrepreneur (*mudârib*) and to be involved in selling and buying activities, or supplying and ordering. However, the *mudârib* should refer to him in performing any action and should not act without consulting him. (...)".

⁵³⁴ AAOIFI, standard 13, art. 1, al. 2: "The standard is not applicable to *mudâra sukuk* or to other types of partnerships contracts as these are covered by separate standards".

⁵³⁵ AAOIFI, standard 17, appendix B, pt. 3: "The basis of the right of certificate holders to management is that they own the property that their certificates represent, and management is part of ownership".

⁵³⁶ C. com., art. L. 226-2, al. 2 et 3: « Le gérant, associé ou non, est révoqué dans les conditions prévues par les statuts. En outre, le gérant est révocable par le tribunal de commerce pour cause légitime, à la demande de tout associé ou de la société. Toute clause contraire est réputée non écrite ».

⁵³⁷ I. Al Ghofaily, *Saudi Arabian Monetary Authority (SAMA)*, 25 sept. 2016; Q. Latif et N. Thakur, "US\$ 268 Million *sukuk* by Purple Island Corporation", *Islamic Finance News*, 9 janvier 2009. Le prospectus de l'opération n'est pas disponible sur la toile, et l'emprunteur contacté s'est gardé de nous le transmettre.

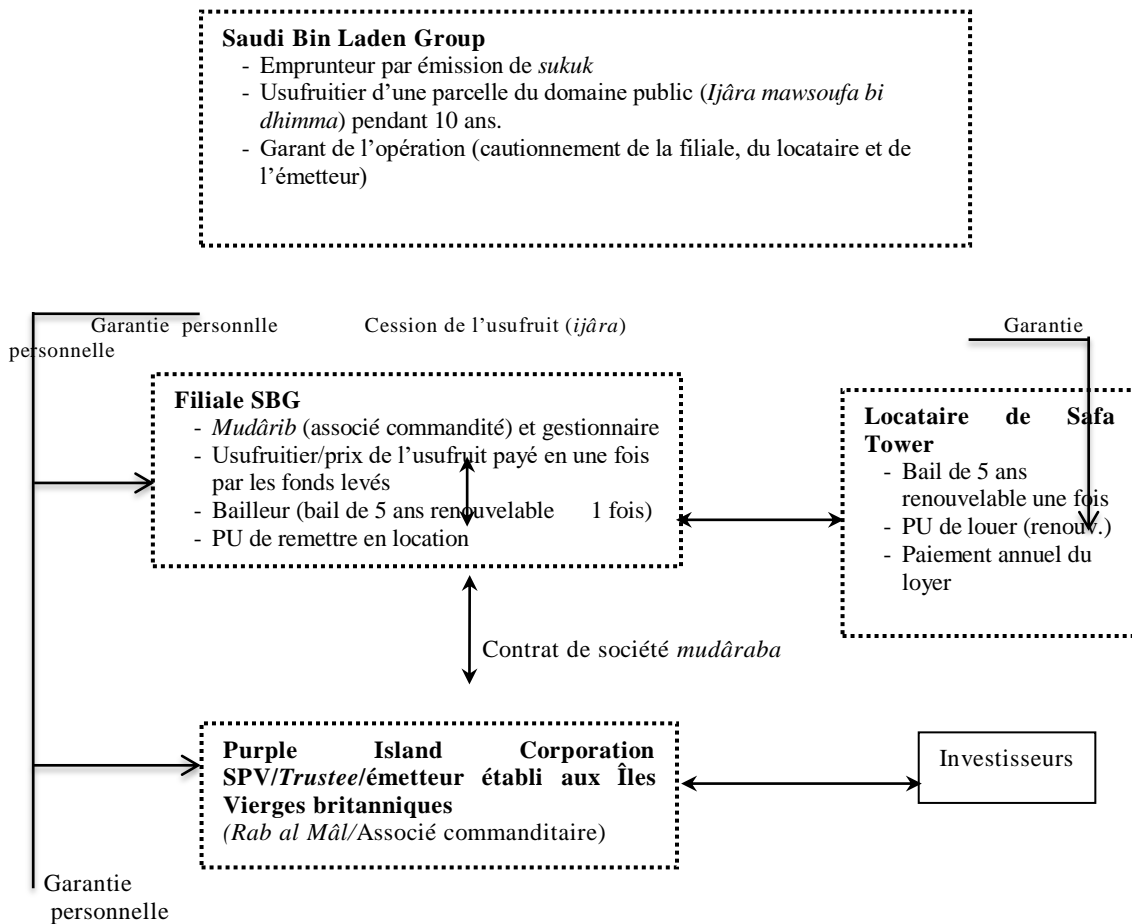
⁵³⁸ Bail dont le loyer est perçu avant la livraison du bien; cf. *supra* sur l'*ijâra*, p. 96.

associée à la société émettrice afin de se répartir les tâches relatives à l'opération (*sukuk* participatifs). Par conséquent, les sommes collectées ont payé le prix de l'usufruit à la société mère qui l'a acquis. L'échéance du terme de l'usufruit dispense l'emprunteur de prévoir une issue conventionnelle au plan de financement qui pourrait entraver la labellisation *chari'atique* de l'opération.

Un bail de 5 ans a été conclu, renouvelable une fois, et assorti de deux promesses unilatérales croisées par le bailleur et le preneur pour assurer son renouvellement. Le terme du bail renouvelé est concomitant à la maturité des *sukuk*. Les loyers sont perçus deux fois par an et sont partagés par la filiale et la *SPV* sur la base du *ratio* préétabli au contrat *mudâraba*. La part de la *SPV* sera distribuée aux souscripteurs de *sukuk* sur la base du montant espéré, et tout excédent des résultats réalisés sera versé au *mudârib* (commanditaire) à titre de *bonus*.

La couverture contractuelle des risques de propriété (perte) est assurée par la résiliation anticipée des baux conclus, le remboursement aux investisseurs des loyers déjà perçus et le prix du droit de jouissance au *prorata* de la période restant due.

La levée de l'option sur la promesse unilatérale de relouer a été prévue pour assurer les risques de défaillance du locataire dans le versement des loyers, ce qui permet d'en accélérer le paiement et de rembourser ainsi le principal. La défaillance du gestionnaire est souvent palliée par sa révocation ou la liquidation de la *mudâraba* par la *SPV*. Une triple sûreté a été apportée par l'emprunteur au profit des souscripteurs afin de couvrir les risques de défaillance du locataire, du gestionnaire et de la *SPV*.

Schéma 2 : Le cas des *sukuk* SAFA TOWER

○ ***Sukuk al wakâla***. Selon les dictionnaires thématiques, une *wakâla* est une agence, ou un mandat⁵³⁹. Les dispositions de l'article 2/1/1 du standard *chari'atique* 23 relatif à la *wakâla* précisent qu'il s'agit d'un acte par lequel une personne donne à une autre, le pouvoir d'agir en son nom dans la limite de l'accord stipulé⁵⁴⁰. L'article 4/1 du même standard, prévoit plusieurs types de *wakâla* lesquels octroient à l'agent (*wakîl*) différents degrés de liberté, pouvant aller du pouvoir limité à certains actes (de coutume ou ceux effectués dans l'intérêt du donneur

⁵³⁹ Larousse/Al Sabil, *Arabe-Français*, 2005, n° 6009.

⁵⁴⁰ AAOIFI, standard 23, art. 2/1/1 : "Agency is the act of one party delegating the other to act on its behalf in what can be a subject matter of delegation and it is thus, permissible". Notons que la délégation précitée dans la version anglaise du standard 23 de l'AAOIFI n'a pas pour équivalent l'article 1336 C. civ. Ce dernier établit ce type d'opérations sur obligations contractuelles en cas de dette, qui opère par novation (délégation parfaite) ou pas (délégation imparfaite) des obligations déléguées.

d'ordre) aux pleins pouvoirs dans l'exercice de sa mission. Une *wakâla* ressemble ainsi à un mandat au sens de l'article 1 984 al 1^{er} du Code civil⁵⁴¹.

Mécanisme et délimitation du cadre *wakâla*. En vertu et dans la limite des stipulations du contrat *wakâla*, le mandataire *wakîl* qui agit au nom de son mandant (l'émetteur) conclut avec les tiers. Dans le cadre d'une opération *sukukaire* sur le marché primaire, il est investi de la mission d'acheter l'actif générateur de revenus pour le compte et au nom du mandant, au moyen des fonds levés lors de la souscription des titres et qui lui ont été confiés à cet effet, dans le but de le gérer. Le mandant conserve toutefois la propriété du bien sous-jacent, tel que le dispose l'article 3/3 (2)⁵⁴².

L'actif sous-jacent est un pool constitué d'actifs de toute nature, dont parfois d'actifs *murâbaha* ou *istisnâ'* dépendamment de la flexibilité du comité de surveillance *chari'atique* sollicité pour viser la conformité *chari'atique* de l'opération⁵⁴³.

La rémunération du *wakîl* est prévue dans le contrat *wakâla* et elle est fixe. Tout excédent ou profit qui a été réalisé au cours de l'exercice lui est dû à titre de bonus de bonne gestion. Sa situation est encore plus intéressante que celle du *sharik* ou *mudârib*.

Conditions *chari'atiques*. Le pool sous-jacent contient habituellement des actifs *murâbaha* ou *istisnâ'*, lesquels comportent une bonne part de dette et que nous développerons plus loin. Ils peuvent contenir des actions, ou même des *sukuk*. Cependant, la négociabilité de ces titres sur le marché secondaire est soumise à l'application d'un taux de tangibilité qui varie entre 30 et 51 %, selon les comités de surveillance *chari'atique*⁵⁴⁴. À défaut de quoi, ils ne seront pas négociables sur le marché secondaire.

⁵⁴¹ Art. 1984 al 1^{er} C. civ. : « Le mandat ou procuration est un acte par lequel une personne donne à une autre le pouvoir de faire quelque chose pour le mandant et en son nom ».

⁵⁴² AAOIFI, standard 23, art 3/3, (2): "The subject matter of agency should be owned by the principal or that has the right of disposing thereof".

⁵⁴³ Dubai International Financial Centre & Clifford Chance, *sukuk guide book*, ét. précit., p. 60.

⁵⁴⁴ Dubai International Financial Centre et Clifford Chance, *Sukuk guide book*, ét. précit., 2009, p. 60.

La stipulation d'une sûreté conventionnelle par promesse unilatérale d'achat faite par le *wakîl* (couplée avec une promesse unilatérale de vente faite par l'entité émettrice) pour mettre fin à l'opération est acceptée par les juristes sous certaines conditions. L'*originator* ou l'emprunteur ne peut être le *wakîl*, sinon la promesse unilatérale d'achat serait qualifiée de garantie du capital emprunté (principe d'interdiction de garantir le capital). L'insertion d'un tiers écran a souvent été autorisée pour assurer la conformité aux prescriptions de la *Chari'a*. Si le *wakîl* promettant n'est pas l'emprunteur, l'opération ne pose aucune difficulté de légalité religieuse⁵⁴⁵. Il a été accepté parfois que l'emprunteur fasse une (autre) promesse unilatérale d'achat pour racheter partiellement l'actif. Le prix de rachat sera égal au prix de l'exercice (les versements périodiques). Cette technique qui garantit les souscripteurs contre les fluctuations du prix de l'actif pouvant avoir lieu au moment de la levée de l'option, est assortie d'une exigence *chari'atique* de non-cumul des qualités de vendeur et emprunteur. À défaut de quoi, cette promesse unilatérale d'achat constitue une garantie des revenus prohibée en Islam.

La levée d'option de la promesse unilatérale d'achat finale à l'arrivée de l'échéance des *sukuk* oblige l'emprunteur à racheter l'actif et donc à en payer le prix ce qui revient à rembourser le capital avec une plus ou moins-value, en fonction des fluctuations des prix de l'actif dans le marché.

Sous-section 2. Les *sukuk* adossés à la propriété partielle de l'actif

Dans cette catégorie, l'emprunteur ne transfère qu'un droit réel sur l'actif et conserve la propriété légale. Sa possession est transmise à l'émetteur afin d'y effectuer les actes issus du droit de jouissance des souscripteurs. C'est le cas des *sukuk al ijâra* en propriété économique (*beneficial ownership*) (§1) et des *sukuk al manfe'a* dénommés dans la version anglaise de l'article 3/2/1 du standard 17 AAOIFI « *certificate of ownership of usufructs* » (§2). Les *sukuk al muzâra'a* et d'*al musâqa* (art. 3/7 et 3/8) qui financent un projet de plantation (pour le premier) ou d'irrigation

⁵⁴⁵ Dubai International Financial Centre et Clifford Chance, *Sukuk guide book*, ét. précit., p. 59.

et de culture de vergers (pour le deuxième) donnant droit à une part des revenus de la récolte, confèrent également les mêmes droits.

§1. Les *sukuk* adossés à la propriété économique d'un actif loué (*sukuk al ijâra of beneficial ownership*)

Ce type de *sukuk* ne figure pas dans la liste énumérative des structurations de *sukuk* consacrée au standard 17 AAOIFI. Toutefois, les risques de marché et de défaillance de l'émetteur, le besoin pressant en liquidités des emprunteurs et la recherche constante par les souscripteurs islamiques d'opportunités de placements, ont incité les autorités de la *Chari'a* à autoriser⁵⁴⁶ une forme de *sukuk al ijâra* aménagés. Elle fonde aujourd'hui la majorité des émissions de *sukuk* d'actif loués sur les marchés financiers dans le monde. Le contrat sous-jacent ne confère à la structure émettrice qu'une propriété partielle⁵⁴⁷ de l'actif, sous forme de droits réels pouvant être attribués au gré des intérêts des parties à l'opération. La propriété se trouve ainsi répartie entre propriétaire légal (*legal owner*) et le titulaire de droits réels (la *SPV* pour le compte des souscripteurs) devenu le *beneficial owner* (propriétaire économique) de l'actif. Cette technique est la plus pratiquée dans les émissions de *sukuk* sur actif acquis en *trust* lequel permet souvent la cession de l'actif entre les mains du *trustee* qui en sera le propriétaire légal avec toutefois son maintien dans un patrimoine séparé du sien, alors que le bénéficiaire en récupère la propriété économique et les revenus qui en découlent.

La notion de *beneficial ownership* ou *equitable ownership* est souvent exprimée par celle de propriété économique en droit fiscal français⁵⁴⁸. La propriété économique en général suppose la coexistence de deux propriétaires sur un même bien en même temps : un propriétaire légal et un autre économique. Le Professeur G. Blanluet⁵⁴⁹ a décrit la propriété économique comme étant un droit exclusif sur les valeurs d'utilité ou d'échange d'une chose génératrice de ressources, de fruits et de produits, en vue d'en user et jouir, et parfois d'en disposer. En somme, il est titulaire de la substance économique de la chose. Contrairement à l'usufruit, ce n'est pas un

⁵⁴⁶ OIC, *Fiqh academy*, n° 137 (3/15) résol., 6-11 mars 2004, point 7 (à propos des *sukuk al ijâra* en *beneficial ownership*); et également résol. n° 6, 1990, v.1, p. 771 (à propos du *beneficial ownership*).

⁵⁴⁷ Le terme de *partial ownership* a été utilisé dans l'ouvrage *Islamic Finance Qualification*, *op. cit.*, p. 177.

⁵⁴⁸ G. Blanluet, *Essai sur la notion de propriété économique en droit privé français, recherches au confluent du droit fiscal et du droit civil*, thèse Paris I, 1999, p. 5.

⁵⁴⁹ G. Blanluet, *op. cit.*, pp. V à VIII.

droit réel direct sur la chose, mais dans la majorité de ses formes, un droit personnel de jouissance qui impose à son titulaire de passer toujours par le propriétaire juridique pour obtenir une jouissance paisible. La propriété économique suppose une acception immatérielle inhérente à la valeur de la chose.

Cependant, la jurisprudence française a récemment consacré l'idée d'un droit réel de jouissance en dehors du *numerus clausus* des droits réels. La Cour de cassation a estimé, dans les arrêts *Maison de poésie*, qu'une personne morale pouvait bénéficier d'un droit réel de jouissance autre qu'un droit d'usage et d'habitation sur un lot immobilier, dans la limite de 30 ans⁵⁵⁰. Mais, elle a également souligné dans l'arrêt *l'Aigle Blanc* qu'un droit réel de jouissance *sui generis* pouvait être envisagé de manière perpétuelle dès lors qu'il s'agit de l'assujettissement d'un fonds immobilier au service d'un autre fond⁵⁵¹.

Dans la pratique, l'emprunteur par émission de *sukuk al ijâra* est souvent une banque islamique qui ne transfère à la *SPV* émettrice que la seule propriété économique ou *beneficial ownership*. Elle conserve dans ses livres le titre légal de propriété de l'actif générateur de revenus⁵⁵² comme c'est le cas pour les *on-balance sheet bonds*.

§2. *Sukuk d'usufruit (Sukuk al manfe'a)*

Deux hypothèses principales découlent de cette catégorie de *sukuk*. La première, consacrée par l'article 3/2/1/1 du standard 17 AAOIFI⁵⁵³ permet au propriétaire d'un actif tangible d'en transmettre à l'émetteur le seul usufruit (*usufruct*). Ce dernier le mettra en location (bail). Dans le deuxième cas de figure prévu à l'article 3/2/1/2⁵⁵⁴, l'emprunteur est lui-même titulaire de l'usufruit (*usufruct*). Il cède

⁵⁵⁰ Cass. 3^e civ., 8 sept. 2016, n° 14-26.953 ; Cass. 3^eme civ., 31 oct. 2012, n° 11-16.304.

⁵⁵¹ L. d'Avout et B. Mallet-Bricout, « De l'autonomie, de la durée, et des causes d'extinction du droit réel de jouissance spéciale », *D.* 2017, p. 134 et s. ; N. Kilgus « Droit réel de jouissance et perpétuité, une nouvelle étape ? », *D.*, *Actualités*, 19 juin 2018.

⁵⁵² *Islamic Finance Qualification*, *op. cit.*, n° 2.2.3, p. 184, à propos de *sukuk al ijâra*.

⁵⁵³ AAOIFI, standard 17, art. 3/2/1/1 : « *certificates of equal value issued by the owner of an existing asset either on his own or through a financial intermediary, with the aim of leasing the asset and receiving the rental from the revenue of subscription so that the usufruct of the assets passes into the ownership of the holders of the certificates* ».

⁵⁵⁴ AAOIFI, standard 17, art. 3/2/1/2 : « *certificates of equal value issued by the owner of the usufruct of an existing asset (lessee), either on his own or through a financial intermediary, with the aim of subleasing the usufruct and receiving the rental from the revenue of the subscription so that the holders of the certificates become owners of the usufruct of the asset* ».

à l'émetteur en vertu du contrat sous-jacent, un droit de louer l'actif (*sub-lease*). Les loyers provenant du bail de l'actif seront versés aux souscripteurs, par l'émetteur qui en a acquis la propriété pour leur compte, au sens du standard 17. En réalité, il n'aura acquis que la titularité du droit de jouissance (*usus* et *fructus*). Les normes AAOIFI autorisent l'émission des *sukuk al manfé'a* même pour des actifs non encore disponibles, tel qu'en témoigne l'article 3/2/2 du standard⁵⁵⁵.

Le terme *manfé'a* en langue arabe désigne l'utilité ou l'avantage pouvant être tiré d'une chose⁵⁵⁶. Le droit aux avantages (*haqq al manfé'* ou *haqq al intifâ'*) est ainsi le droit d'user et de percevoir les fruits⁵⁵⁷ d'un bien. Il est classé dans la catégorie de droits réels en droit musulman moderne⁵⁵⁸ et qui se distingue du droit d'en altérer la substance (*al raqaba*)⁵⁵⁹ ou l'*abusus*.

Cependant, les juristes hanafites utilisent alternativement les expressions *haqq al intifâ'* et *haqq al manfé'a* pour désigner le droit aux utilités d'un bien, sans distinction, alors que les mâlikites donnent le droit au titulaire d'un *haqq al manfé'a* de faire exploiter le bien par un tiers pour son propre avantage. Le titulaire d'un *haqq al intifâ'* ne peut qu'exploiter personnellement le bien en question dans le rite mâlikite⁵⁶⁰.

Le terme *manfé'a* traduit souvent en anglais par *usufruct*, n'a pas pour équivalent l'usufruit de droit français. Il désigne tout droit aux avantages issus d'un bien⁵⁶¹.

L'émetteur usufruitier. En déduction de ce qui précède, la « propriété des avantages » (*milkiyate al manafé'*) indiquée à l'article 3/2, est l'équivalent du droit de jouissance en droit français, qui, au sens strict désigne l'*usus* et du *fructus*, et au sens

⁵⁵⁵ AAOIFI, standard 17, art. 3/2/2 : "These are certificates of equal value issued for the purpose of leasing out tangible future assets and for collecting the rental from the subscription revenue so that the usufruct of the described future asset passes into the ownership of the holders of certificates".

⁵⁵⁶ Dictionnaire juridique français-anglais-arabe, *Dar al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 2007.

⁵⁵⁷ Dictionnaire juridique français-anglais-arabe précit.

⁵⁵⁸ A.-R. Al Sanhoury, *Al Wassit*, op. cit., vol. VIII, pp. 6 à 9.

⁵⁵⁹ A.-R. Al Sanhoury, *Al Wassit*, ibid.

⁵⁶⁰ Al Qarâfi (mâlikite), *Anwâr al bourouq fi anwâ' al Fourouq*, réimp. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 1998, vol. I, n° 30, pp. 331 à 334.

⁵⁶¹ W. Al Zuhâli, *Financial transactions in Islamic Jurisprudence*, op. cit., vol. II, p. 421.

large est représenté par *l'usus*⁵⁶². Le droit de l'usufruitier au sens de l'article 578 du Code civil⁵⁶³, est un droit réel⁵⁶⁴ qui confère à son titulaire, en vertu de son droit direct temporaire sur la chose d'autrui⁵⁶⁵, un droit de suite et un droit de préférence qu'il peut opposer *erga omnes* notamment pour garantir l'exclusivité de ses droits⁵⁶⁶. Or contrairement au droit anglais, l'usufruitier de droit français ne peut conclure un crédit-bail sur l'actif puisqu'il n'en a pas l'*abusus*⁵⁶⁷ et ne peut jouir que par lui-même⁵⁶⁸. En Angleterre, le titulaire d'un droit peut céder un droit moindre que le sien sans empiéter sur le droit d'autrui, puisqu'en droit anglais les choses englobent les biens⁵⁶⁹.

L'émetteur-preneur d'un bail commercial. S'il est admis que le bail confère également au preneur un droit de jouissance en contrepartie d'un prix, conformément aux dispositions des articles 1709 et 1719 du Code civil⁵⁷⁰, ce droit est cantonné à *l'usus* sur l'actif. Il a souvent été qualifié de personnel⁵⁷¹ malgré les statuts protecteurs du preneur qui se sont succédés au XIX^e siècle, qui ont tenté de consacrer la nature réelle du droit du preneur n'a pu avoir lieu⁵⁷². Par ailleurs, la conclusion d'un bail commercial convient à cette structure de *sukuk*, puisque les dispositions du Décret n° 53-960 du 30 septembre 1953 relatif aux baux commerciaux permettraient à l'émetteur d'acquérir l'actif en qualité de preneur, en vue de procéder à une sous-location, sous réserve d'autorisation de l'emprunteur demeuré propriétaire légal du bien. La conclusion d'un tel bail permettrait de bénéficier d'une durée de contrat minimale de 9 ans⁵⁷³, ce qui convient aux *sukuk* à moyen ou long terme.

⁵⁶² G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, *op. cit.* sur le droit de jouissance.

⁵⁶³ C. civ., art. 578 : « L'usufruit est le droit de jouir des choses dont un autre a la propriété, comme le propriétaire lui-même, mais a la charge d'en conserver la substance ».

⁵⁶⁴ Cass. 1^e civ., Bull. Civ. I, n° 35, 24 janv. 1979.

⁵⁶⁵ C. civ., art. 617 et s.

⁵⁶⁶ F. Zenati-Castaing et Th. Revet, *Droit des biens*, PUF, 3^eme éd., 2008, p. 266.

⁵⁶⁷ Cass. civ. 3^eme, 23 mai 2002, n° 00.17.604 P, D. 2003 Somm. 2050, obs. Mallet-Bricout (au sujet de l'exigence du consentement du nu-propiétaire sur l'échange par l'usufruitier du bien objet de l'usufruit).

⁵⁶⁸ Cass. civ. 1^{ère}, 8 mai 1973, *JCP*, 1973.II.17566, note Goubeaux.

⁵⁶⁹ M.F. Panpandréou-Déterville, *op. cit.*, n° 591, p. 405.

⁵⁷⁰ C. civ., art. 1709 : « Le louage des choses est un contrat par lequel l'une des parties s'oblige à faire jouir l'autre d'une chose pendant un certain temps, et moyennant un certain prix que celle-ci s'oblige à lui payer ».

⁵⁷¹ Pour le bail simple : Cass. req, 6 mars 1861, *affaire Vollot*, *GAJC*, 1861, 11^eme éd., n° 255 ; *DP* 1861.1.417- Déruppé Mél. L. Boyer, PU Toulouse, 1996, p. 169 (retour d'un droit réel du locataire).

⁵⁷² Ph. Malaurie, L. Aynès et P.-Y. Gautier, *Droit des contrats spéciaux*, LGDJ, 8^eme éd., 2016, n° 621, p. 368, désignant le droit de préemption, l'opposabilité du droit du preneur à l'acquéreur d'un immeuble (art. 1743 du c. civ.) ou même à celui d'un preneur postérieur (Cass. soc., 1^{er} juin 1954, *Mecker*, Bull. Civ. IV, n° 383).

⁵⁷³ C. com., art. L. 145-4, al. 1^{er} : « La durée du contrat de location ne peut être inférieure à neuf ans ».

Section II. Les sukuk représentatifs d'un droit personnel ou asset-based sukuk

Cette catégorie de *sukuk* est appelée *asset-based sukuk* parce que l'émetteur est dépossédé de l'actif. En réalité, seul sera cédé un droit aux revenus de l'actif tangible. Compte tenu du rôle prépondérant de la possession dans la propriété islamique qui confère à son titulaire un droit de suite opposable à la cession du bien par son propriétaire⁵⁷⁴, un actif tangible dont le propriétaire est dépossédé affaiblit sa situation juridique. L'actif étant impossible à céder avant sa réception par l'émetteur, les *sukuk* qu'il sous-tend deviennent des titres de dette. Les souscripteurs disposent d'un droit personnel qu'ils exercent par l'intermédiaire de l'émetteur à l'encontre de l'emprunteur afin qu'il livre l'actif *salam* des *sukuk* ou le produit de sa vente à un tiers. Ils ont le droit au prix qui est réglé périodiquement en contrepartie de l'actif *murâbaha* que l'emprunteur a conservé dans sa possession, ou encore, le droit aux revenus d'une prestation de services (*sukuk al khadamâte*). Les prétendus revenus de l'actif ne sont pas issus d'une véritable exploitation de celui-ci, mais de l'exécution de l'obligation contractuelle sous-jacente, d'où la connotation obligataire des titres.

Les agences de notation financière scindent les *sukuk* en deux catégories : ceux dont l'exécution forcée peut être diligentée uniquement contre la personne de l'émetteur et ceux qui confèrent un droit de liquider l'actif tangible⁵⁷⁵. Juridiquement parlant, le critère de distinction tient uniquement à la nature du droit des souscripteurs : réel ou personnel. L'agence de notation Moody's ainsi que l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ou *IOSCO*⁵⁷⁶, utilisent la même *summa divisio asset-backed* et *asset-based sukuk* qui est établie selon eux, sur le critère de la charge du risque et sa nature. Dans les *asset-based sukuk* le risque transféré par le titre est principalement le risque de crédit, alors que celui des *asset-backed sukuk* repose essentiellement sur la performance de l'actif sous-jacent. Une catégorie intermédiaire combine le risque de crédit avec celui des résultats d'exploitation de

⁵⁷⁴ Ch. Chéhata, *Essai sur la théorie de l'obligation en droit musulman hanafite*, op. cit., n° 270, p. 174.

⁵⁷⁵ Standard & Poor's, *Islamic Finance Outlook*, 2008 ; Fitch's, *Ratings criteria report*, 5 march 2007.

⁵⁷⁶ Moody's, "Special report on sukuk", 25 February 2008 et, "The future of sukuk : substance over form ?", 6 may 2009, p. 2 ; OICV/IOSCO, précit., p. 11.

l'actif sous-jacent. Or la nature du risque dépend de celle du droit dont jouissent les souscripteurs, et ainsi les critères de distinction précités se confondent.

Compte tenu de la structuration des *sukuk*, les titulaires jouissent d'un droit personnel à l'encontre de l'émetteur en vertu du contrat d'émission ainsi que d'un droit aux utilités de l'actif sous-jacent. Dans cette catégorie de *sukuk*, le contrat sous-jacent ne transmet pas la possession de l'actif à l'émetteur. Dépossédé, l'émetteur gère l'opération en attendant que l'emprunteur exécute intégralement ses obligations de faire ou de payer en vertu du contrat sous-jacent. Et puisqu'en Islam, les prérogatives du propriétaire sur son bien ne peuvent être exercées en cas de dépossession, les *sukuk* adossés sur ces actifs sont équivalents à un titre de créance (*bonds*)⁵⁷⁷. La dépossession peut être permanente (Sous-section 1), ou temporaire (Sous-section 2).

Sous-section 1. Les *sukuk* représentatifs d'un droit personnel à titre permanent

Il existe trois structures de *sukuk* qui confèrent au souscripteur un droit personnel permanent : les *sukuk al salam*, les *sukuk al murâbaha* et les *sukuk* de services. Tous les contrats sous-jacents des *asset-based sukuk* impliquent une vente à terme (*bay' mu-ajjal*), alors que les *asset-backed sukuk* ont pour sous-jacent un contrat déjà été exécutés dès la conclusion du contrat.

Par conséquent, à la maturité des titres, l'emprunteur des *asset-based sukuk* doit soit acheter et livrer la chose (*sukuk al salam*) qui n'était pas en sa possession pendant la durée de l'opération (§1), soit régler le prix de la chose dont il a été livré (*sukuk al murâbaha*) (§2), ou encore effectuer une prestation de services préalablement payée (*sukuk* de services/*khadamâte*) (§3). La rémunération des souscripteurs proviedra donc du prix de l'actif dû par l'emprunteur et non d'un quelconque droit de jouissance sur l'actif. La nature obligataire étant prédominante dans cette catégorie de *sukuk*, ils sont restreints à la cession sur le marché secondaire en vertu du principe de l'interdiction de vendre la dette par la dette (*bay' al dayn*).

⁵⁷⁷ Moody's, *Investors services, The future of sukuk*, ét. précit., p. 1 ; Sheikh Taqi Usmani, *Sukuk and their contemporary applications*, ét. précit., p. 4.

§1. *Sukuk al salam*⁵⁷⁸

Sous la pression des banques islamiques en besoin d'améliorer leur gestion des liquidités, l'Organisation de la conférence islamique a fini par autoriser les *sukuk al salam*, sous réserve de maturité à très court terme, et de détermination précise du délai de livraison ainsi que du descriptif du bien objet du *salam*⁵⁷⁹. Pourtant, elle avait interdit l'émission de *sukuk* similaires aux *zero bonds/prize bonds* jusqu'en 1990⁵⁸⁰. Les contrats *salam*⁵⁸¹ et *murâbaha* sont des contrats à terme acceptés en *Chari'a*. Lorsque le contrat à terme comporte le report des deux obligations, comme c'est le cas des contrats *forward* et *futures*⁵⁸², la vente de la dette par la dette est caractérisée⁵⁸³.

Mécanisme. Régis par le standard 10 et les articles 3/3 et 5/1/5/3 du standard 17 des normes *chari'atiques* AAOIFI, les *sukuk al salam* sont des titres financiers à court ou très court terme, dont le sous-jacent est un contrat de vente *salam*⁵⁸⁴ conclu entre l'emprunteur (souvent banque islamique ou organisme public) et l'entité émettrice. L'emprunteur ayant déjà reçu le prix de l'actif au moyen des fonds collectés auprès des souscripteurs, aura la charge de livrer l'actif au terme convenu au contrat sous-jacent lequel correspond au terme des *sukuk al salam* stipulé dans le prospectus. L'émetteur qui agit pour le compte des souscripteurs n'étant pas intéressé d'être livré de l'actif, procède à sa vente à un tiers (souvent tiers arrangeur) au moyen d'un *salam* parallèle ou d'une promesse unilatérale d'achat⁵⁸⁵ avant d'en reverser le prix aux souscripteurs.

⁵⁷⁸ AAOIFI, standard 10, art. 2/2 : Le terme *salaf* ou vente peuvent également être utilisés dès lors que le concept est clairement exposé au contrat : *A contrat of salam may be concluded using the word salam or salaf or sale or any term that indicates sale of a prescribed commodity for deferred delivery in exchange for immediate payment of the price*”.

⁵⁷⁹ Al Jaziri, *Kitâb al fiqh 'ala al mazhab al arba'*, éd. Dâr Al kotob al 'ilmiyya, Beyrouth, 2003, vol. II, p. 280.

⁵⁸⁰ OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 60/11/6, “*Bonds*”, 14-20 mars 1990. La vente des *zero bonds* se fait au prix inférieur à la valeur nominale, et celle des *prize bonds* se fait à un prix prédéterminé. Dans les deux cas, il y a atteinte aux prescriptions de la *Chari'a*.

⁵⁸¹ Coran, Sourate de la vache, n° 282 : « Ô croyants ! Lorsque vous contractez une dette à terme, consignez-la par écrit et qu'un rédacteur requis par vous en enregistre les clauses avec fidélité. (...) N'omettez pas de mettre par écrit tout acte de prêt, quel qu'en soit le montant et d'en préciser l'échéance. (...) » ; *Hadith* recueilli par Ibn 'Abbâs et relate notamment par Al Bukhâri, *op. cit.* n° 2240 ; Al Kâsâni, *op. cit.*, vol. VII, p. 101.

⁵⁸² OIC, *Fiqh academy*, résol., n° 63/1/7, 9-14 mai 1992, “*Financial markets*” : A propos des contrats dits options (produits dérivés de couverture des risques) V. II, b) : “*Since the object of the contract is neither a sum of money nor a utility or a financial right which may be waived, then the contract is not permissible in Shari'a* ” ; A propos des contrats sur marchandises avec report des deux obligations contractuelles, la raison *chari'atique* qui justifie l'interdiction, III, 1, pt 3 : “*This contract is not permissible because of the deferment of the two elements of the exchange. It may be amended to meet the well-known conditions of 'salam' (advance payment). If it does so, it shall be permissible*”.

⁵⁸³ M. El Gamal, *op. cit.*, n° 1.3, pp. 119 et 120 ; W. Al Zuhâili, *Al mu'âmalâte al mâliyya al mo'âssira*, *op.cit.*, pp. 131 et 132.

⁵⁸⁴ Les populations de la Péninsule arabique nommaient ce type de contrats *salam*, alors que celles de la région de l'Irak lui donnait l'appellation de *salaf*, v. Al Châfé'i, *op. cit.*, vol. IV, p. 181.

⁵⁸⁵ AAOIFI, standard 10, art. 6 sur le *salam* parallèle.

Les conditions *chari'atiques*. Comme tous les contrats islamiques à terme, tous les détails du contrat *salam* doivent être explicités dans le prospectus des *sukuk al salam*. Or l'emprunteur vendeur à terme ne connaît pas vraiment le prix de la chose à livrer au moment de sa livraison. Compte tenu du risque de fluctuation du prix entre le début de l'opération et son dénouement, les contrats *salam* et dont les *sukuk* qu'ils sous-tendent doivent être de courte durée (variable entre 3 mois à un an selon l'école jurisprudentielle concernée⁵⁸⁶). Le prix de l'actif à sa livraison, lequel n'est autre que la rémunération des souscripteurs est déterminable en référence au prix du marché (souvent *LIBOR/EURIBOR* ou d'autres références nationales)⁵⁸⁷. Sa détermination à l'avance constituerait un prêt à intérêt (*riba*). L'actif *salam* peut être un bien meuble, immeuble, un bien fongible sauf de la monnaie⁵⁸⁸.

La fixation de la rémunération des souscripteurs dès le début de l'opération est constitutive de *riba*. Le prix de l'actif doit correspondre à la valeur de l'émission selon les dispositions de l'article 5/1/5/3, et les comités de surveillance *chari'atique* en font une stricte application⁵⁸⁹. Le profit est hypothétique et ne sera connu qu'à l'échéance des titres et donc à la livraison/revente de l'actif, à l'issue de laquelle les investisseurs espèrent réaliser une plus-value, si les conditions du marché sont favorables. La pratique des *salam* parallèles et des promesses unilatérales d'achat démontre qu'ils servent d'outils de garanties du capital, puisque l'insertion d'un tiers (arrangeur) dans l'opération légalise la détermination du prix d'achat par rapport au prix initial majoré d'une marge⁵⁹⁰.

Souvent comparés aux *zero ou prize bonds*, les *sukuk al salam* ne peuvent être négociés sur le marché secondaire (article 5/2/14) avant la livraison de l'actif *salam*. Si une livraison périodique est approuvée par le comité, les *sukuk al salam* ne peuvent être négociés sur le marché secondaire qu'après avoir atteint un *ratio* de tangibilité égal à 33 % (parfois 50 %)⁵⁹¹.

⁵⁸⁶ L'Ecole mâlikite (Mâlik bin Anass) avait imposé la courte durée du contrat *salam* (3 jours, éventuellement assorti d'une condition *chart*), alors que la majorité des écoles y ont exigé l'absence de toute condition (*chart*) : Al Kâsâni, *op. cit.*, vol. VII., p. 101.

⁵⁸⁷ *Dubai International Financial Centre & Clifford Chance, sukuk guide book*, ét. précit., pp. 34 à 39.

⁵⁸⁸ AAOIFI, standard 10, art. 3/2.

⁵⁸⁹ *Dubai International Financial Centre & Clifford Chance, Sukuk Guide book*, 2009, pp. 34 et 35.

⁵⁹⁰ *Islamic Finance Qualification, op. cit.*, p. 186.

⁵⁹¹ AAOIFI, standard 17, art. 5.2/14 : "It is not permissible de trade in Salam certificates" ; *Dubai International Financial Centre & Clifford Chance, Sukuk Guide book*, 2009, *ibid.*

La banque centrale du Bahraïn émet fréquemment des *sukuk al salam* d'une durée ne dépassant pas un an. La dernière en date a été effectuée en avril 2018 pour un volume total de 3 mois avec un taux de profit espéré de 3,32 %⁵⁹².

§2. *Sukuk al murâbaha*

Mécanisme de la *murâbaha*. La *murâbaha* est un des contrats de vente à terme licites⁵⁹³ (*buyu' al âjâl* ou *buyu' mu-ajjala*) qui consiste en une livraison de l'objet du contrat dès sa conclusion, en contrepartie d'un prix différé augmenté d'une marge.

Basé sur la confiance entre les parties⁵⁹⁴, ce type de contrat fiduciaire (*trust sale*) inclut deux ventes successives où le *murâbeh*, qui est souvent le banquier, agit en qualité d'intermédiaire pour acquérir et livrer un bien désigné par l'emprunteur (*al âmer bil chirâ'a*), avant d'en percevoir le prix selon un échéancier prédéterminé. Malgré les nombreuses controverses qu'elle a suscitées, cette forme de vente à crédit a fini par obtenir l'aval des *fouqahâ*, dont le premier était le juriste Al Châfé'i⁵⁹⁵, et qui l'ont classée dans la catégorie des contrats de vente nommés⁵⁹⁶.

Embarras à l'égard de la vente double et le risque de *riba*. Compte tenu de l'interdiction par le Prophète de la double vente (*bay'atân fi bay'a/bay'atân fi wâhida*)⁵⁹⁷ et le spectre du *riba* omniprésent dans les esprits des *fouqahâ*, les ventes doubles sont licites sous réserve d'absence de marge entre les prix.

Alors que cette technique de double vente, connue sous le nom de *bay' al 'ayyina*⁵⁹⁸, n'est pas prohibée chez les châfé'ites dès lors que les contrats et leurs objets sont conformes à la *Chari'a* dans leur apparence, les hanbalites les ont classés dans la catégorie

⁵⁹² Banque Centrale du Bahrain, communiqué, 12 juin 2019. https://www.cbb.gov.bh/page.php?p=cbb_sukuk_al-salam_securities_subscribed_120619

⁵⁹³ OIC, *Fiqh academy*, résol., n° 40-41 (2/5 et 3/5), 10-15 déc. 1988, (sur l'exécution de la promesse et le contrat *murâbaha*).

⁵⁹⁴ Licéité basée sur un *Hadith* relaté par Abdallah bin 'Amr, retranscrit par Muslim, Al Bukhâri, Ibn Hanbal, dans lequel le Prophète a donné à l'exécution d'une promesse la valeur d'une obligation religieuse. V. W. Al Zuhâili, *Al Mu'âmalâte al mâliyya al mo'âssira*, op. cit., p. 70.

⁵⁹⁵ Al Châfé'i, *Al Omm*, éd. *Dâr Al wafa*, Arabie-Saoudite, 2001, vol III, p. 33.

⁵⁹⁶ Al Kasâni (hanafite), op. cit., vol VI, p. 180 ; Mâlik bin Anass, op. cit., n° 77, p. 667 ; Ibn Qudâma (hanbalite), op. cit., Vol. VI, pp. 266 et s. ; Ibn Taymiyya (châfé'ite), *fatâwas*.

⁵⁹⁷ *Hadith* du Prophète transmis par Abou Huraïra et relaté par : Muslim, *Sahih* ; Al Nassâ-i, Al Tirmizhi, *Al jâmé' al kabîr* ; cf. W. Al Zuhâili, *Al Mu'âmalâte al mâliyya al mo'âssira*, éd. *Dâr al fikr*, Damas-Beyrouth, 2002, p. 35 ; Un autre *Hadith* transmis par Aïcha la dernière épouse du Prophète, relayé notamment par Al Bayhaqi (châfé'ite), *Al Sunan al kubra*, op. cit., vol V, p. 330.

⁵⁹⁸ Ibn Hammam (hanafite), *Charh fath al qadeer*, op. cit., vol. VII, p. 213 ; Ibn 'Âbidîne (hanafite), op. cit., vol. VII, p. 613.

de ruses (*hiyal*), qui entraînent toute la nullité du contrat⁵⁹⁹. Les mâlikites eux, pensent que les contrats à terme sont valides dans leur principe sauf s'ils constituent une *bay' al 'ayyina*, laquelle selon eux, est caractérisée par l'écart entre les prix successifs. Cependant, et à l'instar des hanbalites, ils ont interdit les *bay' al 'ayyina* pour éviter qu'elle ne constitue un subterfuge pour contourner l'interdiction du prêt à intérêt⁶⁰⁰. Abou Hanifa, lui ne voit dans la *bay' al 'ayyina* aucune atteinte à la *Chari'a* s'il existe une période entre les deux ventes successives, ou un tiers inséré entre les parties à l'accord initial⁶⁰¹.

Légalisation de la vente à crédit. Dans les ventes à terme dont le prix est reporté, il existe plusieurs types de contrats autorisés, que nous pouvons regrouper dans deux catégories générales :

(i) *Bay' bil wafa* (ou *bay' al 'uhda*, *bay' al amâna*, ou *bay' al thanâya*) : une vente fiduciaire⁶⁰² avec report du prix où la transparence est totale entre le vendeur et l'acquéreur sur le prix et ses modalités, d'où le terme *wafa* ou *amana* qui désigne la loyauté du vendeur dans la conclusion des deux contrats. La *murâbaha* en fait partie⁶⁰³. Elle a été considérée comme un subterfuge (*hîla*) autorisé en droit musulman des contrats⁶⁰⁴.

(ii) la revente sans obligation de transparence sur le prix initial : elle s'apparente à une commande de bien déterminé que l'intermédiaire achète auprès d'un tiers et revend à son client, sans avoir à dévoiler le prix initial ni sa marge de profit. Il en existe deux sous-types : *al mussâwama* où le contrat est conclu sans précision sur le prix final, mais qui sera convenu lors de la livraison, et *bay' bithaman âjil*⁶⁰⁵ où le prix final est précisé au contrat sans distinction entre le coût de revient et de la marge bénéficiaire, aux côtés des autres détails propres au contrat (lieu, date de livraison, de paiement et autres modalités). Il existe une troisième forme de vente dont la rémunération n'est pas déterminée à la

⁵⁹⁹ Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. IV, n° 174 et s. ; Ibn Taymiyya, *op. cit.*, vol. XXIX, n° 446 et s.

⁶⁰⁰ Littéralement, la théorie de *sadd al tharâ-i'* considère que certains outils juridiques licites peuvent être interdits compte tenu de la présomption d'illicéité qui pèse sur l'opération ; M. Al Bogha, *op. cit.*, p. 572 ; W. Al Zuhâili, *Ossoul al fiqh al islâmi*, éd. *Dâr al fikr* Damas, 1986, vol. II, p. 873.

⁶⁰¹ Ibn Âbidîne, *op. cit.*, vol. V, p. 225.

⁶⁰² Majalla, art. 118 : « La vente à réméré ou *bey bil vefa* est une vente sous condition de restitution de la chose en contrepartie de la restitution du prix ». La vente *bay bil wafa*, est classée dans la catégorie des « sûretés ».

⁶⁰³ C. civ. des Emirats Arabes Unis (en arabe), art. 584 : la revente de la chose même à son vendeur initial (*bay al 'ayyina*) est acceptée si elle équivaut à une *murâbaha* (vente avec marge) non constitutive de prêt à intérêt.

⁶⁰⁴ S. Mahmassâni, *Falsafat al tachri' fil Islam*, *op. cit.*, p. 245.

⁶⁰⁵ Littéralement, vente à terme.

conclusion du contrat. Elle consiste en une gratification pour la prestation d'intermédiation accomplie (*jo'âla*).

La licéité de la *murâbaha* classique⁶⁰⁶. Dans le droit financier contemporain, les banques et institutions financières islamiques ont souvent recours à la conclusion de contrats *murâbaha* pour financer l'acquisition de logements par leurs clients particuliers. La marge qui frappe le prix initial n'a pas été jugée *ribawi*, puisqu'elle correspond, non pas à la rémunération du temps écoulé, mais au prix de la prestation de l'intermédiaire financier à trouver et conclure avec le tiers pour le compte de son client. Ce type de vente à terme a été approuvé par l'Organisation de la conférence islamique en 1988⁶⁰⁷.

La transparence du contrat *murâbaha* la distingue sensiblement du contrat de vente à terme classique *bay' bi thaman âjil* et du contrat *mussâwama*, en ce sens que le prix dans ces deux contrats est déterminé de manière globale sans que le montant de la marge ni le prix d'acquisition auprès du fournisseur ne soient précisés distinctement l'un de l'autre. Il est également possible que la *murâbaha* serve de contrat-cadre avec livraison immédiate et paiement échelonné selon un calendrier bien établi à l'avance⁶⁰⁸, pour un donneur d'ordre.

La forme de *murâbaha* pratiquée par les institutions financières islamiques.

Selon les dispositions de l'article 2/1/3 standard 8 AAOIFI relatif à la *murâbaha*⁶⁰⁹, un ordre d'acheter est formulé sous forme de promesse d'acheter, révocable ou irrévocable⁶¹⁰, dans laquelle les caractéristiques du bien, le fabricant/fournisseur et toutes les modalités relatives à l'opération de double vente. Le donneur d'ordre devra s'acquitter d'une somme d'argent (*hâmiche al jiddiyyah*) qui garantit sa capacité à dédommager l'intermédiaire en cas de non-exécution de sa promesse irrévocable d'acheter⁶¹¹, et que la banque devra lui restituer

⁶⁰⁶ OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 64/2/7, 9-14 mai 1992, art. 1^{er}, à propos des ventes à crédit (*installment sale*).

⁶⁰⁷ OIC, *Fiqh academy*, résol., n° 40-41 (2/5 et 3/5), 10-15 déc. 1988, précit.

⁶⁰⁸ Financement par contrat *murâbaha* entre PIA (Pakistan International Airlines) et IICG (Islamic Investment Company of the Gulf) en 1995 pour l'acquisition immédiate de kérozène pour les besoins des aéronefs, avec un paiement échelonné sur une période de 2 ans. Rapport provisoire PIA, http://www.piac.com.pk/PIA_About/profiles/2005/Interim_rpt_1st_qtr.pdf; mention faite dans MBA Finance, ouvrage collectif, M. Bertonèche, A. Bilan, N. Bouzou, A. Cartapanis, J.-F. Casta, F. Seddaha, E. Cohen, J.-M. Dalbarade, A. Douhane, P. Fernandes, D. Folus, C. Gimet, C. Gresse, P. Poncet, R. Portait, O. Ramond, M. Ruimy, J.-M. Rocchi, B. Soltani, O. Tabatoni, 2^{ème} éd., Eyrolles, 2017, p. 712.

⁶⁰⁹ AAOIFI, standard 8, art. 2/1/3 : "The customer's wish to acquire the item does not constitute a promise, or commitment, except when it has been expressed in due form. (...)".

⁶¹⁰ OIC, *Fiqh academy*, résol., n° 40-41 (2/5 et 3/5), 10-15 déc. 1988, art. 2, relative à la *murâbaha* et précisant que le caractère unilatéral de la promesse n'oblige pas le promettant.

⁶¹¹ AAOIFI, standard 8, art. 2/5/3 et 2/5/4, *Murâbaha to the purchase orderer*. Art. 2/5/3 : "It is permissible for the institution in the case of binding promise by the customer, to take a sum of money as *hamish jiddiyyah* (ie security deposit). This is to be paid by the customer at the request of the institution, both as an indication of the financial capacity of the customer and to ensure the compensation of any damage to the institution arising from a breach by the customer of his binding promise. Having

ou déduire du montant total de la *murâbaha* si le donneur d'ordre accepte le contrat⁶¹². Après avoir acquis l'actif auprès du fournisseur, le vendeur demande ou exige son acceptation par le donneur d'ordre⁶¹³, selon que la promesse est révocable ou non. Le *hâmiche al jiddiyyah* ou littéralement, la « marge de fermeté », ne ressemble pas aux arrhes, ni à l'acompte, en ce sens, que bien que le montant ne soit réglé que pour prouver le caractère ferme de promesse, et compenser les dommages éventuellement subis par le *murâbeh* du fait du désistement du « donneur d'ordre ». Le montant déposé à titre de *hâmiche al jiddiyya* est à déduire des dommages réels effectivement subis du fait du désistement.

Propriété et possession dans une vente *murâbaha*. Dans le système financier Malaisien (châfê'ite), le transfert de l'actif *murâbaha* est souvent effectué par l'institution financière au moyen d'un abandon de son droit de propriété (*takhliya*) et d'un transfert physique de l'actif entre les mains de l'acquéreur (*tamkin*) afin de lui permettre une possession réelle (*qabd haqiqi* ou *qabd hukmi*)⁶¹⁴. Contrairement à la doctrine châfê'ite, les normes AAOIFI considèrent que la seule conclusion du contrat *murâbaha* (et non de la promesse d'achat) suffit à transférer la propriété de l'actif dans le patrimoine de l'acquéreur⁶¹⁵, la mise en possession ne suffit pas à elle seule pour ce faire⁶¹⁶. Le financier intermédiaire ne saurait retenir la propriété de l'actif jusqu'au paiement intégral de son prix par l'acquéreur, mais pourrait en reporter l'inscription au registre⁶¹⁷.

taken hamish jiddiyyah, the institution need not to demand compensation for damage as this may be charged against the hamish jiddiyyah. The hamish jiddiyyah is not considered as 'urbun. (...). Art. 2/5/4 : “In the case of the customer's breach of his binding promise, the institution is not permitted to retain hamish jiddiyyah as such. Instead, the institution's rights are limited to deducting the amount of the actual damage incurred as a result of the breach, namely the difference between the cost of the item to the institution and its selling price to a third party. The actual damage to the institution may not include the loss of its mark-up in the Murabaha transaction, that is, its opportunity loss”.

⁶¹² AAOIFI, standard 8, art. 2/5/5 : “when the customer has fulfilled his promise and executed the contract of Murabaha to the purchase orderer, the institution must refund hamish jiddiyyah to the customer. (...)”.

⁶¹³ AAOIFI, standard 8, art. 3/1/2, exposant la conclusion du contrat soit à l'issue d'une réunion effective, soit par l'officialisation d'un échange d'offre et d'acceptation.

⁶¹⁴ Bank Negara Malaysia, *shariah requirements for murâbaha*, art. 13.5 : “the ownership in the murabaha asset must be effectively transferred from the seller to the purchaser” ; Art. 13.6 : “the transfer of ownership is effected upon entering into a valid purchase and sale contract eventhough there is no legal registration of the ownership, provided that the purchase and sale is supported by evidence of the transaction” ; Art. 13.7 : “ the transfer of ownership shall take effect by the seller disposing of the right of ownership (*takhliyah*) resulting in the purchaser having access to the asset (*tamkin*) and assuming its risk through any mechanism permitted by the Shari'a and generally accept by the customary business practices ('urf tijâri)”. http://www.bnm.gov.my/guidelines/05_shariah/CP_Murabahah_122013.pdf

⁶¹⁵ AAOIFI, standard 8, art. 5/4 : “it is not permissible to stipulate that the ownership of the item will not be transferred to the customer until the full payment of the selling price. However, it is permissible to postpone the registration of the asset in the customer's name as a guarantee of the full payment of the selling price”.

⁶¹⁶ AAOIFI, standard 8, art. 4/1 : “It is not permitted for the institution to consider that the contract of Murabaha to purchase orderer is automatically concluded by its mere taking possession of the asset. (...)”.

⁶¹⁷ AAOIFI, standard 17, art. 5/4, précit.

Dans ce contexte, le propriétaire islamique n'étant que le titulaire du droit aux utilités économiques d'un bien ne pourrait assumer les charges et les risques de l'actif *murâbaha* que s'il n'en acquiert la possession effective⁶¹⁸.

Sukuk al murâbaha, dérogation au principe. Par dérogation à la règle selon laquelle la propriété et la possession sont confondues dans une *murâbaha* classique, un *sakk* adossé sur une vente *murâbaha* ne confère pas de droit de propriété à son propriétaire, mais plutôt aux souscripteurs tel que l'article 3/5 du standard 17 en dispose : « *the certificate holders become the owners of the Murabaha commodity* ».

Bien que tout type de biens puisse valablement constituer un actif *murâbaha*, dans la limite de la *Chari'a*, les émissions de *sukuk al murâbaha* les plus fréquentes utilisent les marchandises ou matières premières (*commodity*) comme collatérales⁶¹⁹.

En fin d'opération, l'actif peut être conservé par l'emprunteur si l'opération a été initiée par celui-ci pour financer son acquisition. *A contrario*, si celle-ci a été diligentée à l'initiative des investisseurs, l'actif *murâbaha* qui n'est acquis que pour habiller islamiquement l'opération de financement, sortira de l'opération en exécution d'une vente faite à un tiers en fin d'opération (*tawarruq*). Le prix de vente sera payé aux souscripteurs qui auront espéré la réalisation d'une plus-value par rapport au prix initial.

Conditions et verrous *chari'atiques*. La cession d'un actif *murâbaha* déroge aux règles fondamentales qui lui sont appliquées lorsque vente est effectuée dans le cadre d'une opération de *taskik*. Conformément aux dispositions de l'article 3/5 du standard 17 AAOIFI, le propriétaire de l'actif *murâbaha* est l'ensemble des souscripteurs qui ont monnayé son acquisition en contrepartie de *sukuk*, et non pas l'emprunteur/possesseur (*hiyâza* ou *qabd*⁶²⁰) de l'actif, comme le soulignent les dispositions de l'article 5/4 du standard 8 relatif à la *murâbaha* classique. Cette disparité mérite explication.

⁶¹⁸ AAOIFI, standard 8, art. 3/2/2 : « *The condition that possession of the item must be taken by the institution (before its onward sale to the customer) has a specific purpose: that the institution must assume the risk of the item it intends to sell. This means that the item must move from the responsibility of the supplier to the responsibility of the institution. Similarly, it is obligatory that the point when the risk of the item is passed on by the institution, to the customer be clearly identified, with reference to the stages in which the item is transferred from one party to another* ».

⁶¹⁹ AAOIFI, standard 17, art. 3/5 et 5/1/5/5.

⁶²⁰ Dictionnaire juridique, *Dâr al kotob al 'Ilmiyya*, Beyrouth, éd. 2007 ; terme utilisé par AAOIFI, *qabd*.

En effet, le recours à un contrat de *murâbaha* classique est souvent une opération de financement d'actifs pour les particuliers qui souhaitent les conserver après le paiement intégral des périodicités. Mais la *murâbaha* constitue également un moyen de financement de prêt aux entreprises par l'entremise d'une institution financière. En droit musulman, le devoir du propriétaire d'assumer les risques inhérents à son bien est conditionné par la livraison et plus précisément de possession, en vertu du principe des « bénéfices contre charges⁶²¹ ». Les dispositions du standard 8 AAOIFI interdisent que le transfert de propriété à l'acquéreur/emprunteur soit reporté jusqu'au paiement complet du prix *murâbaha* convenu. Ainsi, le premier achat effectué par l'émetteur agissant en qualité d'intermédiaire (*murâbeh*) effectué auprès du fournisseur/fabricant doit lui permettre une possession de l'actif, avant de procéder à sa revente à l'emprunteur (*âmer bil chirâ-a*).

Dans le cas de *sukuk al murâbaha*, l'emprunteur n'est pas le propriétaire de l'actif *murâbaha* titrisé, mais simplement le gestionnaire détenteur de l'actif. Par conséquent, les souscripteurs en sont les propriétaires islamiques titulaires de ses utilités économiques, mais qui ne peuvent valablement le céder faute de possession⁶²². Ils devront attendre la maturité de l'opération. Par conséquent, la scission entre la propriété et la possession est caractéristique d'endettement pour les souscripteurs, qui prive les *sukuk al murâbaha* de négociabilité sur le marché secondaire, avant que l'émetteur n'en ait pris possession, ou perçu l'intégralité des versements à titre de prix échelonné dans le temps⁶²³.

Outre le *gharar* caractérisé notamment par la vente de la dette, les comités de surveillance *chari'atique* qui examinent la licéité d'un dossier de financement islamique exigent, en prémunition de *riba*, une symétrie entre les versements effectués par l'emprunteur possesseur et la rémunération périodique rétrocédée aux souscripteurs par le biais de l'émetteur.

§3. *Sukuk de services/sukuk al khadamâte*

Les articles 3/2/3 et 3/2/4 du standard 17, relatifs aux *sukuk milkiyyat al khadamâte* ou *sukuk of services*, permettent la titrisation islamique d'un contrat de prestation

⁶²¹ Al Siouti, *op. cit.*, pp. 135 et 136 ; Codifiés respectivement aux articles 87 et 85 de la Majalla (*Al ghum bil ghum*).

⁶²² *Hadith* rapporté par Hakîm bin Hizâm et retranscrits notamment par Muslim et Al Tirmizhi, *Al Jâme' al kabir lil sounan*, éd. *Dâr Al gharb al islâmi*, Beyrouth, 1996, vol. III, p. 534.

⁶²³ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/12.

de services notamment dans un institut d'enseignement supérieur déterminé (article 3/2/3) ou à désigner dans l'avenir (article 3/2/4). L'emprunteur s'engage à rétrocéder aux souscripteurs les revenus générés par la prestation de service et qui sont constitués les frais d'inscription collectés auprès des étudiants. En contrepartie des fonds levés pour le financement de la recherche, l'emprunteur obtient d'un tiers l'exécution de la prestation. Deux éléments ressortent des caractéristiques des *sukuk al khadamâte* : (i) la prestation de service (*'amal*) est considérée par les instances AAOIFI comme un actif tangible titrisable selon la *Chari'a*, et (ii) le droit des souscripteurs est un droit aux revenus générés par l'exploitation d'une prestation de service (louage de services)⁶²⁴. L'impossible possession d'une prestation de service prive les *sukuk* de négociabilité⁶²⁵.

Il pèse ainsi sur l'emprunteur qui promet le fait d'un tiers une obligation de faire, laquelle s'interprète comme un droit personnel, dont l'inexécution ne donne lieu au paiement de dommages et intérêts qu'en cas d'exécution forcée impossible, selon l'article 1121 du Code civil français⁶²⁶, et ce, depuis l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016. De plus, il y a superposition de deux droits personnels : l'un au profit des souscripteurs à l'encontre de l'émetteur, et l'autre de l'emprunteur à l'encontre du véritable prestataire de services.

Cette conception de la « propriété » des souscripteurs est étrangère au droit musulman moderne, qui, grâce à l'influence du droit français⁶²⁷, a adopté la conception française du droit de propriété⁶²⁸. Mais elle est toutefois conforme à la conception classique puisqu'un contrat de prestation de service est islamiquement considéré comme un louage de service (*ijâra*) lequel est comparable à un droit de jouissance, aux termes des articles 420⁶²⁹ et 421 de la Majalla⁶³⁰. Malgré sa qualification de propriété islamique le droit des

⁶²⁴ Majalla, art. 405 : « En arabe, le terme *Idjaré* signifie loyer, mais on l'emploie aussi dans le sens de louage. Employé comme terme de droit, il (le louage) signifie la vente de la jouissance d'une chose déterminée, ou des services d'une personne, contre un prix également déterminé ».

⁶²⁵ AAOIFI, standard 17, art. 5/2/9 et 5/2/10. Le premier article interdit la cession sur le marché secondaire des *sukuk* de services d'une personne désignée après la conclusion du contrat de louage de service entre elle et l'organisme emprunteur. Le deuxième article considère que le *sukuk* de services d'un prestataire non désignée non sont pas négociables sur les marchés.

⁶²⁶ C. civ., art. 1121 : « Toute obligation de faire ou de ne pas faire se résout en dommages et intérêts en cas d'inexécution de la part du débiteur ».

⁶²⁷ A.-R. Al Sanhoury, *Al Wassit*, op. cit., vol. VIII, op. cit., pp. 6 à 9 et 183 et s.

⁶²⁸ A.-R. Al Sanhoury, *Al Wassit*, op. cit., vol. VIII, op. cit., p. 6.

⁶²⁹ Majalla, art. 420 : « Dans le louage, l'objet principal du contrat est la jouissance ».

⁶³⁰ Majalla, art. 421 : « Au point de vue de l'objet du contrat, le louage se divise en deux espèces : 1° le louage qui a pour objet la jouissance des choses dans lequel la chose s'appelle (...) chose donnée à loyer ou chose prise à loyer. Ce genre de louage se subdivise en louage d'immeubles tels qu'une maison, un champ, etc. en louage de marchandises (...) tels que vêtements, vases, etc. et la location d'animaux. 2° le louage d'ouvrage ou celui qui a pour objet le travail des personnes et dans lequel à la place de la chose louée, il y a à la place, la personne qui engage ses services. Tel est par exemple le cas, lorsqu'on engage, moyennant salaire un ouvrier ou un domestique. Cette deuxième catégorie comprend le louage d'art et d'industrie. Ainsi lorsqu'on fait

souscripteurs aux *sukuk* de services n'est qu'un droit personnel aux revenus, qu'ils ne pourront exercer qu'à l'encontre de l'émetteur qui pourra se tourner contre l'emprunteur.

Concrètement, le contrat sous-jacent lie l'emprunteur aux souscripteurs représentés par l'émetteur. Un organisme d'enseignement supérieur privé ne saurait donner aux investisseurs un droit d'exploitation d'un de ses cursus universitaires notamment parce qu'ils servent à rémunérer les enseignants et autres membres du personnel et régler les frais de fonctionnement de l'entité qui gère le cursus. Il est encore moins concevable de céder ce droit, pourtant autorisé à l'article 5/1/5/2 c) sous certaines conditions.

Sous-section 2. Les *sukuk* représentatifs d'un droit personnel transitoire : *sukuk al istisnâ'*

Les *sukuk al istisnâ'* ont un statut hybride. Ils représentent des *sukuk* de type *asset-based* avant l'exécution des travaux prévus au contrat sous-jacent et revêtent après la livraison de l'actif achevé la caractéristique des *asset-backed sukuk*.

Utilité. Régis pour l'essentiel par les articles 3/4 et 5/1/5/4 du standard 17 AAOIFI⁶³¹, les *sukuk al istisnâ'* visent à mobiliser des fonds pour la construction ou la fabrication de biens qui seront exploités dans l'intérêt des souscripteurs, pendant la durée des titres. Qu'il soit à construire intégralement ou à réaménager⁶³², l'actif *istisnâ'* est un bien en état futur d'achèvement.

Mécanisme et verrous *chari'atiques*. Dans ce type de *sukuk* finançant des projets industriels commerciaux, l'emprunteur est souvent une banque islamique ou organisme public qui obtient de l'entité émettrice la levée des fonds nécessaires à l'acquisition du terrain et la construction des travaux. Le contrat *istisnâ'* est scindé en deux périodes : avant et après la livraison de l'ouvrage/bien.

faire un habit à un tailleur qui fournit l'étoffe, ce contrat s'appelle commande, mais lorsqu'on fournit l'étoffe soi-même il y a louage d'industrie ».

⁶³¹ AAOIFI, standard 17, art. 3/4 : "These are certificates of equal value issued for the purpose of mobilizing funds to be employed for the production of goods so that the goods produced come to be owned by the certificate holders"; Art 5/1/5/4 : "The issuer of these certificates is the manufacturer (supplier/seller), the subscribers are the buyers of the intended product, while the funds realized from subscription are the cost of the product. The certificate holders own the product and are entitled to the sale price of the certificates or the sale price of the product sold on the basis of a parallel *Istisnâ'*, if any".

⁶³² La distinction souvent utilisée est celle de « *green field* et *brown field project finance* ».

Dans la première partie, un contrat *istisnâ'* est conclu sous forme de contrat-cadre de vente entre la *SPV* émettrice et l'emprunteur. Le transfert de propriété au profit des souscripteurs opère dès la signature de ce contrat-cadre. Le commencement des travaux prive l'emprunteur de son droit de rétractation. Lors des travaux, il s'acquittera des loyers périodiques entre les mains de la *SPV* émettrice pour le compte des souscripteurs, en vertu d'un premier bail dont le terme est fixé à la date de livraison de l'actif achevé.

La mise en location d'un bien indisponible à la conclusion du contrat a soulevé de nombreuses controverses quant à son caractère *chari'atique*. Appelé *ijara mawsoufa bil dhimma*, ou *forward lease agreement*, ce bail anticipé n'est qualifié de bail (*ijâra*) qu'à la prise de possession des lieux, ce qui constitue un *gharar* avéré. Les loyers payés par anticipation taxent le bail de *gharar*⁶³³. Toutefois un *Hadith* mentionnait le recours du Prophète à l'achat d'un siège en bois commandé auprès d'un menuisier qui le lui livrera après l'avoir fabriqué (*istisnâ'*), alors qu'un autre écrit témoignait de l'achat par le Prophète d'un bien qui sera livré dans l'avenir (qu'ils ont apparenté au contrat *salam*)⁶³⁴. L'*istisnâ'* étant constitué d'un contrat de vente précédé d'un contrat à terme *salam*, l'ensemble a été jugé conforme à la loi musulmane⁶³⁵.

La deuxième phase. Dès l'acquisition de l'actif achevé, l'emprunteur résilie le premier bail, et en conclut un autre dont l'échéance correspond à la maturité des *sukuk*. Ceci marque la deuxième phase des *sukuk al istisnâ'* qui ressemblent désormais à des *sukuk al ijâra*. Le contrat *ijâra* sera assorti d'une promesse unilatérale d'achat (*wa'd bil shirâ*) faite par l'emprunteur et croisée d'une promesse unilatérale de vente (*wa'd bil bay'*) conclue par l'émetteur. Ces promesses sont conclues dans des documents séparés du contrat *ijâra* afin qu'elles conservent le caractère licite⁶³⁶.

⁶³³ Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.* vol. VI, n° 759 in fine, p. 298 ; Ibn Juzâi (mâlikite), *Al qawânine al fiqhiyya*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 1983, pp. 169 et 170, où l'auteur avait recensé les cas de *gharar*, dont l'incapacité à mettre son cocontractant en possession du bien objet du contrat.

⁶³⁴ Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. VI, p. 384 ; Al Kâsâni (hanafite), *op. cit.*, vol. V, pp. 201 à 215.

⁶³⁵ *OIC, Fiqh academy*, résol. n° 65 (3/7), 9-14 mai 1992. Le Conseil de droit musulman de l'Organisation de la conférence islamique avait jugé licite de conclure ce type de contrat sous réserve de mentions détaillées sur les caractéristiques de l'actif et le délai de livraison. Notons que les hanafites avaient légalisé ce type de contrats à terme par mécanisme d'*istihsân* alors que les autres écoles ne l'avaient pas autorisé sous cette forme mais plutôt sur soit celle du *salam* soit celle de l'*ijâra*.

⁶³⁶ AAOIFI standard 9, art. 8/1 al. 2 : "In all these cases, the separate document evidencing a promise of gift, promise of sale or a promise of gift contingent on a particular event, should be independent of the contract of *Ijarah muntahiya bittamleek* and cannot be taken as an integral part of the contract of *ijarah*".

Sommairement, l'opération est contractualisée par une vente *istisnâ'* suivie de deux baux consécutifs (parfois un seul comme c'est le cas au *Dubai International Financial Centre*⁶³⁷), un contrat d'entreprise/de mandat et une promesse unilatérale d'achat de l'emprunteur croisée d'une promesse unilatérale de vente souscrite par la *SPV* émettrice. Le régime est celui de *sukuk al salam* suivi du régime applicable aux *sukuk al ijâra* pour les deux phases successives.

⁶³⁷ *Dubai International Financial Centre & Clifford Chance, Sukuk Guide book*, 2009, pp. 40 à 45.

Conclusion du Chapitre II

La structuration des *sukuk* au moyen de la juxtaposition du contrat d'émission au contrat sous-jacent de vente de l'actif et la mise en place d'une symétrie des objets des obligations contractuelles justifie la transmission de l'actif tangible au profit des souscripteurs et par conséquent, le transfert d'un droit de propriété islamique sur celui-ci. Les valeurs mobilières de droit français n'ont pas cette faculté.

Pour pouvoir produire un gain légitime, l'actif sur lequel un *sakk* peut valablement être adossé est soit une chose, soit un droit relatif à une chose, soit une prestation de service. Seul le transfert de la pleine propriété de la chose permet à l'acquéreur de jouir de toutes les prérogatives du propriétaire, qui sont l'*usus*, le *fructus* et l'*abusus*. C'est le cas des *sukuk al ijâra*, et des *sukuk* participatifs (*sukuk al mushâraka*, *sukuk al mudâraba* et *sukuk al wakâla*). Alors que le contrat sous-jacent aux *sukuk al ijâra* transfère la propriété de l'actif qu'aux seuls investisseurs souscripteurs, les *sukuk* participatifs sont adossés sur un actif dont l'acquisition a été faite par une société constituée par l'emprunteur et par les souscripteurs représentés par l'émetteur.

Même lorsque le contrat sous-jacent ne transmet qu'un droit d'exploitation de l'actif, le droit des souscripteurs est *jus in re*, puisque sa possession est confiée à l'émetteur qui en assure l'exploitation pour leur compte conformément aux stipulations contractuelles figurant au prospectus. Ceci est le cas des *sukuk al manfê'a* ainsi que les *sukuk al ijâra* de propriété économique (*beneficial ownership*). C'est la raison pour laquelle les *sukuk* conférant aux souscripteurs un *jus in re* sur l'actif sous-jacent qui sera exercé par l'émetteur, ont été qualifiés d'*asset-backed* puisque le titre est adossé à une chose ou un droit sur une chose réellement transférée entre les mains de l'émetteur.

En revanche, les *sukuk* de type *asset-based* n'emportent aucun droit de propriété au profit de leurs souscripteurs, ni au sens du droit musulman ni au sens du droit français. Leur rémunération provient de l'exécution par l'emprunteur du contrat sous-jacent. L'émetteur n'aura qu'à s'assurer que l'emprunteur payera l'intégralité des

sommes dues pour son acquisition de l'actif tangible (*sukuk al murâbaha*) ou acheter et livrer l'actif ou son produit de vente (*sukuk al salam*) ou encore rétrocéder les revenus générés par la prestation de services (*sukuk al khadamâte/sukuk de services*). Dépossédé, l'émetteur est privé de tout droit direct sur l'actif. Il ne peut exercer pour le compte des titulaires de ces *sukuk* qu'un personnel diligenté à l'encontre de l'emprunteur. Partant, cette catégorie de *sukuk* est qualifiée de titre de créance, puisque ses titres confèrent un double droit personnel : un à l'encontre de l'émetteur tenu de rétrocéder les sommes perçues au titre du contrat sous-jacent conformément aux termes du contrat d'émission, et un autre à l'encontre de l'emprunteur qui ne sera exercé qu'à travers l'émetteur.

Conclusion du Titre I

Créés par voie d'émission, représentés par inscription en compte et transmis par voie de négociabilité, le *sakk* a les mêmes caractéristiques que les titres financiers au sens de l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier. Les termes de l'article 2 du standard 17 AAOIFI, qui disposent que le *sakk* confère à son titulaire un droit de propriété sur l'actif sous-jacent donnent l'impression que le *sakk* et la valeur mobilière obligataire de droit commun ne se ressemblent point, surtout que cette dernière représente légalement un droit de créance à l'encontre de l'émetteur⁶³⁸.

Si le législateur et le juge français reconnaissent le droit de propriété de l'actionnaire, ce droit se limite à une quote-part du capital social. Il ne s'étend pas aux actifs sociaux. L'émission de l'action pour une durée illimitée et l'imprévisible réalisation et distribution des dividendes aux actionnaires distinguent le *sakk* de l'action de droit commun, et même celle du droit musulman.

Toutefois, nul titulaire ou porteur de titres financiers de droit français ne saurait se prévaloir d'un droit de propriété au sens d'un *jus in re* sur l'actif sous-jacent d'un titre de créance⁶³⁹, d'un titre de capital⁶⁴⁰ ou même d'une part d'un fonds commun de placement ou d'un fonds commun de titrisation⁶⁴¹. Alors qu'un courant doctrinal a comparé le droit du titulaire d'un *sakk* à celui d'un détenteur de parts d'un fonds commun de titrisation⁶⁴², nous estimons plutôt que les droits des souscripteurs d'un *sakk* sont similaires à ceux des obligataires. Ils résultent d'un *jus in personam* détenu à l'encontre de l'émetteur en vertu du contrat d'émission qui comporte les caractéristiques d'un prêt assorti d'un mandat. Ce droit personnel est assorti d'un autre droit que le standard 17 AAOIFI appelle « droit de propriété » et qui est transmis par le contrat sous-jacent. Il donne droit soit à recevoir l'actif tangible soit à son prix. Si la possession de l'actif est confiée à l'émetteur, les souscripteurs posséderont par autrui

⁶³⁸ C. monét. et fin., art. L. 213-5 et L. 213-0-1.

⁶³⁹ J.-P. Bouère, H. de Vauplane et *alii*, *op. cit.*, n° 62, p. 138.

⁶⁴⁰ H. Le Nabasque, « Les actions sont des droits de créance négociables », *Mélanges offerts à Y. Guyon*, Dalloz, 2003, pp. 389 et 671.

⁶⁴¹ Th. Bonneau, « Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances et le droit civil », *RTD Civ*, 1991, n° 35, p. 1. Selon l'auteur, même si les détenteurs de parts de ces fonds sont considérés jouir d'un droit de copropriété indirect sur l'actif du fonds, ils demeurent dépouillés des prérogatives du propriétaire. Ils deviennent titulaires d'un droit de créance détenu à l'encontre de l'émetteur, lequel est de surcroît dépourvu de personnalité morale. Notons que les fonds communs de créance revêtent aujourd'hui l'appellation de fonds commun de titrisation.

⁶⁴² F. Barrière, « Propriété fiduciaire et *Sukuk* », *JCP E*, 10 mars 2011, n° 10, p. 23 et s.

(comme dans une possession *corpore alieno*). Ce droit revêtra les caractéristiques d'un *jus in re* indirect, tel que c'est le cas des *sukuk al ijâra*, *sukuk al manfê'a*, *sukuk al istisnâ'* dans la deuxième phase et les *sukuk participatifs*. Lorsque l'émetteur n'en est pas le possesseur pendant l'opération, les *sukuk* sont adossés à des contrats sous-jacents qui n'ont pas encore été exécutés. Par conséquent, les souscripteurs auront droit à recevoir la chose qu'ils ont achetée au sens d'un *jus ad rem*⁶⁴³ (*sukuk al salam* et *sukuk al istisnâ'* avant l'achèvement des travaux) ou encore le versement de son prix dû au sens d'un *jus in personam* comme pour les *sukuk al murâbaha*. En réalité, tous les *sukuk* sont structurés de manière à liquider l'actif en fin d'opération, puisqu'aucun investisseur n'est intéressé de recevoir réellement un bien matériel en guise de remboursement du capital investi. À l'instar des obligations sécurisées (*covered bonds*), les *asset-based sukuk* émis sur actif déposé sont souvent assortis de garanties personnelles offertes par l'emprunteur.

Trois définitions notionnelles du droit musulman classique fondent la conception de la *milkiyya*, laquelle est traduite aujourd'hui par le droit de propriété. D'abord, la *milkiyya* en droit musulman classique n'est pas le droit de disposer ; elle désigne le droit aux utilités d'une chose⁶⁴⁴. Ensuite, le droit (*al haqq*) diffère de la chose (*al 'ayn*) sur laquelle il porte⁶⁴⁵, mais en devient une autre dès lors qu'il est susceptible d'appropriation⁶⁴⁶. Troisièmement, l'obligation relative à une chose (*'ayn*) s'oppose à celle relative à une somme d'argent (*dhimma*) laquelle constitue une dette (*dayn*), non susceptible d'appropriation en Islam. De surcroît, l'exercice des prérogatives relatives à la propriété islamique (*milkiyya*) suppose la possession (*qabd*) de la chose⁶⁴⁷.

Aujourd'hui, la *milkiyya* englobe dans les codes civils contemporains des pays arabes l'*usus* le *fructus* et l'*abusus* au profit de son titulaire. Le standard

⁶⁴³ V. H. Roland et L. Boyer, *Locutions latines du droit français*, Litec, 4^{ème} éd., 1998, p. 239. Les auteurs décrivent ce droit comme une catégorie amphibie entre droit réel et droit personnel, pratiquée en droit canonique mais qui n'est aujourd'hui qu'une variété du droit personnel.

⁶⁴⁴ Al Qarâfi, *op. cit.*, vol. III, n° 108, p. 364 ; A.-Q Audi, *Al mâl wal hukm fil islam*, éd. *Al dâr al saoudiyya lil nachr*, Beyrouth, 1984, p. 45.

⁶⁴⁵ Ibn 'Âbidîne, *Radd al Mohtâr*, *op. cit.*, vol. VII, p. 10 et s., où l'auteur distingue le bien (*mâl*) de la propriété (*milk*) en ce sens que le droit de profiter des utilités d'un bien est à lui seul un droit de propriété islamique (*milkiyya*). Le titulaire peut disposer de ce droit comme le propriétaire du bien-même (*al 'ayn*) dispose de ce dernier. Toutefois, le droit de « disposer » des avantages d'un bien n'est pas susceptible de conservation en vu d'en tirer profit au moment où le besoin se présente.

⁶⁴⁶ Ch Chéhata, *Essai sur la théorie de l'obligation en droit musulman*, *op. cit.*, n° 280, p. 178 ; J. Schacht, *op. cit.*, p. 142.

⁶⁴⁷ *Hadith* du Prophète rapporté par 'Ubâda bin al Sâmit au cours duquel le Prophète avait souligné que la vente qui ne relève pas à du change (monnaie contre monnaie) est libre sous réserve de possession, V. Muslim (châfé'ite), *op. cit.*, n° 4063, p. 693.

17 AAOIFI qui édicte les règles *chari'atiques* régissant des titres financiers amenés à être émis, cotés et négociés sur les marchés financiers des temps modernes, met en exergue leur structuration générale. La transmission de la *milkiyya* aux souscripteurs de *sukuk* est réalisée grâce à l'accolage de leurs contrats constitutifs et l'effacement de leur frontière commune. La *milkiyya* de l'actif a ainsi été transférée dans le patrimoine des souscripteurs à l'aide du contrat de vente de l'actif juxtaposé au contrat d'émission qui a les caractéristiques d'un prêt assorti d'un mandat. Dans cette manœuvre, la *milkiyya* a conservé son acception juridique classique dans les *sukuk* du type *asset-backed* alors qu'elle a été aménagée dans le cas des *asset-based sukuk*.

Le contrat de vente n'étant qu'un subterfuge pour l'obtention d'un prêt, les souscripteurs des *sukuk* se trouvent vendeurs ou acquéreurs de l'actif pour les besoins de l'opération. Et la nature de l'actif cédé définit celle de leurs droits conférés par le sous-jacent. Quel que soit l'actif cédé, le standard 17 AAOIFI qualifie le droit des porteurs de *sukuk* de droit de propriété (*milkiyya*). Avec le changement de la teneur juridique de la *milkiyya* en matière de *sukuk*, la finance islamique parachève la modification du droit musulman qui a observé une réelle modification des règles gouvernant son droit des contrats⁶⁴⁸.

Eu égard aux droits des titulaires, les *sukuk* peuvent être émis en France puisqu'ils comportent tous un *jus in personam* à l'encontre de l'émetteur. Le *jus in re* prévu en sus pour les *asset-backed sukuk* revêt la caractéristique d'une sûreté constituée sur un bien mis en indivision sans ses prérogatives ou un patrimoine d'affectation, comme dans un fonds commun de titrisation⁶⁴⁹. Par conséquent, et sauf insertion d'un alinéa à l'article R. 214-218 du Code monétaire et financier permettant la titrisation de biens corporels ou des droits réels sur ceux-ci, la constitution d'une sûreté sur l'actif tangible qui sous-tend des *sukuk al ijâra*, *sukuk al manfé'a* et des *sukuk* participatifs, se présente comme le seul outil juridique qui garantit la solvabilité de l'émetteur. L'État également pourrait financer sa dette par l'émission de *sukuk* souverains selon le modèle

⁶⁴⁸ A propos de la modification du droit musulman des contrats occasionnée par la finance islamique, V. K. Bälz, "Shariah risk ? how islamic finance has transformed islamic contract law", Harvard Law School, ed., *Islamic legal studies program, occasional paper 9*, sept. 2008, pp. 24 et 25.

⁶⁴⁹ Th. Bonneau et alii, *op. cit.*, n° 1540, p. 1021 ; Th. Bonneau, « Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil », *RTD Civ.*, janvier-mars 1991, p. 1 et s.

réalisé par l'opération *Safa tower*⁶⁵⁰ où seul un droit d'exploitation sur une parcelle du domaine public à être conféré à l'émetteur au profit des souscripteurs.

Notons que lorsque le véhicule est une filiale de l'emprunteur, il relèvera du Règlement européen n° 1254/2012 du 11 décembre 2012 qui a homologué la norme comptable internationale IFRS n° 10 relative aux instruments financiers. Celle-ci impose la consolidation des comptes financiers de l'émetteur avec ceux de sa société mère qui le contrôle. Protectrice des intérêts des créanciers, cette mesure compromet l'étanchéité du véhicule *ad hoc/SPV* désormais incapable de protéger les actifs sous-jacents aux titres qu'il émet contre les poursuites des créanciers de l'émetteur et ceux de l'emprunteur. Certains auteurs en ont même déduit que le véhicule est devenu inutile⁶⁵¹.

L'émission de *sukuk* en France du type *asset-based* peut être faite sur la base des règles du droit commun des valeurs mobilières obligataires de droit français.

Les *sukuk* ne sont ainsi pas suffisamment *sui generis* dans leurs caractéristiques pour différer des obligations de droit commun au regard de l'article L. 213-5 du Code monétaire et financier. Et les règles civilistes dont relève leur structuration contractuelle des *sukuk* n'ont pas d'influence sur le régime juridique applicable aux titres même lorsqu'ils seront émis en France.

⁶⁵⁰ V. *Supra*, p. 111 et s.

⁶⁵¹ R. Sadallah, "Sukuk : a general introduction", *Journal of King Abdul Aziz University, Islamic economics*, vol. 28, n° 2, p. 217.

TITRE II. LE RÉGIME CIVILISTE DES *SUKUK*

Régime des titres obligataires. L'article L. 213-5 du Code monétaire et financier décrit clairement les caractéristiques des valeurs mobilières obligataires de droit français. Elles sont caractérisées par le droit personnel qu'elles confèrent à leurs détenteurs, par leur négociabilité et par leur régime unitaire. Ce sont des titres financiers car elles sont créées par voie d'émission⁶⁵², représentées par inscription en compte-titres⁶⁵³, et transmises par voie de négociabilité. Cette dernière résulte de l'inscription en compte qui procure au titulaire l'inopposabilité des exceptions⁶⁵⁴.

Mentions laconiques sur le régime des titres *sukukaires*. Le dispositif du standard 17 AAOIFI précise dans des articles disparates l'émissibilité, l'inscription en compte, la fongibilité et le régime unitaire des *sukuk*⁶⁵⁵. Aucune précision sur le régime juridique subséquent. Une attention particulière y est toutefois réservée à la valeur translative de propriété de l'actif sous-jacent que représente un *sakk*. À cet effet, la structuration contractuelle du titre *sukukaire* a été bien encadrée par les dispositions du standard 17, sans laquelle les souscripteurs ne sauraient jouir d'un quelconque droit de propriété sur l'actif tangible générateur de revenus.

Contrats rattachés. D'après les dispositions de la norme 17 AAOIFI deux contrats principaux rattachés fondent un *sakk* : le contrat d'émission et le contrat de vente de l'actif sous-jacent générateur de revenus. La validité du premier dépend de celle du second⁶⁵⁶ et du respect des normes 17 de l'AAOIFI et des résolutions de l'Organisation de la conférence islamique. Le dispositif juridique des *sukuk* est donc composé des règles issues du droit des contrats de vente musulmans ajoutées aux normes de l'AAOIFI et de l'Organisation de la conférence islamique.

⁶⁵² C. monét. et fin., art. L. 211-2 et C. com., art. 228-39 et s.

⁶⁵³ C. monét. et fin., art. L. 211-3 à L. 211-13.

⁶⁵⁴ C. monét. et fin., art. L. 211-14 à L. 211-19.

⁶⁵⁵ AAOIFI, standard 17, art. 2 (traite de la fongibilité et de l'indivisibilité), 3 (aborde la caractéristique de l'émission) et 5/2/3 (mentionne les types d'inscription en compte des *sukuk*).

⁶⁵⁶ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/3 : "The contract of issue has all the legal effects of the contract upon which the issued certificates are based (...)".

À l'instar des obligations de droit français, qui sont des titres causés qui ne créent pas un nouvel engagement en substitution du contrat de cession de créance originel⁶⁵⁷, les *sukuk* rassemblent le contrat de vente de l'actif et le titre lui-même sans novation et sans superposition. Toutefois, le lien entre les contrats constitutifs n'est pas identique dans les deux types de titres objet de notre étude comparative. Alors que le lien causal ne soulève aucune difficulté, l'étanchéité de la frontière entre les deux contrats diffère entre un *sakk* et une obligation. La suppression de la frontière entre les deux contrats fondateurs d'un *sakk* permet aux souscripteurs d'acquérir la propriété de l'actif tangible dont la possession et la gestion seront confiées à l'émetteur au moyen d'un contrat de prêt obligataire assorti de caractéristiques de mandat. Les fonds levés auprès des investisseurs serviront de prix qui sera payé par l'émetteur pour l'acquisition de l'actif pour le compte des souscripteurs. La symétrie entre le montant des capitaux levés et le prix de l'actif est une des conditions exigées pour la majorité des *sukuk*⁶⁵⁸. *A contrario*, l'émetteur obligataire collecte l'investissement des épargnants en contrepartie de titres qui leur donnent droit au versement d'un intérêt qu'il aura discrétionnairement fixé. En revanche, aucune prérogative ne saurait leur être conférée sur la créance collatérale d'une obligation de droit commun.

Contrats nommés. Notons que la cession de l'actif générateur de revenus peut avoir l'une des formes. L'achat direct conclu entre l'emprunteur et la *SPV* émettrice qui acquiert l'actif pour le compte des souscripteurs est souvent pratiqué dans les *sukuk al ijâra et sukuk al istisnâ'* en deuxième phase d'exécution. L'emprunteur peut également effectuer ce type d'acquisition en qualité de mandataire (*sukuk al wakâla*), d'associé (*sukuk al mushâraka*), ou d'associé commanditaire (*sukuk al mudâraba*). La cession entre ces mêmes personnes du droit d'exploitation sur celui-ci est la forme du contrat sous-jacent des *sukuk al manfe'a et sukuk al ijâra en beneficial ownership*). La troisième sous-catégorie est celle qui n'emporte aucune possession de l'actif pour le compte des souscripteurs. L'actif est acheté par l'emprunteur à la veille de sa livraison aux souscripteurs qui en ont initialement payé le prix (*sukuk al salam/sukuk al istisnâ'* en première phase d'exécution). Il peut avoir été acquis par

⁶⁵⁷ Th. Bonneau et alii, *op. cit.*, n° 828, p. 514 ; H. le Nabasque et A. Reygrobellet, « L'inscription en compte des valeurs mobilières », art. précit., pp. 261 et 262.

⁶⁵⁸ A l'exception des *sukuk al mushâraka*.

l'émetteur auprès d'un tiers et cédé à l'emprunteur dès la conclusion des contrats de *sukuk al murâbaha*.

Les contrats musulmans nommés⁶⁵⁹ ont été élaborés théologiquement⁶⁶⁰ sur la base d'une sourate imposant aux fidèles d'exécuter leurs contrats (*oufu bil 'uqud*⁶⁶¹). Le rôle de socle subséquent du contrat de vente⁶⁶² a appuyé l'élaboration du *numerus clausus* de 16 contrats nommés⁶⁶³ contemporains (*al 'uqud al mu'ayyana*)⁶⁶⁴, et qui ont été initialement établis en formulaires-types d'actes juridiques (*churût*)⁶⁶⁵. Afin de répondre à la multiplication des exigences en matière d'échanges commerciaux⁶⁶⁶, les *fouqahâ* ont ultérieurement validé certains contrats innommés, par référence aux contrats nommés⁶⁶⁷ moyennant l'ajout d'autres prescriptions impératives notamment en matière d'objet de l'obligation et d'usure⁶⁶⁸.

Par ailleurs, les contrats et principes de droit musulman ont été codifiés au XIXe siècle par les exégètes hanafites de l'Empire ottoman, avec la participation de *fouqahâ* des autres écoles jurisprudentielles, à la demande du Sultan Ottoman Ahmed Joudat Pacha. Seize volumes de code civil ont été élaborés entre 1869 et 1877 sous l'appellation de *Majallat al Ahkâm al 'Adliyya* (plus communément, la Majalla)⁶⁶⁹. La Majalla a consacré les articles 101 à 403 à la vente. Simultanément, la codification du droit civil égyptien débutée en 1876 sous le régime de Mohamed Ali, avait entériné une transition conciliante du système traditionnel musulman vers le système moderne, avant de s'inspirer intégralement du Code civil français en 1949, en suivant l'exemple ottoman⁶⁷⁰.

⁶⁵⁹ Nombreux *fouqahâ* des quatre écoles jurisprudentielles ont élaboré un ouvrage consacré aux contrats « des ventes », *kitâb al buyu'* : école hanafite, notamment Al Kasâni, *Badâ-i' al sanâ-i' fi tartibe al charâ-i'* 1909 ; Ibn 'Âbidine, *Al Radd al Mohtâr 'alal durr al mokhtâr* 1966-1969), école hanbalite (notamment Ibn Qudâma, *Al Mughni* de 1923 à 1948), école chafé'ite (notamment Al Chirâzi, *Al Muhadhab fi fiqh madhab al imam al Châfë'i*, 1925), école mâlikite (Dardir, *Al Charh al saghir*, le Caire éd 1965).

⁶⁶⁰ J. Schacht, *op. cit.*, p. 151.

⁶⁶¹ Coran, Sourate de la table (n° 5) : « O croyants, respectez vos engagements ! ».

⁶⁶² J. Schacht, *op. cit.*, p. 151.

⁶⁶³ Certains *ulamâs* en ont élaboré 18 : bail, contrat de manufacture, vente, garantie, mandat, transaction, cession de créance, société, *mudâraba*, don, gage, *mouzâra'a*, *moussâkate*, dépôt, prêt de chose, prêt de somme d'argent indivision, testament.

⁶⁶⁴ N.J. Coulson, *Commercial law in the gulf states*, éd. *Graham and Trotman*, 1984, p. 17 ; J. Schacht, *op. cit.*, p. 144 et s.

⁶⁶⁵ Ch. Chéhata, *Les survivances musulmanes dans la codification du code civil égyptien*, in *Revue internationale de droit comparé*, *op. cit.*, vol 17, n° 4, p. 841.

⁶⁶⁶ A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq*, *op. cit.*, t. I, p. 78.

⁶⁶⁷ M. Az-Zarka, *Al Fiqh al Islami fi thawbihil jadid*, éd. *Dâr al qalam*, Damas, 2004, t. I, p. 605.

⁶⁶⁸ Y. Linant de Bellefonds, « L'autonomie de la volonté en droit musulman », in *Revue internationale de droit comparé*, juillet-septembre, 1958, p. 89.

⁶⁶⁹ La Charte de Gülhané, signée en 1839 et traduite en français par G. Young en 1905, « *Medjellé*, corps de droit ottoman ».

⁶⁷⁰ Ch. Chéhata, *ibid*, n° 8 à 12, pp. 842 et 843.

La définition de la vente. Toutes les écoles jurisprudentielles ont élaboré des règles *chari'atiques* applicables aux contrats « des ventes » (*kitâb al buyu*⁶⁷¹). Al Jaziri a donné une définition de la vente qui fusionne celles des quatre écoles jurisprudentielles principales sunnites. Selon cet auteur, il s'agit de l'échange d'une marchandise contre une autre⁶⁷² ou du transfert de propriété en contrepartie de celle d'une autre⁶⁷³. Le droit musulman distingue l'objet de la vente (*al mabî'*), de son prix (*thaman*)⁶⁷⁴. Alors que le prix est souvent constitué d'un bien fongible, il sert fondamentalement de contrepartie (*'iwad*) à une chose qui elle, est souvent non fongible, et qui est indépendante de sa valeur réelle⁶⁷⁵. L'échange de la monnaie (*naqd*, pluriel *nouquoud*) telle que l'or, l'argent ou leur équivalent⁶⁷⁶ contre de la monnaie n'est pas considéré comme un contrat de vente, mais plutôt un contrat de change⁶⁷⁷ (*sarf*) compte tenu du risque élevé de *riba* dans ce type de contrat⁶⁷⁸.

La chose et le prix. En Islam, il y a transfert de propriété d'un bien dès l'échange de consentements des parties⁶⁷⁹ sur la chose, le prix et leurs modalités. Ainsi, la chose doit exister au moment de la vente, et son vendeur doit disposer d'un titre sur celle-ci. À défaut de quoi, il y a vente de l'inexistant (*bay' al ma'doum*), ou vente de la chose d'autrui (*al bay' al foudouli*) interdite en Islam. C'est la raison pour laquelle l'acquéreur bénéficie d'un droit de rescision appelé *khiyâr al ru-ya* pour s'assurer de la conformité de la chose à ses attentes. En vertu de ce droit, l'acquéreur jouit de la faculté unilatérale de conclure signer (*imdâ-a*) ou de résilier

⁶⁷¹ Ecole hanafite, citons notamment Al Kasâni, *Badâ-i' al sanâ-i' fi tartibe al charâ-i'* ; Ibn 'Âbidine *Al Radd al Mohtâr', 'alal durr al mokhtâr* ; pour l'école hanbalite, citons entre autres Ibn Qudâma, *Al Mughni* ; pour l'école chafé'ite, notamment Al Chirâzi, *Al Muhadhab fi fiqh madhab al imam al Châfê'i* ; pour l'école mâlikite Ibn Hazm, *Al Ihkâm fi ossoul al ahkâm* et Ibn Juzâi, *Al qawanine al fiqhiyya*.

⁶⁷² Al Kâsâni, *op. cit.*, vol. VI, p. 549.

⁶⁷³ A.-R. Al Jaziri (juriste contemporain d'Al Azhar/Egypte, 1882-1941), *Kitâb al fiqh 'alal mazaheb al arba'a* (La doctrine des 4 écoles jurisprudentielles), éd. *Dâr al kotob al 'ilmîyya*, Beyrouth, 2002, vol. II, p. 134.

⁶⁷⁴ J. Schacht, *op. cit.*, p. 152.

⁶⁷⁵ Majalla, art. 151 à 154 ; Art. 151 : « *Mébi'* est la chose vendue, la chose certaine qui figure dans la vente, et dont l'acquisition est l'objet principal du contrat. Car la chose seule procure la jouissance, et le prix n'est qu'un moyen de faciliter l'échange » ; Art. 152 : « *'semen* est le prix de la chose vendue ou bien ce qui constitue l'obligation de l'acheteur » ; Art. 153 : « on appelle *séméni mussamma*, le prix fixé d'un commun accord par les parties, qu'il soit égal, supérieur ou inférieur à la valeur réelle de la chose » ; Art. 154 : « *kiymet* signifie la valeur réelle de la chose ».

⁶⁷⁶ Majalla, art. 130. La version arabe mentionne équivalent, alors que la traduction française ne mentionne pas d'équivalents.

⁶⁷⁷ Le principe de l'équivalence des valeurs échangées, ainsi que le caractère immédiat de la transaction interdisant que les obligations contractuelles ne soient différées dans le temps, est tiré d'un *Hadith* rapporté par Omar bin al Khattâb et Abou Sa'id al Khudri, cité par al Imam al Châfê'i, *op. cit.*, p. 54.

⁶⁷⁸ J. Schacht, *op. cit.*, p. 154.

⁶⁷⁹ Ch. Chéhata, « Sur l'acte translatif de propriété en droit musulman hanafite », *La semaine internationale de droit musulman*, Rec. Sirey/Institut de droit comparé de l'Université de Paris, 1951, p. 36 à 45, citant les articles 72 et 480 du statut réel de Kadri Pacha (Egypte).

(*faskh*)⁶⁸⁰. En l'absence de ce type d'options, l'échange des consentements transfère la propriété et le contrat devient opposable (*nâfez*), sous réserve de l'existence de la chose et d'un titre sur celle-ci⁶⁸¹. Ce principe souffre quelques exceptions que nous développerons plus loin.

En droit français, le contrat de vente est également considéré avoir été parfaitement formé, dès lors que les contractants ont exprimé mutuellement leurs consentements sur la chose et le prix (article 1583 du Code civil)⁶⁸². Dans la réforme de 2016, le terme « prestation » a remplacé celui de « chose » antérieurement utilisé aux (anciens) articles 1126 à 1129 du Code civil pour décrire tous les types d'obligations contractuelles, à savoir, donner, faire ou ne pas faire. Cependant, le nouvel article 1163 al 1^{er}⁶⁸³ traite de l'obligation contractuelle en général, et non spécifiquement de la vente qui demeure « une convention par laquelle l'un s'oblige à livrer une chose et l'autre à la payer », tel qu'en dispose l'article 1582 du Code civil.

Les éléments constitutifs d'une vente. Les premiers exégètes musulmans s'accordent sur les cinq (5) éléments constitutifs (*arkân*) d'un contrat : le contrat (*al 'aqd*), le consentement, la capacité à contracter (*al ahliyya lil ta'âqud*), l'objet (*al ma'aqud 'alayhi*), la cause (*al sabab*) du contrat, et le prix (*al thaman*)⁶⁸⁴. La non-observation de ces éléments n'a pas le même impact sur le contrat, selon l'obédience du conseil *chari'atique* qui l'approuve.

Il ressort des dispositions du standard 17 AAOIFI, et des normes qui y sont attachées, que le principal des règles porte sur la chose et le prix, alors qu'un soin a été apporté pour garantir le consentement éclairé du souscripteur sur tous les détails de l'opération et des parties et qui doivent figurer dans le prospectus.

Le consentement par rencontre de l'offre et l'acceptation. L'article 5/1/7 de la norme 17 dispose que le prospectus constitue une offre de

⁶⁸⁰ J. Schacht, *op. cit.*, p. 152.

⁶⁸¹ Majalla, art. 113 et 114, respectivement « *bey' nafez* signifie vente à laquelle ne se rattache pas le droit d'autrui. Elle se divise en vente irrévocable (*lazim*) et vente révocable (*ghayr lazim*) », « la vente est irrévocable est celle à laquelle ne se rapporte pas les droits d'autrui et qui est exempte de tout droit d'option (*khiyar*) ».

⁶⁸² C. civ., art. 1583 : « Elle est parfaite entre les parties, et la propriété est acquise de droit à l'acheteur à l'égard du vendeur, dès qu'on est convenu de la chose et du prix, quoique la chose n'ait pas encore été livrée ni le prix payé ».

⁶⁸³ C. civ., art. 1163, al. 1^{er} : « L'obligation a pour objet une prestation présente ou future ».

⁶⁸⁴ A.-R. Al Sanhoury, *Massâder al haqq, op. cit.*, t. I, pp. 66 et s.

souscription aux *sukuk* proposés au public. Cette invitation à souscrire est réputée avoir été acceptée, non par la seule décision de l'investisseur de souscrire, mais de la validation de cette souscription par l'émetteur, sauf mention expresse contraire⁶⁸⁵. Pourtant dans un contrat de vente classique, l'offre est exprimée par le vendeur alors que l'acceptation est formulée par l'acquéreur.

Force est de constater la similitude entre les *sukuk* et les titres financiers de droit français, où l'engagement de l'émetteur est unilatéral et irrévocable⁶⁸⁶. Mais dans les deux cas, la nature contractuelle de l'émission collective de ces titres négociables et fongibles⁶⁸⁷ demeure la règle. Et le droit des *sukuk* repose particulièrement sur la nature contractuelle de tous les rapports des parties.

Ainsi et afin de garantir un consentement éclairé du souscripteur aux *sukuk*, l'article 5/1/8 dresse la liste de toutes les mentions obligatoires que le prospectus doit contenir. Consacrée par le *Coran* et le *Hadith*⁶⁸⁸, l'expression de son accord à conclure sous-entend également la condition de la capacité juridique. Devrons ainsi figurer au prospectus, les mentions relatives aux parties à l'opération d'émission, leurs situations légales, leurs droits et obligations, les rapports et bilans de l'émetteur, le gestionnaire de l'émission, l'emprunteur (*originator*), le *trustee*, le garant, l'agent de paie ainsi que les conditions de leur désignation et révocation (art. 5/1/8/1). La mention du partage par les souscripteurs des pertes en contrepartie des bénéfices perçus, proportionnellement à la valeur financière du titre lui-même, et donc à hauteur de sa souscription (art. 5/1/8/6) doit également être explicitée dans le document informatif. L'émetteur doit aussi faire figurer la nature du contrat sous-jacent (art. 5/1/8/2), et leur conformité aux règles qui sont applicables (art. 5/1/8/3) à chacun d'eux selon la *Chari'a*, et l'approbation par le comité de surveillance *chari'atique* désigné (art. 5/1/8/4 et 5/1/8/5).

⁶⁸⁵ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/7 : "The issuance of the prospectus represents the issuer's invitation to subscription in which case the act of subscription represents an offer. As for acceptance, it is issuer's approval of the subscription, unless it is expressly stated in the prospectus that it is an offer. In this case, the prospectus will be considered as an offer and the subscription becomes the acceptance".

⁶⁸⁶ Th. Bonneau et alii, *op. cit.*, n° 718, p. 430.

⁶⁸⁷ P. Le Cannu, « L'ambiguïté d'un concept négatif : les valeurs mobilières », *Bull. Joly Sociétés*, 1993, p. 404.

⁶⁸⁸ *Coran*, Sourate des femmes, verset 29 ; *Hadith* rapporté par Omar bin al Khattâb, au cours duquel le Prophète avait dit que le contrat est évalué à la lumière de l'intention انما الاعمال بالنيات. Cité par Al Bukhâri (hanbalite), *op. cit.*, n° 1, p. 7, Muslim (*châfé'ite*), *op. cit.*, n° 1907, p. 920 ; Abou Daoud (hanbalite), *op. cit.*, vol. III, n° 2201, p. 526 ; Al Siouti (*châfé'ite*), *op. cit.*, p. 80.

Il est aussi clairement établi à l'article 5/1/8/7 que le prospectus « ne doit inclure » aucune mention stipulant que l'émetteur consent à garantir le nominal (capital) ou les revenus périodiques à un montant fixé *ab initio*. Il peut seulement offrir des garanties pour couvrir les préjudices occasionnés par sa faute ou ses négligences commises lors de l'exécution de l'opération, éventuellement au moyen d'une sûreté réelle ou personnelle dans le cas de *sukuk al mushâraka*, ou les garanties avancées à titre gratuit par un tiers⁶⁸⁹.

La publication d'une communication informative est nécessaire lorsque les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé en France. L'article L. 411-1 du Code monétaire et financier a d'abord fait application de l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 avant d'entériner la Directive Prospectus aujourd'hui révisée. Qualifiée juridiquement d'offre au public de titres, l'émission de titres offerts à la souscription du public doit être accompagnée d'une publication de prospectus et/ou d'une désignation de d'intermédiaires habilités à placer les titres auprès des investisseurs. Pour remplacer la notion d'appel public à l'épargne, la Directive Prospectus a instauré celle d'offre au public de titres dont le spectre englobe toutes les techniques de sollicitation des investisseurs⁶⁹⁰. Le projet de prospectus est soumis au visa de l'Autorité des marchés financiers. Ces exigences tendent à protéger le consentement des investisseurs non surtout non qualifiés, et à préserver l'épargne publique. La campagne de publicité diffusée dans la presse et sur le site internet du prestataire constitue une offre au public de titres dès lors que les informations figurant suffisent pour que l'investisseur décide de souscrire aux titres⁶⁹¹.

⁶⁸⁹ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/8/7 : *“The prospectus must not include any statement to the effect that the issuer of the certificate accepts the liability to compensate the owner of the certificate up to the nominal value of the certificate in situations other than torts and negligence nor that he guarantees a fixed percentage of profit. It is however, permitted to an independent third party to provide a guarantee free of charge, while taking into account item 7/6 of Sharia standard No (5) in respect of guarantees. It is also permitted to the issuer of the certificate to offer some tangible or personal guarantees with respect to its wrongful acts or negligence while taking into account item 3/1/4/3 of Sharia Standard No (12) in respect of Sharika (Musharaka) and Modern Corporations as well as the contracts stated in that standard”*.

⁶⁹⁰ Malgré certaines incertitudes, V. Th. Granier, « La réforme de l'appel public à l'épargne », *RD Banc. et fin.* 2009, ét. 10, n° 10.

⁶⁹¹ Autorité des marchés financiers, Déc. AMF, 9 août 2012, SAN 2012-12, *Commission des sanctions de l'AMF c/Arkeon Finance, Banque et Droit*, sept-oct. 2012.40, Bull. Joly Bourse 2012.489, obs. Pasturel et Cuntz. Déc. confirmée par l'arrêt du CE 28 nov. 2014, n° 362868 ; Déc. AMF 28 oct. 2013, SAN 2013-23, *Commission des sanctions de l'AMF c/société X*, Banque et Droit, janv-févr. 2014.31 obs. Rouaud.

La connotation civiliste de la communication⁶⁹² dans le Code monétaire et financier rejoint le regard des règles AAOIFI dont le civilisme dépasse le prospectus pour atteindre l'ensemble des règles qui régissent la structure.

La cause (*al sabab*). Cet élément contractuel occupe peu de place dans les écrits de droit musulman des contrats où il est souvent confondu avec l'objet de l'obligation contractuelle⁶⁹³. Toutefois il constitue la base de la théorie du gain illicite en Islam⁶⁹⁴. A.-R. Al Sanhoury, considère que le droit musulman (*fiqh* islamique) n'a pas un regard unanime sur la cause de l'obligation contractuelle. En effet, le conflit entre la théorie de l'apparence des actes et le poids des impératifs religieux et moraux dans les transactions⁶⁹⁵ les a empêchés d'élaborer une théorie claire et unanime de la cause. Les écoles hanafite et châfé'ite l'ont incorporée dans la notion du consentement des parties au contrat alors, que les hanbalites et les mâlikites la définissent sous l'angle de la règle morale. Le hanafisme et le châfé'isme estiment qu'une cause contractuelle demeure licite tant que l'intention déclarée des parties à un contrat de vente conforme, est conforme aux préceptes de la *Chari'a*. À défaut de mention expresse contraire, la validité du contrat ne saurait être remise en cause par de simples suspicions⁶⁹⁶. C'est justement l'analyse qui leur a permis de légaliser la *bay' al 'ayyina* ou vente avec faculté de rachat. Les hanbalites et mâlikites considèrent que la cause immorale soupçonnée précipite le contrat dans la nullité⁶⁹⁷.

La cause en droit musulman moderne. D'inspiration civiliste française, la notion de cause dans un contrat musulman a été entérinée d'abord dans la Majalla au XIXe siècle et dans le Code civil égyptien de 1949⁶⁹⁸, avant d'atteindre les codes des pays arabo-musulmans par la suite. Ainsi, le Code civil des Émirats arabes unis dispose dans son article 207 que la cause est la finalité directe visée par le contrat. Elle doit exister, être valable et conforme à l'ordre public ou aux bonnes mœurs⁶⁹⁹ sous

⁶⁹² Cf. A. Pietrancosta, « Offre au public de titres financiers et admission à la négociation sur un marché », *Lextenso*, date d'actualisation 31 janvier 2019, n° 80. L'auteur considère que la protection devrait intervenir dès la campagne publicitaire.

⁶⁹³ SE. Rayner, *op. cit.*, p. 133.

⁶⁹⁴ Ch. Chéhata, Essai de théorie générale de l'obligation, *op. cit.*, n° 46, p. 67.

⁶⁹⁵ A.-R. Al Sanhoury, *Massâder al haqq*, *op. cit.*, pp. 36 et 37.

⁶⁹⁶ Ibn Nujâim (hanafite), *Al achbâh wal nazhâ-ir'ala mazhab Hanifa al no'mân*, Dar al Kotob al 'ilmiyya, Beyrouth, 1999, pp. 110 et 111 ; Al Siouti, *op. cit.*, pp. 111-113.

⁶⁹⁷ Ibn Qayyim al jawziyya (hanbalite), *I'lâm al muwaqqi'ine*, *op. cit.*, vol. IV, p. 526 et vol. I, p. 57 ; Al Châtibi (mâlikite), *Al Muwâfaqâte*, éd. *Dâr Ibn 'Affâne*, 1997, Arabie Saoudite, vol. V, p. 177.

⁶⁹⁸ Ch. Chéhata, *Les survivances musulmanes dans la codification du code civil égyptien*, in *Revue internationale de droit comparé*, éd. Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1965, vol. 17, n° 4, n° 8 à 12, pp. 842 et 843.

⁶⁹⁹ Code des opérations civiles des Emirats Arabes Unis (adopté en 1985 et modifié en 1987).

peine de nullité absolue⁷⁰⁰. L'article 136 du Code civil égyptien dispose que le contrat est frappé de nullité absolue si la cause de l'obligation est inexistante ou contraire à l'ordre public ou aux bonnes mœurs. Cette notion est également appliquée dans le droit irakien, libyen, syrien⁷⁰¹, algérien⁷⁰² et jordanien⁷⁰³.

La cause en droit civil français. Il existe traditionnellement deux conceptions de la cause en droit civil français. La première est objective, et perçue sous l'angle de la cause de l'obligation c'est-à-dire l'existence d'une contre-prestation pour chaque engagement des parties. La deuxième est subjective. Elle cherche les finalités et les mobiles de l'engagement, et renvoie à la notion de la cause licite de l'engagement contractuel. Et la jurisprudence qui adopte une conception dualiste de la cause a conservé son attitude malgré la suppression de la cause de la liste des conditions de validité prévues à l'article 1108 ancien. Depuis l'ordonnance 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats en France⁷⁰⁴, la cause et l'objet sont englobés dans une notion de « contenu » licite et certain, qui constitue aux côtés du consentement et de la capacité des parties les conditions de validité du contrat, selon les termes de l'article 1128 nouveau du Code civil. Depuis 2016, la cause objective de l'obligation monétaire qui permettait au juge de prononcer la nullité du contrat, ou de la clause limitative de responsabilité au motif d'inéquivalence des prestations, est désormais limitée aux cas où le prix est illusoire ou dérisoire, selon les articles 1168 et 1169⁷⁰⁵ nouveaux du Code civil⁷⁰⁶.

Par ailleurs, la cause subjective du contrat renvoie à la conformité de ce dernier à l'ordre public dont l'inobservation entraîne la nullité absolue⁷⁰⁷.

⁷⁰⁰ C. opérations civiles des E.A.U., art. 210 : « Le contrat est nul, quand il est illicite dans le fond et dans la forme, du fait d'un vice dans ses éléments constitutifs, son objet, sa cause, ou la forme que la loi lui aurait imposé. Il est nul d'effets et ne saurait être autorisé ».

⁷⁰¹ C. civ. Irakien, art. 132 ; C. civ. Libyen, art. 136/137 ; C. civ. Syrien, art. 137/138.

⁷⁰² C. civ. Algérien, art. 97.

⁷⁰³ C. civ. Jordanien, art. 165.

⁷⁰⁴ Ordonnance n° 2016-131, du 10 février 2016, portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, *JORF* n° 0035, 11 février 2016.

⁷⁰⁵ C. civ., art. 1168 : « Dans les contrats synallagmatiques, le défaut d'équivalence des prestations n'est pas une cause de nullité du contrat, à moins que la loi n'en dispose autrement » ; C. civ., art. 1169 : « Un contrat à titre onéreux est nul, lorsque, lors de sa formation, la contrepartie convenue au profit de celui qui s'engage est illusoire ou dérisoire ».

⁷⁰⁶ Ph. Dupichot, « La nouvelle révision judiciaire pour imprévision », in *Réforme du droit des contrats et pratique des affaires*, M. Stoffel-Munck [dir.], Dalloz, 2015, p. 173.

⁷⁰⁷ C. civ., art. 1162 : « Le contrat ne peut déroger à l'ordre public ni par ses stipulations ni par son but que ce dernier ait été connu ou non par toutes les parties ».

En résultat de ce qui précède, la notion de *sabab* en droit musulman reflète toute la conception dualiste française relative à la cause de l'obligation. C'est en établissant les caractéristiques du prix en tant qu'objet que les principales dispositions de droit musulman classique ont consacré le principe de l'équilibre des prestations contractuelles. Il est précisé qu'à l'instar du droit français des contrats, le droit musulman consacre la nullité de tout contrat dont le prix est dérisoire⁷⁰⁸.

La cause dans un contrat de souscription aux *sukuk*. Bien que les dispositions du standard 17 AAOIFI précisent que les règles de droit musulman des contrats s'appliquent aux contrats sous-jacents des *sukuk*, elles n'explicitent que la cause de l'obligation de l'emprunteur qui est celle de la recherche de crédit, sans mentionner la recherche du profit par les investisseurs. L'habillage de l'émission *sukukaire* en vente fait pour maintenir le lien matériel entre l'opération de financement et l'économie réelle⁷⁰⁹ fait remonter la théorie de l'apparence au niveau des titres mêmes.

L'objet. Ayant le rôle d'un simple moyen d'échange⁷¹⁰, le prix constitue l'un des volets de l'objet de l'obligation contractuelle (*mahall al iltizâm*), mais ne saurait être qualifié d'objet du contrat musulman⁷¹¹ (*al ma'quud 'alayh/mahall al 'aqd*) lequel est réservé à la chose (*'ayn*). Souvent confondu avec la cause (*al sabab*) et plus étendu que la notion de l'objet contractuel, l'objet de l'obligation en Islam est défini comme ce que la partie est tenue de faire aux termes convenus au contrat⁷¹² pour le paiement du prix⁷¹³ ou toute autre obligation portant sur la chose⁷¹⁴. Son acception équivaut parfaitement à la conception de l'objet de l'obligation en droit français⁷¹⁵.

Les échanges en droit musulman se fondant principalement sur le commerce des choses, des droits et des prestations de services, le fait de céder une

⁷⁰⁸ Al Nawawi (châféite), *Raoudat al tâlibîn wa 'omdat al muftîne*, éd. Dâr 'âlam al kotob, 2003, vol. III, pp. 18 et 19 ; Al Hattâb (mâlikite), *Mawâhib al jalîl*, éd. Dâr al Radwân, Nouakchott, vol. V, p. 48 ; Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. VI, p. 58 ; Al Jaziri, *op. cit.*, vol II, p.135.

⁷⁰⁹ Z. Iqbal & A. Mirakhor, *An Introduction to Islamic finance*, éd. Wiley, 2011, p.

⁷¹⁰ Majalla, art. 151.

⁷¹¹ A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq*, *op. cit.*, 'arabi, vol. III, p. 5.

⁷¹² A.-R. Al Sanhourî, *ibid.*

⁷¹³ Majalla, art. 152 et 153 précit.

⁷¹⁴ Majalla, art. 151.

⁷¹⁵ S. Mahmassâni, *Al nazariyya*, *op. cit.*, p. 320.

chose implique le transfert de sa possession en vue de permettre l'exercice du droit de jouissance sur celle-ci (*manfé'a*)⁷¹⁶. Le contractant titulaire de ce droit est considéré le propriétaire de ce droit. Toutefois, la partie créancière de l'obligation de payer le prix en somme d'argent est d'un rang inférieur. Elle n'est pas considérée comme propriétaire d'une dette en droit musulman, tel qu'il est rappelé à l'article 151 de la Majalla. La différence entre la nature juridique de ces obligations fonde une des distinctions fondamentales en droit des biens musulman : *al 'ayn* (la chose) et *al dayn* (l'obligation de payer).

La juxtaposition et la connexité des contrats constitutifs des *sukuk* qui résultent des dispositions du standard 17 AAOIFI font remonter les effets du contrat sous-jacent au niveau du titre même. L'actif tangible objet du contrat sous-jacent est transmis à l'émetteur qui l'acquiert pour le compte et avec les fonds levés auprès des souscripteurs en vertu du contrat d'émission des *sukuk*. Il s'en suit que les règles du droit musulman des contrats doivent s'appliquer à l'ensemble contractuel qui fonde le titre. Le principal de ces règles se concentre sur l'objet. Toutefois, seules les dispositions qui concernent l'actif tangible des *sukuk* font une franche application des règles portant sur la chose (Chapitre I). Compte tenu du risque *chari'atique* élevé que le contrat d'émission serve de ruse pour habiller un prêt à intérêt (*riba*), ou constituer aléa prohibé (*gharar*), des dispositions spéciales de l'AAOIFI ont été élaborées. Les règles du droit musulman classique sur le prix y ont été aménagées. (Chapitre II).

⁷¹⁶ Al Charbassi, *op. cit.*, p. 224.

CHAPITRE I. L'APPLICATION DES RÈGLES RELATIVES A LA CHOSE.

Le régime des titres obligataires de droit français est issu de ses six caractéristiques : la création du titre par voie d'émission⁷¹⁷, sa représentation par inscription en compte-titres⁷¹⁸, sa transmission par voie de négociabilité (et l'inopposabilité des exceptions qui en résultent)⁷¹⁹ ainsi que l'unité de l'emprunt et l'indivisibilité et la fongibilité du titre.

Mentions sommaires du régime des *sukuk*. Toutes les caractéristiques propres au régime des *sukuk*, pris sous l'angle du titre financier lui-même ont été établies dans les différents articles du standard 17 AAOIFI de manière sommaire.

L'unité de l'emprunt *sukukaire*, l'émissibilité et la fongibilité des titres ressortent de la rédaction de l'article 3/1 qui décrit les *sukuk* comme étant des titres émis et ayant une valeur identique (*issued certificates of equal value*). L'indivisibilité de ces parts (*undivided shares*) a été explicitée à l'article 2.

Quant à l'inscription en compte et à la négociabilité, l'article 4/1 du standard 17 AAOIFI, dispose que les *sukuk* peuvent être émis au nom du propriétaire ou du détenteur afin d'établir les droits et obligations du propriétaire⁷²⁰. Or, selon son article 4/4, la négociabilité des *sukuk* ne bénéficie pas de règles uniques, mais dépend du type de contrat sous-jacent⁷²¹. Ainsi, les titres ne sont transmissibles par leur titulaire que si l'actif tangible est majoritairement tangible, en ce sens que l'emprunteur doit avoir exécuter plus de la moitié de ses obligations issues du contrat de vente sous-jacent. En principe, les titres qui comportent une part importante de dette sous-jacente ne peuvent être valablement transmis pour interdiction de vendre la dette par la dette.

⁷¹⁷ C. monét. et fin., art. L. 211-2 et C. com., art. 228-39 et s.

⁷¹⁸ C. monét. et fin., art. L. 211-3 à L. 211-13.

⁷¹⁹ C. monét. et fin., art. L. 211-14 à L. 211-19.

⁷²⁰ AAOIFI, standard 17, art. 4/1 : "*Investment sukuk are certificates of equal value issued in the name of the owner or bearer in order to establish the claim of the certificate owner over the financial rights and obligations represented by the certificate*".

⁷²¹ AAOIFI, standard 17, art. 4/4 : "*The trading of investment sukuk is subject to the terms that govern trading of the rights they represent*"; et art. 5/2.

Le dispositif *chari'atique* AAOIFI s'est contenté de préciser que la transmission des *sukuk*, peut être effectuée par inscription en compte-titres ou un dispositif électronique, ou encore par la tradition⁷²².

Cette rédaction minimaliste sur l'inscription en compte et la négociabilité des *sukuk*, laisse penser que les règles relatives aux contrats sous-jacents, dont l'usure islamique (*riba*), l'aléa (*gharar*) la pureté (*halâl*) et de la rentabilité de l'actif tangible (*mâliyya*) prévalent. Il s'agit d'un vide juridique qui rend la règle juridique moins claire.

La prédominance des règles du contrat musulman classique. Le regard des juristes de l'AAOIFI sur les *sukuk* et le sous-jacent est un regard civiliste basé sur la conception musulmane du contrat de vente, bien que le contrat de souscription soit en réalité un prêt obligataire. Les dispositions du standard 17 relatives aux *sukuk* ne font aucune allusion au crédit que l'opération constitue, ne serait-ce que pour le contrat de souscription. L'insistance sur l'aspect translatif de propriété sur l'actif au profit des souscripteurs et l'absence d'un quelconque renvoi au standard 19 relatif au prêt (*qard*) maintiennent l'opération d'émission *sukukaire* dans le domaine juridique de la vente. La juxtaposition du contrat de souscription et la cession de l'actif tangible entraînent *de facto* l'application des règles *chari'atiques* relatives à la vente, et dont l'essentiel se concentre sur l'objet de l'obligation (*mahall al iltizâm*). Les règles des « contrats spéciaux » islamiques propres à chacune des catégories du contrat sous-jacent qui s'y ajoutent bien entendu ont été exposées dans le chapitre consacré à la liste énumérative des structurations.

Objet contractuel unique. Notons que les règles du droit musulman des contrats sont fidèlement appliquées au contrat sous-jacent puisqu'il s'agit d'une vente, contrairement au contrat de souscription auquel les règles de la vente sont appliquées moyennant quelques aménagements nécessaires pour contrer le risque (élevé) de *riba* et de *gharar*. Le contrat qui sous-tend tous les types de *sukuk* est

⁷²² AAOIFI, standard 17, art. 5/2/3: "The certificates may be traded through any known means that do not contravene the rules of the Shari'a, such as registration, electronic means or actual transmission by the bearer to the purchaser". Notons toutefois que la version arabe de cet article fait état d'une inscription en compte, alors que la version anglaise se contente de mentionner une « inscription ».

nécessairement un contrat de vente à terme (*buyu' mu-ajjala*) de biens immeubles, ou meubles corporels ou incorporels ou une prestation de services. Ainsi l'actif tangible peut être une chose (*'ayn*), un droit (*haq*) ou une prestation (*'amal*). Toutefois, le dispositif AAOIFI exige que le contrat sous-jacent et ses effets remontent au niveau du contrat de souscription sans aucune novation. Par conséquent, l'objet du contrat collatéral devient l'objet du contrat de souscription.

Le rôle capital de la chose dans le contrat. La place prépondérante que les *fouqahâ* accordent à l'objet dans un contrat n'étonne point, puisqu'il sert de critère de mesure de *riba* ou du *gharar*. Le caractère avéré du *riba* et du *gharar* dans les clauses usuraires ou aléatoires en entraîné leur classement dans la catégorie des contrats interdits⁷²³. Les opérations contractuelles (*mu'âmalâte*) consistant à la transmission de la propriété d'un bien (chose ou jouissance/avantage) en contrepartie d'une compensation (*'iwad*) tel que c'est le cas pour la vente⁷²⁴. L'objet du contrat (*mahall al 'aqd/al ma'qud 'alayhi*), qui peut être une chose ou un droit ou même un travail⁷²⁵, est le seul à donner droit à la jouissance et à l'exploitation, et ce, compte tenu de l'adage musulman qui dit que la jouissance s'obtient au moyen des choses et non au moyen des prix. Codifié à l'article 151 de la Majalla, ce principe est agréé et défendu par l'ensemble des grands juristes de droit musulman.

Les caractéristiques de l'objet contractuel. Ce paragraphe est sciemment intitulé ainsi, car la nature et le régime de chacune des « conditions » peut varier d'une école à une autre, selon qu'elle affecte la formation (*in'iqâd*) du contrat, son opposabilité (*nafâz*)⁷²⁶, sa validité (*soha*), ou son caractère obligatoire (*louzoum*) non soumis à condition suspensive (*chart*)⁷²⁷.

⁷²³ Y. Linant de Bellefont, *op. cit.*, p. 131.

⁷²⁴ W. Al Zuhâïli, *Al fiqh al islâm iwa adillatutu*, éd. *Dâr al Fikr*, Damas, 1989, 3^{ème} éd., vol. IV, p. 244.

⁷²⁵ Majalla, art. 405 : « En arabe, le terme *Idjaré* signifie loyer, mais on l'emploie aussi dans le sens de louage. Employé comme terme de droit, il (le louage) signifie la vente de la jouissance d'une chose déterminée, ou des services d'une personne, contre un prix également déterminé ».

⁷²⁶ L'absence de droits concurrents pouvant être exercés par des tiers.

⁷²⁷ Al Jaziri, *op. cit.*, pp. 150 et 151. Le caractère irrévocable (*lâzim*) d'un contrat atteste de l'absence de conditions suspensives.

La patrimonialité en droit musulman. Les *fouqahâ* réunis⁷²⁸, estiment qu'une chose est commercialisable si elle constitue un bien (*mâl*⁷²⁹) pur (*tâher*), et dont la jouissance est autorisée⁷³⁰ (*mubâh*). Elle doit exister⁷³¹ (*mawjoud*), doit être déterminée⁷³² (*ma'loum*) et susceptible de livraison⁷³³ (*maqdoor 'ala attaslim*).

La pureté et la rentabilité d'une part et les trois autres conditions d'existence de détermination et de livrabilité d'autre part diffèrent dans leur nature et leurs effets juridiques. Les deux premières qui traduisent l'éligibilité au commerce islamique d'une chose (Section I) sont des conditions de formation dont le défaut frappe le contrat de nullité absolue, alors que les vices des autres conditions portant sur le lien juridique entre les parties et la chose (Section II) ne sont pas de nature à affecter la validité du contrat. Néanmoins, le droit musulman relatif aux échanges en général (*fiqh al mu'âmalâte*) n'approuve pas unanimement la revente de la chose acquise, ou *bay' al 'ayyina* (Section III). Nonobstant sa légalité apparente, cette technique insérée dans une clause contractuelle ou un avenant au contrat peut être qualifiée par les comités de surveillance *chari'atiques* de subterfuge de contournement de la prohibition du prêt à intérêt. Elle sera étudiée parallèlement aux conditions classiques d'éligibilité, puisqu'il est apprécié au regard de l'économie globale du contrat et non comme un élément constitutif du contrat affectant sa validité.

Section I. La patrimonialité du bien et la notion « d'al mâl al mubâh »

Les hanafites ont élaboré la notion de *mâl mutaqqawwam*⁷³⁴, pour englober le caractère religieux avec le caractère économique de la chose, alors que les autres écoles les ont scindés. Si le caractère religieux tient de la pureté exigée par le Coran (Sous-section I), la rentabilité résulte de la notion de bien (*mâl*) et suppose la légalité

⁷²⁸ Al Jaziri, *op. cit.*, vol. II, p. 148.

⁷²⁹ W. Al Zuhâili, *Al fiqh al islâm iwa adillatutu*, *op. cit.*, vol. IV, p. 244.

⁷³⁰ Majalla, art. 199 : « Elle doit être dans le commerce (*mutékavim*) », à propos de la chose vendue.

⁷³¹ Majalla, art. 197 : « La chose vendue doit exister au moment de la vente ».

⁷³² Majalla, art. 200 et 201 : « Elle doit être connue de l'acheteur » ; « l'acheteur prend connaissance de la chose vendue par la description des qualités qui la distinguent des autres objets. Par exemple l'on vend tant de mesures de blé tendre, ou le champ compris dans telle ou telle limite, la connaissance de l'objet vendu est suffisante et le contrat est valable ».

⁷³³ Majalla, art. 198 : « Il faut que la délivrance en soit possible ».

⁷³⁴ Notons que le terme *mutaqqawwam* en langue arabe désigne littéralement appréciable en valeur. Certains auteurs (J. Schacht, *op. cit.*, notamment p. 135) et même le Code civil Ottoman (Majalla, art. 199 précit.) en ont fait une « accentuation » erronée. Le terme *mutaqqawwim* désigne celui qui apprécie (un bien) en valeur. Par conséquent, on ne saurait parler d'un bien qui serait auteur de sa propre appréciation en argent.

de son exploitation (Sous-section II) qui est l'œuvre du *fiqh* islamique élaboré en conformité avec les Finalités de la Loi Islamique (*maqâssed al Chari'a*)⁷³⁵.

Sous-section 1. La chose pure et la délimitation des secteurs *halâl*

Aucun investissement n'est autorisé dans l'armement⁷³⁶, l'industrie porcine⁷³⁷, le cinéma⁷³⁸, l'alcool et les jeux du hasard, sous peine de nullité absolue du contrat⁷³⁹. La prohibition provient du Coran et du *Hadith*. Nous développerons toutefois quelques lignes sur la prohibition de l'alcool et des jeux du hasard.

Les sourâtes coraniques ne sont pas unanimes quant au traitement de la consommation de l'alcool, comme c'est le cas à propos du *riba*. Certains versets dénoncent « le grand péché » que commet le consommateur d'alcool (*khamr*) et celui qui recourt aux jeux du hasard (*Maysir*⁷⁴⁰), considérés comme une œuvre du Diable⁷⁴¹, alors que d'autres minimisent ses avantages⁷⁴². Le fait est que les versets du Coran ont été révélés au Prophète pendant différentes étapes de sa vie marquée tantôt par la paix, et tantôt par la guerre et les conflits. C'est la raison pour laquelle la recommandation d'éviter la consommation d'alcool

⁷³⁵ A.-Q. Audi, *op. cit.*, p. 45.

⁷³⁶ Coran, Sourate de la table (n° 5), verset 2 : « (...) Que l'aversion que vous ressentez pour ceux qui vous ont empêchés naguère de vous approcher de la Mosquée sacrée ne vous pousse pas à commettre des agressions ! Soyez plutôt solidaires dans la charité et la piété et non dans le péché et l'agression ! (...) » ; Verset 32 : « (...) quiconque tue un être humain non convaincu de meurtre ou de sédition sur Terre est considérée comme le meurtrier de l'humanité tout entière. (...) » ; Sourate des femmes (n° 4), verset 93 : « Quiconque donne la mort intentionnellement à un croyant aura pour rétribution la *Géhenne* (l'enfer), où il demeurera éternellement exposé à la colère et à la malédiction du Seigneur, et sera voué à d'immenses tourments ».

⁷³⁷ Coran : Sourate de la vache (n° 2), verset 173 : « il vous est interdit de consommer la bête morte, le sang, viande de porc, et celle de tout autre animal sur lequel on aurait invoqué un autre nom que celui de Dieu. Cependant, si on se trouve contraint d'en consommer par nécessité, et non par insoumission ni désinvolture, on ne commet aucun péché car Dieu est clément et miséricordieux » ; Sourate des abeilles (n° 16) : verset 2 : « voici le Livre qui n'est sujet à aucun doute. C'est un guide pour ceux (...) » ; verset 3 : « ceux qui croient à l'invisible, qui s'acquittent de la *salâte* et qui effectuent des œuvres charitables sur les biens que nous leur avons accordés » ; verset 60 : « (...) Mangez et buvez des dons que Dieu vous a octroyés leur fut-il dit, mais ne semez pas le trouble sur la Terre » ; et verset 115 : « il vous est interdit seulement la bête morte, le sang et la viande de porc, ainsi de celle de tout animal sur lequel on aura invoqué d'autres noms que Celui de Dieu. Mais celui qui sera contraint d'en manger sans esprit de rébellion et sans excès, Dieu sera pour lui indulgent et miséricordieux » ; Sourate des bestiaux (n° 6), verset 145 : « Dis, je ne trouve dans ce qui m'a été révélé d'autre interdit touchant les aliments susceptibles d'être consommés que celui qui frappe la bête morte, le sang répandu et la viande de porc, car leur consommation constitue une souillure. (...) » ; *Hadith* avec Jâber Ibn 'Abdallah, relaté notamment par Al Bukhârî (Chaféite), *op. cit.*, n° 2082 ; Muslim (Chaféite), *op. cit.*, n° 2960 ; Abou Daoud (hanbalite), *op. cit.*, n° 3024.

⁷³⁸ Coran, Sourate de l'aide (n° 107), versets 4 et 5 : « Malheur à ceux qui en effectuant leur *salâte* l'exécutent sans conviction ou s'en laissent distraire ».

⁷³⁹ Al Jaziri, *op. cit.*, vol. II, p. 208.

⁷⁴⁰ Ibn Amr Ibn Kathîr, *Tafsîr al Coran al 'Azîm*, éd. Tayyiba Riyadh, 1997, vol. III, p. 178 : « Le *maysir* c'est le *qoumar* ».

⁷⁴¹ Coran, Sourate de la table (n° 5), versets 90 et 91 : « Ô vous qui croyez, les boissons alcoolisées, les jeux de hasard, les bétyles et les flèches divinatoires ne sont autre chose qu'une soudure diabolique, fuyez-les ! Vous n'en serez que plus heureux ! » ; « le démon n'a d'autres buts que de semer, par le vin et le jeu de hasard, la haine et la discorde parmi vous et de vous éloigner du souvenir de Dieu et de la *salate* (prière) ! Allez vous enfin renoncer à ces pratiques ».

⁷⁴² Coran, Sourate de la vache (n° 2), verset 219 : « Ils t'interrogent sur le vin et le jeu de hasard. Réponds-leur : dans l'un comme dans l'autre, il y a un grave péché et quelques avantages pour les hommes ; mais le péché l'emporte largement (...) ».

prévue à la Sourate de la vache, révélée en temps de paix, s'est transformée en prohibition radicale dans la Sourate de la table révélée en l'an III *Hijri* lors de la persécution du Prophète⁷⁴³. De plus, nombreux étaient les *Hadith*⁷⁴⁴ du Prophète tenus à propos de l'alcool qui ont également été interprétés de manière variable. Pour l'essentiel, l'interdiction de la consommation d'alcool repose essentiellement sur son caractère enivrant. Et c'est précisément sur cet aspect qu'Abou Hanifa⁷⁴⁵, fondateur de l'école hanafite s'était basé pour préciser que seul l'état d'ébriété occasionné par la consommation d'alcool est interdit⁷⁴⁶, alors que les juristes des autres écoles sont restés hostiles à toute consommation de celui-ci⁷⁴⁷.

Toutefois, l'alcool demeure une chose non éligible au contrat sous-jacent des *sukuk*. Le contrat musulman opérant un achat d'alcool ou exploitation de vignes en vue de vinification est frappé en principe de nullité absolue (*bâtil*)⁷⁴⁸ quelle que soit l'école jurisprudentielle musulmane.

L'actif objet du contrat qui sous-tend un *sakk* ne doit pas seulement être une chose pure, mais devra également être économiquement rentable. C'est la caractéristique principale de *mâl* (actif).

⁷⁴³ Al Kortobi (Malikite), *Al jâme' li ahkâm al Coran*, éd. *Al resalah*, Beyrouth, 2006, vol. VIII, pp. 156 et 157 ; Al Tabari (à l'origine d'une école jurisprudentielle éphémère le Jaririsme, mais a cotoyé les imams Chaféi et Mâlik), *Jâme' al bayan 'an ta-ouil al Coran*, éd. *Al resalah*, Beyrouth, 1994, vol. III, pp. 162 à 164 ; Abou Daoud Al Sijistâni (hanbalite), *Al Sounan*, éd. *Al rissâla al 'âlamîyya*, Damas, 2009, vol. V, p. 511 et s.

⁷⁴⁴ *Hadith* rapporté par Aïcha dernière épouse du Prophète et relaté par, Mâlik bin Anass, *Al Mouwatta'a*, *op. cit.*, vol. II, p. 845 ; cité aussi par Al Bukhâri (châfé'ite), *Sahih, Dâr Ibn Kathir* Damas/Beyrouth, 2002, n° 5585 et 5586, p. 1420 ; par Muslim (châfé'ite), *op. cit.*, p. 963 ; Ibn Mâja, *Sunan*, éd. *Dâr ihyâ-a al kotob al 'arabiyya*, le Caire, 1954, vol. II, n° 3380 et 3381 ; *Hadith* du Prophète avec Ibn Kathir, transmis par Muslim, *op. cit.*, n° 2003, p. 965 ; par Abou Daoud, *op. cit.*, vol. V, n° 3669, p. 511 ; *Hadith* avec Jâber Ibn Abdallah, transmis par Al Tirmizhi, *op. cit.*, n° 1973 et n° 1865 ; Abou Daoud, *op. cit.*, vol. V, n° 3681, p. 523.

⁷⁴⁵ Abou Hanifa, et notamment Sofian al Thaori, Ibn Abi Layla, Ibrahim al Nakh'i, cités par Averroès/ Ibn Rushd (petit-fils), *op. cit.*, vol. II, p. 521 ; citation également par Al Kâsâni, *Badâ-i'*, *op. cit.*, vol. VI, p. 406 et s. ; *Contra* Voir Al Kâsani pour plus de développement sur les définitions étymologiques, *op. cit.*, vol. VII, p. 406. Pour plus de détails sur les divergences d'interprétation au sein du hanafisme même, V. Al Kasâni et Averroès/Ibn Rushd (petit fils) dans les ouvrages précités.

⁷⁴⁶ Abou Youssef, *Al Âthâr*, éd. *Dâr ihyâ-a al m'ârif al 'uthmaniyya*, 1936, Haydar Abad, Inde, n° 1003, p. 227.

⁷⁴⁷ Al Kortobi (Malékite), *Al jâme' li ahkâm al Coran*, éd. *Al Resalah*, Beyrouth, 2006, t. VIII, pp. 156 et 157 ; Al Tabari (à l'origine d'une école jurisprudentielle éphémère le Jaririsme, mais demeure influencé par la doctrine des imams al Chaféi et Mâlik), *Jâme' al bayan 'an ta-ouil al Coran*, éd. *Al Resalah*, Beyrouth, 1994, t. III, pp. 162 à 164 ; Abou Daoud Al Sijistâni (hanbalite), *Al Sounan*, éd. *Al Rissâla al 'Âlamîyya*, Damas, 2009, t. V, p. 511 et s. ; Ibn Rushd (petit-fils) Averroès, *Bidâyat al Mojtahid wa nihâyat al Moqtassed*, éd. Ibn Taymiyya, Le Caire, 1994, vol. II, p. 524 ; Abou Youssef (hanafite), *op. cit.*, n° 999, p. 226.

⁷⁴⁸ Al Jaziri, *op. cit.*, vol. II, p. 208.

Sous-section 2. Le rôle économique de la chose : la notion de *mâl*

Il ressort des dispositions du standard 17 et des exigences cumulées du droit commun des contrats musulmans, que toute vente doit porter sur un bien (*mâl*). Si toute chose tangible et rentable (§1) est un bien, sa patrimonialité (*ibâha*) est soumise aux principes généraux qui gouvernent les échanges en droit musulman, lesquels excluent les dettes et l'argent (§2). Contrairement aux biens impurs, ils procurent un avantage économique dont l'interdiction (*ghayr mubâh*) ne découle pas du Coran.

§1. La tangibilité et la rentabilité : *al mâl*

Évolution de la notion de *mâl* en Islam. Cette notion qui occupe une place centrale en droit des contrats musulmans⁷⁴⁹ a été définie par Ibn al Athir⁷⁵⁰ et Ibn Manzhour comme tout ce que l'on pourrait posséder. Limité initialement à l'or et à l'argent, le champ de la notion s'est élargi à tous les biens depuis qu'il avait englobé les chameaux, principale richesse matérielle chez les populations bédouines arabes de la Péninsule arabique⁷⁵¹.

Vision majoritaire jurisprudentielle. Pour les écoles Chafi'ite, Hanbalite et Malékite⁷⁵², la chose est cessible du moment où elle remplit la caractéristique d'un bien (*mâl*) pouvant produire un avantage ou une utilité (*manfé'a* ou *intifâ'*), dont le commerce est légal (*ibâhat al intifâ'*). Par conséquent, deux caractéristiques sont nécessaires à l'objectivation d'une chose selon ces trois rites : l'utilité et la légalité.

⁷⁴⁹ Y. Linant de Bellefonds, *Traité de droit musulman comparé*, n° 245, p. 201 ; J. Schacht, *Introduction to Islamic Law*, *op. cit.*, p. 134 ; A.-R. Al Sanhoury, *Al Wassit*, *op. cit.*, vol. VIII, p. 6.

⁷⁵⁰ Al Charbassi, *op. cit.*, p. 448, par référence à Ibn al Athir.

⁷⁵¹ Ibn Manzhour, *op. cit.*, vol. XI, p. 636 (citant l'historien de l'Islam Ibn al Athir).

⁷⁵² Hanbalite : Ibn Qudâma, *Al Mughni*, éd. *Dâr 'âlam al kotob*, Riyadh, 1997, vol. VI, pp. 7 et 130 : un bien procurant un avantage dont la jouissance est permise non pour satisfaire un besoin (et non à titre exceptionnel) ; Chaféite : Al Chaféi, *Al Omm*, éd. *Dâr Al wafa*, Arabie Saoudite, 2001, vol. IV, p. 171 : insiste sur la notion appréciable en valeur d'argent ou équivalent ; Malékite : Al Châtibi, *Al Mouwâfaqât*, vol. II, p. 17 ; Al Hattâb, *op. cit.*, vol. V, p. 48 ; Hanafite : Al Jaziri, *op. cit.*, vol. II, pp. 136 à 139.

Vision hanafite évolutive. Sous l'influence de la théorie d'Ibn 'Abidîn⁷⁵³ et Ibn Nujaïm⁷⁵⁴, l'école Hanafite avait introduit la notion de *Mâl Mutaqawwam*⁷⁵⁵, qui fut codifiée ultérieurement dans la Majalla (code civil ottoman). Le *mâl mutaqaawwam* est le bien éligible à la vente. Il est constitué de choses matérielles appréciables en argent, susceptibles d'épargne et légalement exploitables (*mubâh*) par son titulaire (propriété).

Ultérieurement, les *fouqahâ* de la Majalla ont codifié la notion de *mâl mutaqaawwam* avec une acception toutefois plus large que celle adoptée par leurs prédécesseurs hanafites. En effet, les articles 125 à 127 combinés de la Majalla⁷⁵⁶ établissent quatre caractéristiques du bien *mutaqaawwam* et donc pouvant être cédé : (i) appréciable en argent⁷⁵⁷, (ii) susceptible d'épargne (iii) économiquement utile (iv) à titre de propriété, qu'il s'agisse de choses ou d'utilités. La prise en compte des utilités dans la définition du *mâl* a permis d'appliquer à leur cession, les conditions relatives à la vente. Le sang et le corps humain se trouvant en dehors du champ des biens appréciables en argent, leur vente est nulle et ne peut être qualifiée de *mâl/biens*⁷⁵⁸. Par ailleurs, ne sont considérés ni comme des biens, ni comme étant susceptibles d'appropriation privative légale (propriété privative ou *milkiyya khâssa*), les biens du domaine public (*al amlâk al 'amma*), du *waqf* du fait qu'ils sont inaliénables. Cependant, ils peuvent être exploités/cédés (avantages/utilités) sous réserve d'en investir les revenus dans des œuvres caritatives⁷⁵⁹. En outre, les biens physiquement

⁷⁵³ Ibn 'Abidîn, *op. cit.*, vol. VII (*kitâb al buyu', kitâb al kafâla*), p. 10 : un *mâl* est une chose mobilière ou immobilière, susceptible d'épargne, appréciable en argent, pouvant être de la monnaie, et dont on peut légalement tirer profit (*intifa' moubâh*).

⁷⁵⁴ Ibn Nujaïm (hanafite), *Al Bahr al Râ-iq charh kanz al daqâ-iq*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 1997, vol. V, p. 430.

⁷⁵⁵ Ibn Manzhour, *op. cit.*, vol. XII, p. 500 : l'adjectif *mutaqaawwam* dérive du verbe *qawwama* qui signifie apprécier en valeur (*qima*). L'appréciation en valeur est reconnue par la tradition ('urf).

⁷⁵⁶ Majalla:

- Art. 125 : « *Mulk* se dit de toute chose dont on peut faire sa propriété qu'il s'agisse d'un objet ou seulement de ses fruits » البند ١٢٥ مجلة الأحكام العدلية : المالك وما ملكه الانسان سواء كان اعياناً أم منافع.
- Art 126 : « *Mal* (bien) se dit de toute chose prête à satisfaire les besoins de l'homme et qu'il conserve pour s'en servir en cas de nécessité. Les biens sont meubles ou immeubles ». البند ١٢٦ المال هو ما يميل اليه طبع الانسان ويمكن ادخاره الى وقت الحاجة، منقولاً أم غير منقول.
- Art 127 « *Malé Mutékavim* (objet dans le commerce) a deux significations : 1° la chose dont la jouissance est permise, 2° la chose dont on a acquis la possession. Ainsi le poisson dans la mer n'est pas *Mali Mutékavim*, mais il le devient une fois qu'il est pêché ». البند ١٢٧ المال المتقوم يستعمل في معنيين: الاول بمعنى ما يباح الانتفاع به والثاني بمعنى المال المحرز، فالسمك في البحر غير متقوم، وإذا اصطيد صار متقوماً بالاحراز.

⁷⁵⁷ Pour une raison non explicitée, le deuxième alinéa de l'article 125 édité en arabe en 1884, n'a pas été traduit en français par G. Young. Il dispose que l'argent (monnaie) et ce qui est appréciable en argent sont dénommés *Mâl*. Nous supposons que cette suppression a été rendue nécessaire pour les besoins de distinguer le régime applicable à la cession des biens objet d'une vente, de celui qui relève des règles du change (*sarf*). ويقال على فلس وما قيمته فلس.

⁷⁵⁸ Majalla, art. 210 : « on ne peut vendre ni donner en échange les choses qui ne sont pas susceptibles de propriété telle qu'un cadavre ou un homme libre ».

⁷⁵⁹ Al Charbassi, *op. cit.*

inappropriables comme l'air, ou impropres à l'épargne (*ghayr qâbel lil iddikhâr*), ou ceux dont le vendeur a été dépossédé (chose perdue, *bay' ghayr maqdour al taslim*), inexistants (*ma'adoum*) ou ne pouvant être légalement exploitables/vendus (*intifâ' ghayr mubâh*), sont qualifiés de biens (*mâl*) commercialement inappropriables (*ghayr mutaqaawwam*). Le tout constitue au sens de Joseph Schacht des *res extra commercium*, alors que la notion de *mâl mutaqaawwam* regroupe les biens qui se trouvent dans le commerce⁷⁶⁰.

La position jurisprudentielle unanime sur les utilités économiques de la chose. L'utilité d'un bien est perçue comme l'avantage qu'elle procure au vendeur (prix) et à l'acquéreur (usage, ou exploitation), sans lequel le bien est *chari'atiquement* dépourvu de toute valeur commerciale⁷⁶¹, et sa cession considérée sans intérêt (telle que la vente d'une graine de blé ou d'un insecte) selon les écoles réunies⁷⁶². La caractéristique de l'utilité est fondamentale en droit des contrats musulmans⁷⁶³ et constitue un principe fondamental de l'économie islamique puisque l'intérêt des choses réside dans leur utilité économique (*manfê'a*)⁷⁶⁴. C'est à la fois une finalité de la vente, mais également un critère de mesure de ses effets juridiques. Un contrat est considéré *lâzim* (ayant une force obligatoire) quand il augmente la valeur du patrimoine des contractants dès l'échange des consentements. Si cette valorisation du patrimoine est seulement rendue possible (*jâ-iz*) en attendant la réalisation d'une condition précise, le contrat est suspendu (*mawqouf*) dans son caractère obligatoire jusqu'à la réalisation de cette condition⁷⁶⁵. Comme nous l'avons préalablement exposé, la possession optimise l'exercice du droit de propriété en Islam. C'est une condition de validité (*soha*) du contrat. La dépossession vicie le contrat (*fâsid*) du fait d'une absence temporaire d'utilité pour les parties, alors que l'absence permanente le frappe de nullité absolue (*bâtil*). Mais d'autres caractéristiques et conditions du contrat peuvent par leur inobservation affecter le contrat dans sa formation (*in'iqâd*), validité (*soha*), opposabilité (*nafâz*) et caractère obligatoire (*louzoum*).

⁷⁶⁰ J. Schacht, *op. cit.*, p. 136.

⁷⁶¹ Al Jaziri, *op. cit.*, vol. II, p. 135.

⁷⁶² Al Nawawi (châfê'ite), *op. cit.*, vol. III, pp. 18 et 19 ; Al Charbîni (châfê'ite), *Moghni al mohtâj*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 2000, vol. II, p. 342 ; Al Hattâb (mâlikite), *op. cit.*, vol. V, p. 48 ; Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. VI, p. 58 ; A.-R. Al Jaziri, *op. cit.*, vol. II, p. 135.

⁷⁶³ A.-R. Al Jaziri, *op. cit.*, vol. II, p. 135.

⁷⁶⁴ Y. Kamâl Mohamed [dir.], *Mostalahâte al fiqh al mâli al mo'asser* (Lexique islamique juridico-financier contemporain), éd. de l'Institut international pour la pensée islamique (IPI), 1997, p. 45 ; Ibn 'Âbidîne, *op. cit.*, vol. IV, p. 425.

⁷⁶⁵ Al Jaziri, *op. cit.*, vol. II, p. 155.

Le rite hanafite prévoit la nullité absolue (*bâtil*) du contrat de vente dont l'objet est un bien hors du commerce islamique (*ghayr mutaqawwam*) selon les termes de l'article 211 de la Majalla⁷⁶⁶. Un contrat *bâtil* est un contrat non formé qui n'entraîne aucune conséquence juridique et aucune obligation pour les parties⁷⁶⁷.

Il résulte de ce qui précède que le caractère *in commercio* est le fruit de la bienveillance du législateur. La chose peut faire l'objet d'une vente (*mabî'* ou *mahall al bay'*)⁷⁶⁸ et sa jouissance est légale (*ibâhat al intifâ'*) dès lors qu'il n'existe aucun texte qui en prohibe l'achat la vente, la détention, la consommation ou la promotion.

Il est important de noter que les sommes d'argent sont constitutives de biens (*mâl*), mais ne sauraient faire l'objet contractuel d'une vente (*al ma'qud 'alayhi*), puisque c'est un moyen d'échange de la chose objet du contrat et ne saurait prétendre à générer un revenu légitime selon la *Chari'a*. Ceci ressort du deuxième alinéa de l'article 151 de la Majalla traduit en français par George Young, qui dispose que « la chose vendue seule procure la jouissance et le prix n'est qu'un moyen de faciliter l'échange », lequel consacre le vieil adage islamique selon lequel « la jouissance se fait au moyen des choses et non des prix⁷⁶⁹ ». L'ensemble des articles 125 à 127 et 150 à 151 permettent de qualifier le prix de bien, mais le prive de faire l'objet d'un contrat de vente, et ce essentiellement pour faire barrage aux contrats ou prêts à intérêt en Islam.

Une **divergence jurisprudentielle** subsiste toutefois entre le Châfé'isme et les autres écoles au sujet de la qualification juridique de l'utilité des choses. Elle présente un intérêt secondaire à notre sens et ne sera exposée que sommairement pour démontrer l'influence de l'école châfé'ite sur la jurisprudence de l'AAOIFI. En effet, les châfé'ites scindent les biens (*mâl*) en choses (*a'yân*) et utilités (*manâfé'*). Ces dernières peuvent donc être valablement cédées et la vente des utilités/avantages est un

⁷⁶⁶ Majalla, art. 211 : « La vente des biens qui ne sont pas dans le commerce est nulle ». L'article 212 donne au contractant le droit de demander la résiliation du contrat si le prix avancé pour l'acquisition d'un bien, est lui-même hors du commerce islamique : « la vente est annulable lorsque le prix consiste en un bien qui n'est pas dans le commerce ».

⁷⁶⁷ Al Kasâni, *op. cit.*, vol. V, p. 305 ; M. Az-Zarka, *Al fiqh al islâmi fi thawbihil hadith*, *op. cit.*, t. II, p. 715.

⁷⁶⁸ Majalla, art. 150 précit. : « Par *mahall-ul-bay'*, on entend la chose vendue » ; art. 151 : « *mébi'* est la chose vendue, la chose certaine qui figure dans la vente et dont l'acquisition est le but principal du contrat ; (..) ».

⁷⁶⁹ Ibn 'Âbidîne, *op. cit.*, vol. IV, p. 524 انما الانتفاع بالاعيان لا بالاثمان

des types de vente⁷⁷⁰. Les autres écoles ne considèrent pas les utilités d'une chose comme l'objet d'une vente, mais toutefois appropriables en ce sens que le contrat de cession d'une utilité économique ne relève pas de la vente, mais de l'appropriation, comme c'est le cas pour le bail (*leasing* ou bail simple)⁷⁷¹. Cette nuance ne semble avoir qu'un intérêt religieux, et ne présente pas de conséquences juridiques, puisque la cession de la propriété d'un bien à autrui, moyennant un prix est la définition même d'une vente, peu important que le bien soit une chose ou un droit sur celle-ci.

Extension de la notion de bien en droit musulman moderne. L'acception juridique de bien en droit musulman hanafite semble avoir rallié celle de l'école chafé'ite. Comme préalablement mentionné, les jurisconsultes de la Majalla ont inclus les utilités dans le champ des biens dans le commerce. Et puisqu'une prestation est un louage de services⁷⁷², elle se trouve cessible, tout comme la location de choses, considérée comme une vente des utilités et donc d'un droit de jouissance.

Vu sous l'angle du droit français, ce concept revient à dire qu'en Islam on peut céder contractuellement un droit réel ou un droit personnel (comme le droit de l'acquéreur à être livré de la chose achetée, les droits de la propriété intellectuelle, etc.)⁷⁷³. En synthèse de quoi, tous les contrats musulmans confèrent un droit de « propriété » sur l'objet du contrat. N'est-ce pas un point de grande convergence entre les notions de *milkiyya* et d'ownership en droit anglo-américain, ce dernier étant « conventionnellement défini comme le résidu de droits sur un bien toujours rattaché à une personne⁷⁷⁴ ».

Al mâl islamique et le bien de droit français. Ainsi, *al mâl* correspond à l'acception du bien entendue *lato sensu* en droit français. À l'origine, le terme bien en droit français avait une signification stricte qui se limitait aux choses matérielles

⁷⁷⁰ Al Charbîni, *op. cit.*, vol. II, n° 2, p. 332 ; Al Nawawi, *op. cit.*, vol. III, p. 350.

⁷⁷¹ Al Dusûqî et Al Dardîr (mâlikite), *Al Charh al kabîr*, éd. *Dâr Ihyâ-a al kotob al 'arabiyya*, Arabie Saoudite, (année non mentionnée), ch. 3/2, p. 19 et 20 ; Ibn 'Âbidîne (hanafite), *op. cit.*, vol. IV, p. 534.

⁷⁷² Majalla, art. 405 : « En arabe, le terme *Idjaré* signifie loyer, mais on l'emploie aussi dans le sens de louage. Employé comme terme de droit, il (le louage) signifie la vente de la jouissance d'une chose déterminée, ou des services d'une personne, contre un prix également déterminé » ; notons que G. Young a traduit le terme *Ijâra* par *Idjaré*.

⁷⁷³ Majalla, art. 405 : « En arabe, le terme *idjaré* signifie loyer, mais on l'emploie aussi dans le sens de louage. Employé comme terme de droit, il (le louage) signifie la vente de la jouissance d'une chose déterminée, ou des services d'une personne, contre un prix également déterminé ».

⁷⁷⁴ O. Oscar, *Comparaison de la notion de propriété des biens meubles en France et en Angleterre*, mémoire Master II, Univ. Paris II en part. avec Oxford Univ., 2013-2014, n° 142, p. 112.

appropriables, dont les biens meubles ou immeubles que les particuliers pouvaient s'approprier individuellement. L'évolution technique et technologique, a facilité la dématérialisation de certains biens autrefois matériels, tels que les valeurs mobilières (actions et obligations), pour rendre les droits des titulaires constatables par inscription comptable, et non par la détention du titre (la théorie du droit dans le titre). La notion de bien a ainsi quitté le champ de la matérialité pour désigner aujourd'hui tous les éléments matériels corporels ou incorporels qui constituent le patrimoine d'une personne, et à qui ils appartiennent y compris les droits dont elle est titulaire⁷⁷⁵. Le législateur y a rangé aux côtés des biens meubles corporels et immeubles⁷⁷⁶, les revenus de produits financiers⁷⁷⁷ et exclut la dette⁷⁷⁸. Ainsi un bien est une chose/droit dans le commerce appréciable en argent, et susceptible d'appropriation légale (*res in commercio*). Cette définition exclut donc les choses communes⁷⁷⁹, le corps humain⁷⁸⁰, les biens du domaine public⁷⁸¹, et les choses inappropriables (armes, munition, etc.)⁷⁸². Au sens du droit français des biens, on peut être propriétaire d'un bien, ou titulaire soit d'un droit de jouissance sur celui-ci, ou d'une prestation foncière, au sens de l'article 543 C. civ.

La signification économique du terme bien est plus large que son acception juridique. Dénommé actif, il est défini comme tout élément identifiable du patrimoine ayant une valeur économique positive pour l'entité, c'est-à-dire un élément générant une ressource que l'entité contrôle du fait d'évènements passés et dont elle attend des avantages économiques futurs⁷⁸³. Il s'agit de tous biens et droits évaluables en argent et qui constituent le patrimoine positif d'une personne et le droit de gage de ses créanciers⁷⁸⁴.

⁷⁷⁵ G. Cornu, *Vocabulaire juridique, op. cit.*, p. 127, définition du terme bien.

⁷⁷⁶ C. civ., art. 516 : « Tous les biens sont meubles ou immeubles ».

⁷⁷⁷ C. civ., art. 529 : « Sont meubles par la détermination de la loi les obligations et actions qui ont pour objet des sommes exigibles ou des effets mobiliers, les actions ou intérêts dans les compagnies de finance, de commerce ou d'industrie, encore que des immeubles dépendant de ces entreprises appartiennent aux compagnies. Ces actions ou intérêts sont réputés meubles à l'égard de chaque associé seulement, tant que dure la société. Sont aussi meubles par la détermination de la loi les rentes perpétuelles ou viagères, soit sur l'Etat, soit sur des particuliers ».

⁷⁷⁸ C. civ., art. 533 : « Le mot "meuble", employé seul dans les dispositions de la loi ou de l'homme, sans autre addition ni désignation, ne comprend pas l'argent comptant, les pierreries, les dettes actives, les livres, les médailles, les instruments des sciences, des arts et métiers, le linge de corps, les équipages, armes, grains, vins, foins et autres denrées ; il ne comprend pas aussi ce qui fait l'objet d'un commerce ».

⁷⁷⁹ C. civ., art. 542 : « Les biens communaux sont ceux à la propriété ou au produit desquels les habitants d'une ou plusieurs communes ont un droit acquis ».

⁷⁸⁰ C. civ., art. 16-1, al. 3^{ème} : « Le corps humain, ses éléments et ses produits ne peuvent faire l'objet d'un droit patrimonial ».

⁷⁸¹ C. civ., art. 563 relatif à l'appropriation de biens appartenant au domaine public.

⁷⁸² C. civ., art. 533, précité.

⁷⁸³ Plan comptable général, art. 211-1.

⁷⁸⁴ G. Cornu, *Vocabulaire juridique, op. cit.*, p. 24, définition du terme actif.

Le bien sous-jacent à un *sakk*. Le dispositif des *sukuk* fait une application extensive de la notion classique du *mâl*, dans une position moderne et quelque peu conciliante des différentes positions jurisprudentielles en jeu. Elle fusionne la position chafé'ite classique, et hanafite moderne codifiée dans la Majalla, afin de permettre la titrisation de biens immeuble ou meuble, droit ou prestation de service générant un revenu, lesquels ressortent de la nomenclature figurant au standard 17 AAOIFI.

La rentabilité et la propriété des *sukuk*. La place centrale de la rentabilité des choses dans l'économie musulmane, consacre une acception très économique de la propriété d'une part, et d'autre part, s'éloigne du concept premier de la propriété en Islam. La notion de propriété des *sukuk* semble avoir suivi le changement de l'acception de la propriété dans les différents systèmes juridiques du monde, sous l'impact de la dématérialisation où « les biens ont dépassé la matière »⁷⁸⁵, et même parfois en dépit d'une exploitation conditionnée par la possession.

Toutefois, le point névralgique de l'émission de *sukuk chari'atique* réside surtout dans le rattachement de la rémunération des souscripteurs aux revenus réalisés par l'actif. Cette exigence concrétise la matérialisation du lien entre l'opération de financement par émission *sukukaire* et l'économie réelle nécessaire à la validité des *sukuk* selon certains spécialistes de la finance islamique⁷⁸⁶.

En résultat de ce qui précède, la propriété conférée par les *sukuk* et leurs contrats sous-jacents portent majoritairement sur tout type de biens purs du moment où ils assurent un revenu qui alimente matériellement la rémunération des titulaires de *sukuk*.

§2. Exclusion des choses non constitutives de biens (*mâl*).

Il ressort de l'étude des règles du standard 17 AAOIFI que trois types de choses ne peuvent être titrisées : celles qui ne sont pas constitutives de biens au sens de droit musulman classique (et qui sont l'objet du contrat sous-jacent nommé établi dans la liste des

⁷⁸⁵ J. Rochfeld, *Les grandes notions de droit privé*, Thémis/PUF, 2011, p. 310.

⁷⁸⁶ Z. Iqbal et A. Mirakhor, *Economic development and islamic finance*, éd. *International Monetary Fund*, 2013, p. 2.

structurations de *sukuk*), l'argent et la dette. Cependant, et compte tenu de la règle de la majorité dont les hanbalites et hanafites sont les précurseurs⁷⁸⁷, un bilan de licéité est toujours établi en faveur d'une tolérance limitée au demeurant.

L'interdiction du commerce de l'argent et opérations de crédit : Vecteur d'échange non éligible à la vente en tant qu'objet contractuel, selon les préceptes de la *Chari'a*, l'argent est considéré par le législateur français comme un bien pouvant être valablement cédé à titre d'objet contractuel civil⁷⁸⁸ en contrepartie d'intérêt. Cependant la conclusion d'un contrat de prêt rémunéré relève de la loi relative aux opérations de crédit, activité très réglementée et réservée aux établissements de crédit et sociétés de financement⁷⁸⁹. Le législateur français qualifie d'opération de crédit tout crédit octroyé à titre habituel⁷⁹⁰ et onéreux⁷⁹¹, et qui n'est pas nécessairement un prêt de sommes d'argent, mais peut avoir la forme notamment d'affacturage, de mobilisation de créance et de cession de créances non échues ainsi que les opérations de crédit-bail. Malgré l'ouverture du monopole bancaire⁷⁹², cette activité demeure très encadrée. En effet, toute personne morale ou physique qui se livre à ce type d'opérations à titre habituel et onéreux sans agrément exprès délivré par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)⁷⁹³ est passible d'une peine d'emprisonnement de 3 ans et de 375 000 € d'amende pénale⁷⁹⁴. Bien que le prêt à intérêt soit un acte civil⁷⁹⁵, légalement autorisé⁷⁹⁶, seul son octroi habituel sans préalable agrément est sanctionné dans le but de l'épargne et prévenir les crises financières⁷⁹⁷, et sur la base d'une appréciation souveraine du juge du fond.

Prêt *sukukaire*. En Islam, la prohibition du prêt à intérêt provient de son caractère islamiquement usuraire, qui consiste en un prêt octroyé sous condition de

⁷⁸⁷ W. Al Zuhā'ili, *Al qawā'id al fiqhīyya wa tatbīqātihā fil mazhab al arba'a*, op. cit., vol. I, n° 118, p. 601.

⁷⁸⁸ C. civ., art. 533, précit.

⁷⁸⁹ C. monét. fin., art. L. 515-5 al 1^{er}: « Il est interdit à toute personne autre qu'un établissement de crédit ou une société de financement d'effectuer des opérations de crédit à titre habituel ».

⁷⁹⁰ *Ibid.* sur le caractère habituel des opérations de crédit.

⁷⁹¹ C. monét. fin., art. L. 311-1 : les « opérations de banque comprennent la réception de fonds remboursables du public, les opérations de crédit ainsi que les services bancaires de paiement » ; art. L. 313-1 dudit code : « Constitue une opération de crédit tout acte par lequel une personne agissant à titre onéreux met ou promet de mettre des fonds à la disposition d'une autre personne ou prend, dans l'intérêt de celle-ci, un engagement par signature tel qu'un aval, un cautionnement, ou une garantie. Sont assimilés à des opérations de crédit le crédit-bail, et, de manière générale, toute opération de location assortie d'une option d'achat ».

⁷⁹² H. de Vauplane, « Le monopole bancaire sert-il (encore) à quelque chose ? », *Revue Banque*, 26 fév. 2015, n° 782.

⁷⁹³ C. monét. fin., art. L. 511-9 et 10.

⁷⁹⁴ C. monét. fin., art. L. 571-3, al. 1^{er}.

⁷⁹⁵ Th. Bonneau, *Droit bancaire*, Montchrétien, 2007, p. 385.

⁷⁹⁶ C. civ., art. 1905 : « Il est permis de stipuler des intérêts pour simple prêt soit d'argent, soit de denrées ou autres choses mobilières ».

⁷⁹⁷ H. de Vauplane, *ibid.*

rémunération de l'écoulement du temps entre l'avance des fonds et leur remboursement, sans véritable prestation effectuée par le prêteur⁷⁹⁸. D'où les règles (spéciales) du contrat d'échange de monnaies (*sarf*) qui imposent une symétrie de valeur entre les devises échangées, selon les dires du Prophète rapportés par Omar bin al Khattâb et Abou Sa'ïd al Khudri⁷⁹⁹. L'article 5/2/1 du standard *chari'atique* 17 de l'AAOIFI en fait stricte application en ménageant toutefois la règle de la majorité⁸⁰⁰ en vertu de laquelle un produit est considéré conforme à la *Chari'a* si la plupart de ses composantes le sont⁸⁰¹. Elle est toutefois appliquée seulement par les comités de surveillance *chari'atique* de rites hanafite et hanbalite.

○ **L'interdiction du commerce de la dette** : L'objet d'une vente (*al mabî'*) ne peut être une dette. Ainsi, une personne ne saurait céder à une autre la créance qu'elle détient sur un tiers (la dette de ce dernier) sans enfreindre les règles des échanges islamiques. Et puisque la titrisation islamique se voit appliquer les règles de la vente islamique, une dette ne saurait être titrisable en Islam.

Notons que les termes dette et créance renvoient toutes les deux à la notion de *dayn* en droit musulman. La partie qui s'oblige à payer s'appelle *madîne* alors que celle qui en bénéficie est qualifiée de *dâ-in*. À notre sens, il s'agit d'une des manifestations de la *divisio* entre '*ayn et dayn*, qui distingue la chose de la dette. Par conséquent, le titulaire d'une chose (ou un droit sur celle-ci) est qualifié de propriétaire alors que le créancier demeure titulaire de la dette d'autrui. La propriété étant la reine des droits, elle prévaut sur la créance, considérée comme un droit mineur en droit musulman. Il en résulte que la titrisation des créances, laquelle transforme la créance détenue sur autrui ne pourrait être retenue en Islam.

Manifestement constitutifs de titres de dettes, les contrats *salam*, *murâbaha*, *istisnâ'* (de manière partielle), et par conséquent les titres islamiques qu'ils sous-tendent, ont toutefois été autorisés, mais ont été strictement encadrés. Les contrats *istisnâ'*

⁷⁹⁸ AAOIFI, standard 19, art. 5/1 : "An excess over qard is permitted in terms of quantity or quality, or the offering of tangible property or extending of a benefit, at the time of satisfaction when it is not stipulated or is part of custom, irrespective of the subject-matter of qard being cash or kind"

⁷⁹⁹ Al Châfé'i, *op. cit.*, vol. IV, p. 54.

⁸⁰⁰ AAOIFI, standard 17, art. 2, précit.

⁸⁰¹ Bin Moflih (hanbalite), *Al Mubdi' fi charh al moqni'*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 1997, vol. II, p. 280 ; Al Kâsâni (hanafite), *Badâ-i'*, *op. cit.*, vol. VI, p. 543 ; Al Sârahhsi, *Al Mabsout*, éd. *Dâr al ma'rifa*, Beyrouth, 1989, vol. XII, p. 114.

sont formés de deux phases, la première ayant les caractéristiques d'un contrat *salam* suivie d'une autre ayant la caractéristique principale d'un contrat *ijâra*. C'est la raison pour laquelle ils se voient appliquer temporairement, les conditions relatives aux *salam*, avant que l'actif ne soit construit et livré.

Les contrats *salam* sont acceptés si la chose et la durée courte⁸⁰² y sont explicitées dans un contrat exempt de conditions suspensives⁸⁰³. Souvent émis à court terme, lequel ne dépasse pas en pratique un an, les *sukuk al salam* sont annuellement émis notamment par le gouvernement du Bahrain pour monnayer la dette publique⁸⁰⁴.

Pour les *sukuk al murâbaha*, la situation est celle d'un *sukuk al salam* inversée. C'est l'émetteur qui tient la propriété pour le compte des souscripteurs, mais celle-ci étant dépourvue de possession effective, aucune opération sur titre ne saurait être valablement effectuée sur le marché secondaire⁸⁰⁵, puisque l'investisseur suivant aura souscrit un titre de dette sur l'emprunteur du *sakk* négocié.

La dette qui sous-tend une obligation est un véritable actif au sens du droit français, dès lors qu'elle produit un revenu. Le Plan Comptable Général réformé⁸⁰⁶ en atteste dans son article 211-1, où il définit l'actif comme « un élément identifiable du patrimoine ayant une valeur économique positive pour l'entité, c'est-à-dire un élément générant une ressource que l'entité contrôle du fait d'évènements passés et dont elle attend des avantages économiques futurs ».

Les prescriptions de la loi musulmane relatives à l'objet d'une vente ordonnent également que la jouissance précitée soit autorisée légalement (*mubâh*). Or trois interdictions majeures ressortent à ce sujet : les secteurs *harâm* !

○ **Le traitement des *sukuk* dont le sous-jacent comporte un mix de dettes ou de la monnaie** : la règle de la majorité⁸⁰⁷ applicable en droit musulman

⁸⁰² Al Châfé'i, *op. cit.*, vol. IV, n° 1446, p. 17.

⁸⁰³ Al Kâsâni, *op. cit.*, vol. VII, p. 101.

⁸⁰⁴ IIFM, *Sukuk report, a comprehensive study of the global sukuk market*, 5th ed., 2016, p. 5.

⁸⁰⁵ AAOIFI, standard 17, art. 5/2/12.

⁸⁰⁶ Autorité des normes comptables, Règlement n° 2017-03 du 3 novembre 2017 modifiant le règlement ANC n° 2014-03 relatif au plan comptable général.

⁸⁰⁷ أكثر الشيء يقوم مقام الكل.

classique explique l'application du *ratio* de tangibilité et de licéité développée ci-après. Initialement appliquée par les hanafites et hanbalites⁸⁰⁸ dans l'appréciation du contrat de vente et celle de son objet, la règle de la majorité fut entérinée par les standards AAOIFI, notamment les règles relatives aux *sukuk* et aux sociétés. (17 et 21).

Dans le cadre du standard 21 relatif aux sociétés, il a été admis par l'AAOIFI que l'actif sous-jacent soit constitué de dettes et de monnaie dans la limite de 30 %, appelée *ratio* de tangibilité de la majorité des éléments composant l'ensemble du sous-jacent. L'application du *ratio* de tangibilité est cependant tributaire de la nature de l'activité de l'entreprise transférée par contrat sous-jacent à l'émetteur/*SPV*. Si son activité principale repose sur le change d'or, d'argent et de devises, les règles des contrats de change (*sarf*) s'appliqueront, abstraction faite du *ratio* de tangibilité. *A contrario*, si l'activité principale est celle de fabriquer ou de construire des biens matériels mobiliers ou immobiliers et de les vendre, une trésorerie déficitaire dépassant même 50 % du sous-jacent est sans incidence sur le caractère tangible du sous-jacent. Les dispositions du standard 21 semblent cependant ne pas convaincre Sheikh Taqi 'Usmâni pourtant membre du comité *chari'atique* de l'AAOIFI. Il considère que le portefeuille de contrats *ijâra*, *istisnâ'* et *murshâraka* ne saurait comprendre une composante *murâbaha* sans tomber dans le champ de la règle de l'interdiction de la vente de la dette, peu important le *ratio* de tangibilité global⁸⁰⁹. L'absence de position unanime entre les jurisconsultes de l'institution de l'AAOIFI ne plaide pas en faveur d'une règle juridique claire.

La notion de tangibilité. Alors que la notion de *mâl* est sensée englober la rentabilité et la tangibilité de l'actif sous-jacent, peu de développements ont été consacrés à la notion de tangibilité en droit musulman classique. On s'en tiendra à la liste de l'article 4/2 du standard 17 AAOIFI énumérant les actifs islamiquement titrisables. La tangibilité peut être entendue comme la rentabilité de tout bien islamique et donc qui n'est pas constitutif d'une dette. La question de de la matérialité et de la

⁸⁰⁸ Bin Moflih (hanbalite), *Al Mubdi' fî charh al moqni'*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 1997, vol. II, p. 280 ; Al Kâsâni (hanafite), *Badâ-i'*, op. cit., vol. VI, p. 543 ; Al Sârahhsi, *Al Mabsout*, éd. *Dâr al ma'rifa*, Beyrouth, 1989, vol. XII, p. 114.

⁸⁰⁹ Sheikh Taqi Usmani, *Sukuk and their contemporary applications*, précit., p. 3.

corporalité sont à écarter de la comparaison puisque des brevets ou droits d'auteurs sont parfaitement titrisables au sens de l'article précité⁸¹⁰.

Cette définition aurait pu être similaire aux termes de l'article 211 du Plan comptable général, qui renvoie la tangibilité de l'actif au caractère « économiquement positif » de sa valeur. Mais les deux conceptions de la tangibilité demeurent fondamentalement opposées entre les deux corps de textes juridiques, malgré les seuils de tolérances appliqués par les standards AAOIFI.

Soulignons que les *sukuk* sont souvent exposés sous l'angle de l'archétype des *sukuk al ijâra* classiques, qui, dans un contexte idéal, mais très rarement appliqué, titrisent un bien matériel le plus souvent un immeuble loué. Incessamment présenté comme le principe et le modèle idéal des *sukuk*, le volume d'émission de *sukuk al ijâra* classiques demeure pourtant infime par rapport au volume d'émission de *sukuk al ijâra en beneficial ownership*⁸¹¹. De surcroît, quatre structurations *sukukaires* (*sukuk al murâbaha*, *sukuk al salam*, *sukuk al istisnâ'* en première phase et *sukuk* de services/*al khadamâte*) dites *asset-based*, ne confèrent à l'émetteur/souscripteurs qu'un droit aux utilités économiques sans possession. Le juriste français ne saurait y voir un droit réel de jouissance, mais un *jus in personam*⁸¹², détenu par les souscripteurs à l'encontre de l'émetteur qui le détient à son tour contre l'emprunteur, et dont l'inexécution donne droit à dommages et intérêts, seulement si l'exécution forcée selon les dispositions de l'article 1222 nouveau du Code civil.

Si la conception très économique des biens, de la vente et de la propriété en Islam permet de rendre commercialisable tout ce qui est rentable, sous réserve de l'interdiction de la vente de la dette, des sommes d'argent, et des biens impurs, il est difficile de concevoir un traitement identique aux souscripteurs de tous les *sukuk*. Comme nous l'avions expliqué plus haut, il est ainsi impensable d'imaginer un autre droit qu'un droit de créance à l'encontre de l'émetteur qu'il pourra reproduire contre l'emprunteur pour les

⁸¹⁰ AAOIFI, standard 17, art. 4/2 : “*Investment sukuk represent a common share in the ownership of the assets made available for investment, whether these are non-monetary assets, usufructs, services or a mixture of all these plus intangible rights, debts and monetary assets. These sukuk do not represent a debt owed to the issuer by the certificate holder*”.

⁸¹¹ *Islamic Finance Qualification*, op. cit., p. 180.

⁸¹² H. Roland, *Lexique juridique des expressions latines*, LexisNexis, 7^{ème} éd., 2016, p. 180. Le *jus in personam* y est défini comme le « droit en vertu duquel un créancier peut exiger du débiteur l'exécution de son engagement quelle qu'en soit la source, contractuelle, quasi-contractuelle, délictuelle, quasi-délictuelle ».

sukuk structurés en *asset-based*. Les *asset-backed* peuvent être conçus et émis à l'appui d'un droit personnel que les souscripteurs détiennent à l'encontre de l'émetteur en vertu des dispositions légales et réglementaires du Code monétaire et financier, lequel peut être assorti d'un droit réel principal (par exemple une fiducie-sûreté) ou accessoire (telle qu'une clause de réserve de propriété).

Section II. Les caractéristiques du bien objet du contrat

Le droit français⁸¹³ et le droit musulman⁸¹⁴ consacrent le transfert de la propriété d'une chose vendue, *solo consensu* lequel est souvent concomitant à la conclusion du contrat. L'article 1583 du Code civil dispose que la vente est parfaite et le transfert de propriété acquis dès accord sur la chose et le prix : « Elle est parfaite entre les parties, et la propriété est acquise de droit à l'acheteur à l'égard du vendeur, dès qu'on est convenu de la chose et du prix, quoi que la chose n'ait pas encore été livrée ni le prix payé ».

Si la pureté et la rentabilité sont les conditions de la patrimonialité de la chose, leurs défauts sont susceptibles d'invalider le contrat. *A contrario*, la détermination (Sous-section 1), l'existence (Sous-section 2), la livrabilité (Sous-section 3) et le titre (Sous-section 4) sont ci-après qualifiés de caractéristiques qui influent variablement sur la validité du contrat.

Sous-section 1. L'indispensable détermination de l'actif sous-jacent

Les stipulations du contrat sous-jacent doivent obligatoirement déterminer l'actif générateur de revenus et qui sera transféré entre les mains de la *SPV/Trustee*, et ce en vertu des articles 5/1/8/2, 5/1/8/3 et 5/1/8/5⁸¹⁵. Le fait est que le

⁸¹³ C. civ., art. 1196, al. 1^{er} : « Dans les contrats ayant pour objet l'aliénation de la propriété ou ou la cession d'un autre droit, le transfert s'opère lors de la conclusion du contrat ».

⁸¹⁴ Ch. Chéhata, « Sur l'acte translatif de propriété en droit musulman hanafite », in *Travaux de la semaine internationale de droit musulman*, *op. cit.*, p. 36.

⁸¹⁵ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/8/2 : “*The prospectus of sukuk must include the identification of the contract on the basis of which the certificates are to be issued, such as sale of tangible asset, ijara, (...)*” ; Art. 5/1/8/3 : “*the contract that forms the basis of the issue must be complete with respect to its elements and conditions and (...)*” ; Art. 5/1/8/5 : “*The prospectus must*

principe du consentement éclairé en droit classique fait présumer que l'acquéreur avait procédé à un examen visuel (*ru-ya*) de la chose objet du contrat, et pris connaissance de ses caractéristiques avant de consentir à l'achat. À défaut d'examen visuel, une clause expresse peut être stipulée pour décrire les caractéristiques de la chose (poids, quantité, etc.), ce qui suffit à former le contrat ou, à en suspendre ou annuler rétroactivement la formation du contrat si le visionnage n'est pas concluant (*khiyâr shart al ru-ya*⁸¹⁶).

La description précise de la chose dans les clauses contractuelles⁸¹⁷ assure le consentement éclairé de l'acquéreur. Il ne sera pas exposé au risque (*gharar*) d'ignorance (*jahâla*) portant sur l'obligation de son co-contractant. Les contrats *gharar* sont les contrats dont la réalisation de l'obligation subordonnée à un évènement fortuit comme les contrats au jet de pierre (*bay' bil hassâte*) ou au toucher (*mulâmassa*), ou autres contrats aléatoires couramment utilisés à l'époque du Prophète⁸¹⁸. Notons que les contrats dont l'objet est approximativement quantifié (*bay' al juzâf*) sont prohibés en dehors de l'échange de denrées quantifiables selon le même critère de mesure⁸¹⁹. Les contrats *gharar* ressemblent ainsi aux contrats aléatoires de droit français où « les parties acceptent de faire dépendre les effets du contrat, quant aux avantages et aux pertes qui en résulteront, d'un évènement incertain⁸²⁰ ».

La sanction de l'indétermination de la chose n'est pas la même dans les écoles jurisprudentielles islamiques. La chose insuffisamment décrite est un vice affectant la validité du contrat (*fâsid*) pour les hanbalites et mâlikites, alors que le critère d'invalidation pour les châfé'ites réside dans le caractère litigieux de l'indétermination⁸²¹. Abou Youssef, disciple d'Abou Hanifa, considère que l'indétermination de la chose ou du prix est sans incidence sur le contrat (*jâ-iz*),⁸²² alors

state that the investment of the realised funds and the assets into which the funds are converted will be undertaken through Shari'a-compliant modes of investment".

⁸¹⁶ La validité des options (*khiyâr al chart*) repose sur un *Hadith* rapporté par Ibn Amr et cité par Al Bukhâri, *op. cit.*, n° 2113, pp. 508 et 509.

⁸¹⁷ Majalla, art. 201 : « L'acheteur prend connaissance de la chose vendue par la description des qualités qui la distinguent des autres objets (...) ».

⁸¹⁸ Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. VI, n° 759, p. 298.

⁸¹⁹ Notons que l'Imâm al Châfé'i avait considéré que si la vente à la louche (*al juzâf*) est acceptée, ce n'est que dans le cadre d'échange de denrées similaires déterminées sur la base du même critère de quantification, en sachant que les choses à échanger ont été évaluées par les contractants. V. *op. cit.*, vol. IV, pp. 162 et 187.

⁸²⁰ C. civ., art. 1108 al 2.

⁸²¹ Al Charbîni (châfé'ite), *op. cit.*, vol. II, p. 345.

⁸²² Abou Youssef, disciple d'Abou Hanifa Al Kâsâni, *op. cit.*, vol. VII, p. 606.

qu'elle le prive de son caractère obligatoire (*lâzim*) pour la majorité des hanafites⁸²³. Pour Abou Hanifa, l'indétermination n'est considérée comme un défaut qui invalide le contrat que si elle ne crée une ignorance litigieuse [*jahala mufdia lil nizâ'*] laquelle constitue un *gharar* (nullité relative)⁸²⁴.

Sous-section 2. La non nécessaire existence de la chose

Le principe selon lequel la chose doit exister au moment de la conclusion du contrat musulman⁸²⁵, a été établi sur la base d'un *Hadith* du Prophète qui prohibe la vente de ce que l'on ne possède pas⁸²⁶. Un autre *Hadith* mentionnait le recours du Prophète à l'achat d'un siège en bois commandé auprès d'un menuisier qui le lui livrera après l'avoir fabriqué (*istisnâ'*), alors qu'un autre écrit témoignait de l'achat par le Prophète d'un bien qui sera livré dans l'avenir (qu'ils ont apparenté au contrat *salam*)⁸²⁷.

L'interdiction de vendre ce dont on ne possède pas a été analysée par Ibn Taymiyya – juriste hanbalite de référence – comme l'obligation d'exécuter ses obligations contractuelles immédiatement après la conclusion du contrat⁸²⁸. A la lumière d'autres *Hadith* témoignant d'une pratique répandue des ventes à terme (*buyu' al âjâl*), les juristes des autres écoles en ont consacré certaines comme une exception à la disponibilité de l'actif au moment de la conclusion de la vente⁸²⁹. Licéisés⁸³⁰ par voie *d'istihsan* (préférence) ou de *qiyâs* (analogie) pour répondre aux besoins des

⁸²³ Al Kâsâni, *op. cit.*, vol. VII, p. 607.

⁸²⁴ Abou Hanifa plaide pour la sanction de nullité relative (*fâsid*) d'un contrat dont certains éléments composant le lot indivisible, sont inconnus Al Kâsâni *ibid.* ; Ibn Hammam (hanafite), *Fath al qadeer, op. cit.*, vol. VII, p. 254.

⁸²⁵ Majalla, art. 197 : « la chose vendue doit exister au moment de la vente ».

⁸²⁶ Plusieurs *Hadith*, dont le principal est rapporté par Hakîm bin Hizâm et retranscrit par Al Tirmizhi, *op. cit.*, vol. III, p. 534 et Abou Daoud (hanbalite), *op. cit.*, vol. III, n° 3503 ; Ibn Mâja (châfé'ite), *op. cit.*, vol. II, n° 2187 à 2189 ; Al Nassâ-i, *Sunan, op. cit.*, n° 4611 à 4613, p. 477 ; Al Sarakhsi (hanafite), *op. cit.*, vol. XIII, p. 128.

⁸²⁷ Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. VI, p. 384 ; Al Kâsâni (hanafite), *op. cit.*, vol. V, pp. 201 à 215. Sur l'impossibilité d'appliquer l'analogie du *Hadith* sur les contrats *salam* : Ibn Qayyim al Jawziyya, *op. cit.*, vol. II, p. ; Al Khattâbi, *Ma'âlim al sounan*, éd. *Al matba'a al 'ilmiyya*, Alep, 1932, vol. V, p. 143.

⁸²⁸ Ibn Taymiyya, *op. cit.*, vol. XXIX, p. 529.

⁸²⁹ Majalla, art. 262 : « Ce n'est pas une condition essentielle de la vente que l'acheteur soit mis en possession de la chose vendue au moment même du contrat. Seulement, après la conclusion de la vente, l'acheteur doit d'abord payer le prix, et le vendeur est ensuite tenu de délivrer la chose ».

⁸³⁰ Ibn 'Âbidîne (hanafite), *op. cit.*, vol. V, p. 142 ; Mâlik bin Anass, *Al mudawwana al kobra*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 1994, vol. X, p. 192 ; Al Châfé'i, *Al Omm, op. cit.*, vol. VII, p. 291 ; Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. IV, p. 161.

populations, les contrats de vente *istisnâ*⁸³¹, de *murâbaha*⁸³² et de *salam*⁸³³, permettent le report de la livraison de la chose (*salam*), du prix (*murâbaha*)⁸³⁴. Le contrat *istisnâ* étant composé de deux phases séparées par la livraison des travaux commandés, la première est actée sur la base d'un contrat *salam* alors que la deuxième phase est régie par un contrat du type *ijâra* où l'emprunteur ou un tiers versent des loyers qui serviront à rémunérer périodiquement les porteurs et titulaires de *sukuk*.

Certains exégètes musulmans ont considéré que si le Prophète avait accepté le principe du contrat *salam*⁸³⁵, c'est sous réserve d'une parfaite détermination de la date de livraison et d'un bien⁸³⁶, obligatoirement non fongible⁸³⁷.

Le droit musulman moderne entérine le principe de livraison rapide dans un contrat *salam* pour lequel l'existence du bien n'est exigée qu'à la date de livraison fixée au contrat⁸³⁸. Le délai de livraison doit être précisé en jours en mois et même en années selon les termes de l'article 247 de la Majalla. En conséquence de quoi, l'acquéreur pourtant propriétaire, ne supporte les risques inhérents à la chose qu'après réception du bien, puisque le reste demeure avec la chose, mais n'empêche pas celui-ci de disposer de la chose avant d'être livré⁸³⁹. Ceci autorise l'acheteur à refuser le bien qu'il aura reçu et qui n'est pas conforme au contrat⁸⁴⁰.

⁸³¹ Référence à un *Hadith* relatant une commande faite par le Prophète auprès d'un menuisier pour la fabrication d'un siège en bois, cité par Al Bukhâri, *op. cit.*, n° 1988 ; Ibn Qudâma, *op. cit.*, vol. VI, p. 384 et s. ; Al Chaïbâni, *Al Jâme' al saghîr*, vol. I, p. 325, ayant cité le recours unanime (*ijmâ' 'amali*) par les musulmans au contrat d'*Istisnâ* ; Al Kâsâni a considéré que les *fouqahâ* ont légalisé le contrat *Istisnâ* par voie d'*Istihsan* (préférence) du fait du recours manifeste, fréquent et unanime des musulmans à ce contrat (*ijmâ'*) alors que la voie de *qiyâs* (analogie) ne le permet pas (du fait de l'interdiction par le Prophète de la vente de ce que l'on n'a pas en sa possession) : Al Kâsâni, *op. cit.*, vol. VI, p. 85.

⁸³² A l'origine, nombreuses discordances ont eu lieu entre les écoles et les *fouqahâ* sur la légalité du contrat *Murâbaha*, cf. Ibn Qudâma, *op. cit.*, vol. VI, p. 266 ; OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 33 (8/4), 6-11 fév. 1988, confirmation de la décision prise en 1983 dans ce sens lors d'un sommet conclu autour des *fatâwas* de la Banque Islamique *Al Baraqa* ; confirmée par la résol. n° 64/2/7 de l'OIC, *Fiqh academy* prise à Jeddah en date du 9-14 mai 1992 dans son premier article qui dispose que « la vente à terme est permise en *Chari'a*, quand bien elle entraîne une marge ou un surplus au prix comptant ».

⁸³³ Acceptation du contrat *salam* sur la base de la Sourate de la vache, verset 282, sous réserve de description et de délai de livraison déterminés à l'avance : « Ô croyants ! Lorsque vous contractez une dette à terme, consignez-la par écrit et qu'un rédacteur requis par vous en enregistre les clauses avec fidélité. (...) N'omettez pas de mettre par écrit tout acte de prêt, quel qu'en soit le montant et d'en préciser l'échéance. (...) » ; v. Al Bukhâri, *op. cit.*, n° 2240 ; Al Kâsâni, *op. cit.*, vol. VII, p. 101.

⁸³⁴ Livraison et paiement échelonnés.

⁸³⁵ Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. VI, p. 384 ; Al Kâsâni (hanafite), *op. cit.*, vol. V, pp. 201 à 215.

⁸³⁶ Majalla, art. 246, concernant les ventes à terme (pour le paiement) : « le terme et les époques des échéances doivent être déterminés ».

⁸³⁷ Al Kâsâni, *op. cit.*, vol. VII, pp. 101 et s.

⁸³⁸ C. civ. Emirati, art. 568 et 569 (1).

⁸³⁹ C. civ. Emirati, art. 571.

⁸⁴⁰ Al Shirâzi, *Kitâb al tanbih*, éd. *Dâr 'âlam al kotob*, Beyrouth, 1983, pp. 98 et 99.

Les contrats *istisnâ'* constituent également une exception au principe de détermination de la date de livraison ou du paiement. Ils ont été acceptés par voie *d'Istihsan* (préférence) afin de répondre aux besoins des fidèles (nécessité). Ils sont reconnus dans tous les corpus législatifs des pays musulmans⁸⁴¹. Les *sukuk al istisnâ'* sont souvent émis pour financer des projets de construction ou de fabrication d'un bien immobilier ou mobilier inexistant (*green field sukuk*), ou d'aménagement d'un bien existant afin de le rendre conforme à l'usage désigné dans le prospectus (*brown field sukuk*). La construction de bâtiments sur un terrain vierge et la transformation d'un bâtiment scolaire en complexe hospitalier en sont deux exemples de contrats *istisnâ'*. Au-delà de la légalité du contrat *istisnâ'* établie par le droit musulman classique, la Majalla lui a consacré les articles 388 à 392 et l'Organisation de la conférence islamique avait édicté sa conformité avec la *Chari'a* depuis 1992 dans une résolution portant le numéro 65/3/7 adoptée lors du sommet du 9 au 14 mai à Jeddah. Le contrat doit stipuler la détermination précise de la chose à fabriquer ainsi que le délai de livraison et de paiement.

Sous-section 3. L'exigence d'un actif livrable

À l'origine, la livrabilité fut introduite par l'exégète hanafite Al Kasâni⁸⁴² en guise de condition chassant l'incertitude sur l'obligation contractuelle relative à la chose (*gharar*). La Majalla lui a ultérieurement consacré notamment les articles 198⁸⁴³, 209 et 363⁸⁴⁴.

Aujourd'hui, le *fiqh* musulman impose que l'objet soit possible (*mabî' mumkin*) pour que le contrat puisse produire ses effets⁸⁴⁵, en ce sens que sa livraison

⁸⁴¹ C. des obligations et des contrats au Liban, art. 624 ; C. com. du Koweït, art. 120 ; C. com. du Bahreïn, art. 2 (loi n° 7 de 1987) ; C. com. des Emirats arabes unis (*Qânoune al mu'âmalâte al tijâriyya*), n° 18/1993, art. 6, al. 6. Cet article considère certains contrats dont *l'istisnâ'* comme un contrat d'entreprise (*'aqd muqâwala*) régi par des dispositions qui lui sont propres et qui sont codifiés aux articles 872 et s. du C. civ. des Emirats arabes unis. Le contrat *istisnâ'* y est défini comme le contrat par lequel une personne s'engage envers une autre à fabriquer une chose ou effectuer une prestation.

⁸⁴² Al Kasâni, *op. cit.*, vol. V, p. 147.

⁸⁴³ Majalla, art. 198 : « Il faut que la délivrance (de la chose objet de la vente) en soit possible ».

⁸⁴⁴ Majalla, art. 209 : « Est nulle la vente de la chose dont la délivrance est impossible. (...) » ; Art. 363 : « Pour que la vente puisse produire ses effets, il faut que la chose vendue existe, que la livraison en soit possible et qu'elle soit dans le commerce (*mâl mutaqaawwim*). En conséquence, est nulle la vente d'une chose non existante, impossible à livrer et hors du commerce ».

⁸⁴⁵ A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq*, *op. cit.*, vol. III, p. 40.

doit pouvoir être faite « sans causer de dommage⁸⁴⁶ ». Toute destruction ou détérioration (*darar*) d'un autre bien qu'occasionnerait la livraison de l'actif objet de la vente ou par celle-ci, rend la livraison relativement « impossible » et vicie (*fâsid*) le contrat. La livraison absolument impossible, qualifie le contrat de vente de l'inexistant (*bay' al ma'doum*), lequel est frappé de nullité absolue (*bâtil*)⁸⁴⁷, et l'indisponibilité de l'objet de la vente au moment de sa conclusion n'est pas constitutive d'une inexistence au sens du *fiqh* islamique.

En droit civil français, la validité de l'objet contractuel renvoie à celle de l'objet de l'obligation contractuelle. Il ressort des dispositions de l'article 1163 (nouveau) du Code civil que l'objet de l'obligation d'une partie au contrat doit être possible et déterminé ou déterminable.

Sous-section 4. L'existence d'un titre sur l'actif

L'actif doit être susceptible de livraison. Cette faculté est le pouvoir de mettre l'actif en possession de l'acquéreur, l'existence de la chose en tant que bien (*mâl*) signifie au sens des châfé'ites, que le contractant doit disposer du pouvoir de transférer la propriété du bien entre les mains de son co-contractant, et ce au moment de la conclusion du contrat. Ainsi, l'existence correspond à un titre de droit de propriété sur le bien⁸⁴⁸ – au sens du droit musulman – qui peut porter sur tout type de choses, aux utilités licites.

La vente du *Foudouli*. Le droit musulman a qualifié le vendeur d'un bien sans titre par un *foudouli*⁸⁴⁹, une sorte d'intrus dans les droits du propriétaire. Le

⁸⁴⁶ *Hadith* (لا ضرر ولا ضرار) selon lequel aucun contrat ne doit causer de dommage, et nul dommage ne saurait réparer un autre. V. W. Al Zuhâili, *Al mu'âmalâte al mâliyya al mo'âssira*, *op. cit.*, p. 37.

⁸⁴⁷ Al Kasâni (hanafite), *Bada-i'*, *op. cit.*, vol. VI, p. 543 ; Majalla, art. 205, al. 1^{er} : « la vente d'une chose qui n'existe pas est nulle » traduction fait de la notion de *bay' al ma'doum* ; Al Charbîni (châfé'ite), *op. cit.*, vol. II, p. 42 ; Al Hattâb (mâlikite), *op. cit.*, vol. IV, p. 363 ; Ibn Rushd (Averroès), *op. cit.*, vol. II, p. 111 ; Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. VI, pp. 299 et 300 ; *Contra* : Ibn Taymiyya, *op. cit.*, vol. XXIX, p. 322. Cet auteur considérait que le bien qui n'existe pas (*ma'doum*) comme indisponible au moment de la conclusion du contrat mais qui sera disponible dans l'avenir ; Ibn Qayyim al Jawziyya, *op. cit.*, vol. I, p. 319.

⁸⁴⁸ Al Châfé'i, *op. cit.*, vol. IV, p. 16.

⁸⁴⁹ Majalla, art. 112 : « On appelle *fouzouli*, celui qui, sans droit, agit en propriétaire sur la chose d'autrui ».

contrat conclu par un *foudouli* est un contrat qui n'est formé qu'après validation de la cession par le propriétaire, selon l'article 111 de la Majalla⁸⁵⁰.

Contrats de fourniture. Il a été convenu par la plupart des *fouqahâ* Hanbalites dont Abou Daoud, Al Khattâbi, Ibn Qayyim Al Jawziyya, que la prohibition de vendre ce que l'on ne possède pas vise la vente du bien dont le propriétaire est dépossédé et non les prestations de service qui incombent au prestataire et les contrats fournisseurs [*'uqud al tawrîd*]⁸⁵¹. En effet, les fournisseurs n'étant pas les vendeurs initiaux, ils ne sont que des possesseurs intermédiaires chargés de livrer la marchandise au donneur d'ordre en vertu d'un contrat de fourniture. Récemment, l'Académie du *Fiqh* avait établi la licéité des contrats de fourniture et des contrats conclus à la suite d'un appel d'offres (*munâqassâ*). Dans les deux types de contrats, le contractant dont l'obligation porte sur la chose n'a pas celle-ci en sa possession, soit parce qu'il n'est qu'intermédiaire, soit parce qu'elle n'existe pas (cas de contrats *istisna'* ou appel d'offres visant souvent à réaliser un projet de construction dans l'avenir). Ce sont des contrats parfaitement conformes à la *Chari'a* malgré le double report de la livraison et du prix⁸⁵².

Plus précisément, le vendeur ne se trouve dans le champ de ce *Hadith* prohibitif que si, au moment de la conclusion du contrat, il savait qu'il ne pourrait pas livrer ou ignore s'il en serait capable⁸⁵³ alors qu'il en est propriétaire. L'interdiction de vendre ce dont on ne possède pas prohibe donc pour ces exégètes la vente d'un bien impossible à livrer.

L'objet du sous-jacent et l'objet des *sukuk*. Or, notre étude des *sukuk* permet de déduire que l'existence de l'objet des *sukuk* nécessite de dresser un bilan entre l'objet du titre et l'objet du sous-jacent, et la qualification d'islamique découle d'un taux positif entre tangibilité et crédit, vraisemblablement sur la base de la règle de la majorité. Dans la sphère exposée dans le chapitre Ier de la présente étude,

⁸⁵⁰ Majalla, art 111 : « On appelle *bey' mevkouf* ou vente subordonnée au consentement d'autrui, celle à laquelle se rattache le droit d'un tiers. Telle est la vente d'une chose par celui qui la détient sans droit ».

⁸⁵¹ Al Khattâbi (hanbalite), *op. cit.*, vol. III, pp. 135 et 136 à propos d'un *Hadith* rapporté par Ibn Amr dans lequel il autorise la revente de l'alimentaire uniquement après sa livraison. Nonobstant quelques divergences, les *ulamâs* en avaient déduit, que la revente des biens non alimentaire est possible. Si aucun paiement n'a perçu, le vendeur n'est donc pas tenu de livrer.

⁸⁵² OIC, *Fiqh Academy*, résol. n° 107/1/12, sur les contrats de fourniture, 23-28 sept. 2000 ('*aqd al tawreed*).

⁸⁵³ Ibn Qayyim al Jawziyya, *I'lâm al mouwaqqi'ine*, *op. cit.*, je citais le vol I, p.399.

sur les gradations du concept de la propriété, plus on se rapproche de la propriété d'un bien corporel tel qu'un immeuble [*'ayn*], moins les comités de surveillance *chari'atique* sont rigoureux dans l'application des règles ci-après, et le contraire est vrai.

Cette gradation est relevée aussi bien à la formation qu'à l'exécution des *sukuk*. Dans le deuxième cas, les comités de surveillance *chari'atiques* permettent l'accès d'un *sakk* au marché secondaire dès lors que le caractère corporel est dominant tel que c'est le cas des *sukuk al salam*, *sukuk al istisnâ'* : **c'est le seuil de négociabilité**. Pour décider si les *sukuk* sont valablement formés, les comités de surveillance *chari'atiques* vérifient que la part de crédit ne prévale pas sur la part de propriété dans un *sakk*. Pour empêcher les parties à l'opération de s'affranchir de ce **seuil de légalité** et préserver la conformité du crédit *sukukaire*, trois principes ont été édictés par les *fouqhâs* de l'AAOIFI.

Les principes de partage des pertes et des bénéfices entre les souscripteurs et le gestionnaire de l'opération, l'interdiction de garantir le capital et les revenus et la prohibition vendre la dette par la dette, sont en réalité trois conditions qui garantissent la non-ressemblance du *sakk* avec l'obligation de droit commun. Elles sont appréciées au moment de la conclusion du contrat d'émission et de souscription aux *sukuk*, à la lumière des règles applicables au prix (*thaman*) que nous étudierons dans le prochain chapitre.

Section III. Bay' al 'ayyina ou vente à réméré islamique

Hiyal permises. L'histoire des *mu'âmalâte* a vu défiler de nombreux subterfuges appelés *hiyal* qui consistent en un acte juridique légal dans son apparence, pris en contournement d'une prohibition *chari'atique*⁸⁵⁴. Parmi ces subterfuges, figure la revente de la chose même appelée *bay' al 'ayyina* qui est une double vente portant sur le même bien⁸⁵⁵. Pour les hanbalites, toutes les *hiyal* sont illicites, y compris la *bay'*

⁸⁵⁴ Al Châtibi (mâlikite), *op. cit.*, vol. V, p. 177.

⁸⁵⁵ Ibn Hammam (hanafite), *op. cit.*, vol. VII, p. 213 ; Ibn 'Âbidine (hanafite), *op. cit.*, vol. VII, p. 613 ; Ibn Manzhour, *op. cit.*, vol. XIII, pp. 35 et 36 ; M. El Gamal, *op. cit.*, p. 71.

al 'ayyina et entraînent la nullité du contrat⁸⁵⁶. Bien que non unanimes dans leur position, les mâlikites interdisent la *bay' al 'ayyina* si elle engendre un écart entre les prix successifs⁸⁵⁷. Cependant, et à l'instar des Hanbalites, ils l'ont interdite par précaution et par nécessaire limitation de la théorie du pragmatisme (*sadd al tharâ-i*⁸⁵⁸) par laquelle les juristes interdisent un acte apparent dans sa forme, mais dont l'objectif est la réalisation d'une opération prohibée⁸⁵⁹. Abou Hanifa, lui ne voit dans la *bay' al 'ayyina* aucune atteinte à la *Chari'a* s'il existe une marge de temps entre les deux ventes successives, ou un tiers inséré entre les parties à l'accord initial⁸⁶⁰. Les châfé'ïtes⁸⁶¹ ne la prohibent que si les contrats et leurs objets sont non conformes à la *Chari'a* dans leurs stipulations⁸⁶². En effet, l'interdiction de la double vente ne visait à leurs yeux que la facturation du temps en argent, caractérisée par la plus-value dégagée entre le dernier prix et le premier. Et pour cause, ils se sont appuyés sur la formulation du Prophète dans le *Hadith* précité qui disait « celui qui procède à une double vente percevra le prix le plus petit, et sinon le prix supérieur sera du *riba*⁸⁶³ », ainsi qu'un autre *Hadith* émanant de 'Aïsha rapporté par Ibn 'Abbas⁸⁶⁴. Cette dernière avait considéré comme illégales deux ventes à terme successives constituant une marge entre les deux prix.

Notons qu'un contrat de *murâbaha* est une forme de *bay' al 'ayyina*, légalisée par l'entremise d'un tiers⁸⁶⁵.

***Bay' al 'ayyina* appréciée par rapport aux règles prohibitives du *gharar* et du *riba*.** En droit des *sukuk*, il y a *gharar* dès lors que le sous-jacent est une

⁸⁵⁶ Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. VI, p. 116 et s. ; Ibn Taymiyya, *op. cit.*, vol. XXIX, n° 446 et s.

⁸⁵⁷ Al Hattâb (mâlikite), *op. cit.*, vol. V, p. 48 ; Al Châtibi, *op. cit.*, vol. IV, p. 526 et vol. I, pp. 55 et 57. Dans la première citation d'Al Châtibi, l'auteur insiste sur la nécessaire neutralisation des prétextes qui justifient le recours aux subterfuges juridiques (*sadd al zharâ-i' minal hiyal*). Cette neutralisation préserve la finalité et la signification des termes de la *Chari'a*, qui prévalent sur l'apparence des outils et la conformité des expressions.

⁸⁵⁸ Littéralement, la théorie des prétextes, traduite souvent par la théorie du pragmatisme.

⁸⁵⁹ La théorie de la neutralisation des prétextes aux ruses (*sadd al tharâ-i'*) permet de considérer illicites certains instruments juridiques licites dès lors que l'opération présente des éléments de présomption d'incompatibilité à la *Chari'a* ; M. Al Bogha, *op. cit.*, p. 572 ; W. Al Zuhâili, *Ossoul al fiqh al islâmi, op. cit.*, vol. II, p. 873.

⁸⁶⁰ Ibn 'Âbidine, *op. cit.*, vol. V, p. 225.

⁸⁶¹ Notons la légalité de *bay' al 'ayyina* comme une des formes de *bay bil wafa*, résol. du Conseil *Chari'atique* de Titrisation Malaisien (*Shari'a Advisory Council of Securities Commission*), 26 nov. 1997.

⁸⁶² Al Nawawi (châfé'ite), *op. cit.*, vol. III, pp. 85 et 86 ; Al Chawkâni (châfé'ite), *Nayl al awtâr*, éd. Dâr Ibn al Jawzi, Al Dammam, 2006, vol. X, p. 194.

⁸⁶³ *Ibid.* من باع ببعثان فله أو كسهما أو الربا

⁸⁶⁴ Ibn Manzhour, *op. cit.* vol. XIII, p. 35 et 36 ; Al Dâraqni, *Sunan, op. cit.*, 212 ; Al Bayhaqi, *op. cit.*, n° 10579.

⁸⁶⁵ Cf. plus haut *al murâbaha* ; C. civ. des Emirats Arabes unis, art. 584 (en arabe) : la revente de la chose même à son vendeur initial (*bay al 'ayyina*) est acceptée si elle équivaut à une *murâbaha* (vente avec marge) sous réserve qu'elle ne constitue pas un prêt à intérêt.

créance⁸⁶⁶ détenue par les investisseurs à l'encontre de l'émetteur, et il y a *riba*/usure si la rémunération est versée sous forme d'intérêts ou de montant fixés par rapport au montant prêté⁸⁶⁷ en fonction de la durée du prêt.

Pour le *fiqh* islamique, tout prêt est en principe constitutif d'un *riba*⁸⁶⁸, s'il produit pour le prêteur un avantage financier qui sera perçu à une échéance déterminée en supplément du montant prêté et en contrepartie de l'octroi de celui-ci⁸⁶⁹ sans qu'il n'effectue une véritable contre-prestation⁸⁷⁰. Le calcul de l'intérêt sur la base du seul écoulement du temps justifie sa prohibition⁸⁷¹, et contredit la notion du prêt islamique (*al qard*) qui doit être gratuit⁸⁷² (*hassan*).

Selon la résolution n° 60/11/6 de l'Organisation de la conférence islamique⁸⁷³, la rémunération des *sukuk* par versement d'un gain fixe prédéterminé ou déterminable par référence au nominal est interdite. L'article 2 de la norme 17 des standards AAOIFI (et la norme 7 des standard IFSB⁸⁷⁴) exigent en substitution de quoi, que la rémunération provienne du droit des souscripteurs aux fruits d'un bien (*milkiyya/ownership*)⁸⁷⁵ lequel est tenu par l'émetteur à leur profit. Ce droit de *milkiyya* ou propriété islamique constitue une alternative islamique à la titrisation conventionnelle (de la dette), et autorise à percevoir la rémunération⁸⁷⁶.

⁸⁶⁶ Cf. *supra*, p. 80, sur *bay' al dayn*. Les titres de créance conventionnels ne peuvent faire l'objet de transaction conforme à l'Islam puisqu'ils consistent en une vente à terme de la dette d'autrui. Le risque d'inexécution par ce dernier de son obligation de payer sa dette entâche le contrat d'aléa interdit.

⁸⁶⁷ OIC, *Islamic Fiqh Academy*, résol. n° 10/2, 22-28 déc. 1985 : C'est le caractère fixe et *a priori* de l'intérêt calculé sur l'écoulement du temps qui entâche la contre-valeur de *riba* ; et résol. n° 64/2/7, 14 mai 1992, 4^{ème} pt. : Le remboursement intégral effectué par anticipation peut valablement entraîner la remise du montant global du prix tant qu'aucune stipulation contractuelle le prévoit, et tant que le rapport entre débiteur et créancier est bilatéral ; l'introduction d'un tiers à l'opération la rend illicite, puisque le règlement par papier commercial à un tiers rendrait l'opération usuraire (*ribawi*)

⁸⁶⁸ Définition au sens littéral : usure, intérêt. *Al Manhal* dictionnaire français- arabe, et *Al Wassit* (Abdel Nour) dictionnaire arabe-français.

⁸⁶⁹ Al Kasâni, *op. cit.*, vol. VIII, p. 395.

⁸⁷⁰ J. Schacht, *op. cit.*, p. 124.

⁸⁷¹ N. Saleh, *op. cit.*, p. 16 ; N. Comair-Obeid, *op. cit.*, p. 171.

⁸⁷² Al Kasâni, *op. cit.*, vol. VIII, p. 395.

⁸⁷³ OIC, *Fiqh academy*, résol. n° 60/11/6, 14-20 mars 1990, art. 1^{er}: "The bonds which represent an undertaking to pay its amount along with an interest related to its face value or to a predetermined profit are prohibited in Shar'i'a".

⁸⁷⁴ IFBSB, Standard n° 7, *Capital adequacy requirements for sukuk*, securitisations and real estate investment, éd. 2009 : "Sukuk (plural of sakk), frequently referred to as « Islamic bonds », are certificates with each sakk representing a proportional undivided ownership right in tangible assets, or a pool of predominantly tangible assets, or a business venture. These assets may be in a specific project or investment activity in accordance with Shariah rules and principles".

⁸⁷⁵ AAOIFI, standard 17, art. 2 : *Sukuk are "certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufruct and services, or (in ownership of) the assets of particular projects or special investment activity"*.

⁸⁷⁶ A.-R. Al Sanhoury, *Al Wassit op. cit.*, vol. VIII, p. 585 et s. ; A.-Q. Audi, *Al mâl wal hukm fil islam*, *op. cit.*, p. 45.

Le recours à la propriété islamique de l'actif met les acteurs et souscripteurs à l'abri des trois interdits fondamentaux de l'industrie financière islamique : la vente de la dette (*bay' al dayn*), le *gharar*, le *riba* (les deux piliers de l'interdiction du gain illégitime), réalisant ainsi sa fonction sociale d'équité et d'égalité prônée par l'Islam⁸⁷⁷. Nous comprenons ainsi les raisons pour lesquelles la propriété de l'actif est souvent présentée comme le socle des *sukuk*, industrie légalement établie et encadrée depuis l'an 2000.

Le principe du « bénéfice contre charge ». La rémunération ainsi qualifiée de gain justifié met le titulaire dans l'obligation d'assumer les charges de la chose. C'est ce qui ressort des principes généraux de droit musulman (*fiqhi*) d'« *al ghunm bil ghurm* » et « *al kharâj bil dhaman* »⁸⁷⁸ qui sont des principes jurisprudentiels islamiques. Ils sont issus notamment de la Sourate de l'étoile verset 39⁸⁷⁹ et basés sur un *Hadith* de 'Aïcha⁸⁸⁰ qui conditionne la perception d'un gain à l'obligation de fournir un travail. La propriété n'est que le fruit légitime du travail⁸⁸¹, elle exige du propriétaire la prise en charge des risques (commerciaux) de sa propriété en contrepartie des bénéfices perçus. Il s'agit des principes *Fiqhi* classiques, qui revêtent une dénomination différente quand il s'agit de *sukuk*, à savoir le principe de partage des pertes et des profits (le principe de partage des pertes et des profits) dont découle l'interdiction de garantir le capital qui seront développés plus loin.

Même si les fidèles musulmans sont tenus de conclure leurs transactions selon la forme contractuelle des contrats types autorisés, ils disposent d'une marge de liberté à l'intérieur de chaque catégorie, ce qui relativise l'absence de liberté contractuelle⁸⁸². Le dispositif juridique des *sukuk* consacre parfaitement cette analyse doctrinale de J. Schacht. En effet, la norme 17 AAOIFI (et 7 IFSB) élaborée par les *fouqahâ* contemporains fixe les caractéristiques et conditions générales des *sukuk* et établit une liste des structurations qui en précise les conditions particulières. Le

⁸⁷⁷ A.-R. Al Sanhoury, *ibid.*, p. 550.

⁸⁷⁸ Al Siouti, *op. cit.*, pp. 135 et 136 ; Codifiés respectivement aux articles 87 et 85 de la Majalla.

⁸⁷⁹ Coran, Sourate de l'étoile (n° 53), verset 35 : « Que l'homme ne récoltera que les fruits des efforts qu'il aura lui-même déployés ».

⁸⁸⁰ *Hadith* de Aïcha, dernière épouse du Prophète, cité par Al Châfé'i, Al Tirmizhi, Ibn Mâja, Al Nassâ-i, V. Al Siouti, *op. cit.*, p. 135.

⁸⁸¹ A.-R. Al Sanhoury, *Al Wassit*, *op. cit.*, vol. VIII, p. 552.

⁸⁸² Sur l'impact de l'existence du *numerus clausus* contractuel (contrats nommés et innommés autorisés) sur la liberté contractuelle en Islam voir J. Schacht., p. 144 et s.

mécanisme n'y est pas décrit en détail, mais seulement, les conditions d'élaboration, de négociation et de fonctionnement (notamment les techniques de mitigation des risques). On peut voir dans l'absence de réglementation, une volonté de laisser une marge de manœuvre aux parties d'en organiser le mécanisme, mais seulement dans chaque structure de *sukuk* nommément désignée ou celle d'établir le droit des *sukuk* par comparaison aux caractéristiques des titres financiers de droit commun.

***Bay al 'ayyina* et vente à réméré de droit français.** Il n'y a pas lieu ici de comparer la *bay' al 'ayyina* à la vente à réméré de droit français, aujourd'hui dénommée vente avec faculté de rachat. En effet, cette dernière permet, selon les termes de l'article 1659⁸⁸³ et suivants du Code civil, au seul vendeur, d'exercer une faculté de racheter le bien qu'il a préalablement cédé à l'acquéreur, dans un délai maximal de 5 ans, occasionnant ainsi une résolution rétroactive du contrat de vente.

La jurisprudence et la doctrine françaises considèrent la vente à réméré comme une vente sous condition résolutoire⁸⁸⁴. Mais la *bay' al 'ayyina* ne l'est pas ! En réalité et quelle que soit sa forme, elle consiste en une double mutation, générant une plus-value du prix. Or, la vente à réméré, est une seule et unique vente, qui est résiliée avec effet rétroactif par l'exercice discrétionnaire du réméré par le vendeur qui devra rembourser le prix et les frais. Cette faculté lui est exclusivement réservée par la loi.

L'ensemble des structurations *sukukaires* prévues au standard 17 AAOIFI met en exergue deux ventes successives d'actifs, qui sortent du patrimoine de l'émetteur/souscripteurs à la maturité des titres. Il paraît évident que l'ensemble de l'infrastructure du dispositif des *sukuk* a été construite sur des *bay' al 'ayyina*, où l'actif tangible est *chari'atiquement* titrisé en raison de sa rentabilité économique. Les *sukuk* n'étant que des emprunts islamiques par émission obligataire, le recours à la *bay' al 'ayyina* comme technique contractuelle du crédit⁸⁸⁵ semble ainsi naturelle.

⁸⁸³ C. civ., art. 1659 : « La faculté de rachat est un pacte par lequel le vendeur se réserve de reprendre la chose vendue, moyennant la restitution du prix principal et le remboursement dont il est parlé à l'article 1673 », dont les frais et coûts.

⁸⁸⁴ F. Auckenthaler, « Vente à réméré », *J.-Cl sociétés*, Fasc. 2122, 21 nov. 2017 ; Cass. 3e civ., 31 janv. 1984, n° 82-13.549, *Bull. Civ.* 1984, III, n° 21.

⁸⁸⁵ J. Schacht, *op. cit.*, à propos de la vente à crédit (*Sale on credit*), p. 153.

Si les opérations de crédit sont permises en droit musulman⁸⁸⁶ moyennant le respect des prescriptions relatives au droit des contrats classiques relatives à la pureté, rentabilité, et caractéristiques de la chose, le *fiqh* accorde une place centrale aux règles régissant le prix dans les contrats. Et le droit des *sukuk* issu du standard 17 AAOIFI ne déroge pas à cette règle.

⁸⁸⁶ OIC, *Fiqh academy*, n° 64/2/7, 9-14 mai 1992, premier art.: “*The instalment sale is permissible in Shari’a even if the deferred price exceed the spot price*”.

Conclusion du Chapitre I

Le dispositif du standard 17 AAOIFI aborde les caractéristiques du titre *sukukaire* de manière sommaire. Tout comme l'obligation de droit commun, il est créé par émission, représenté par inscription en compte, et transmis par voie de négociabilité, fongible, indivisible, doté d'un régime unitaire. En principe, et contrairement aux obligations, un *sakk* ne pouvait représenter un droit de créance à l'encontre de l'émetteur, du fait du principe de l'interdiction du commerce de la dette. Focalisés sur le remplacement du contrat de prêt *ribawi* par une vente licite, les juristes de l'AAOIFI ont accordé une attention toute particulière à la structuration d'un *sakk* afin de substituer la dette sous-jacente par un actif tangible. Grâce à l'accolage du contrat de vente de l'actif tangible non-obligataire au contrat d'émission lequel comporte les caractéristiques d'un prêt et celles d'un mandat, le *sakk* se trouve régi par les règles du droit musulman des contrats de vente. Le principal de ces règles se concentre sur l'objet du contrat, qui renvoie à la notion de l'objet de l'obligation, à savoir, la chose et le prix.

En droit musulman, la licéité d'une chose exige la vérification d'une multitude de conditions que nous pouvons regrouper dans trois ensembles de critères : sa patrimonialité (la notion d'*al mâl al mubâh/res in commercio*), ses conditions de validité, et son éventuelle constitution de subterfuge aux interdits *chari'atiques* notamment le prêt à intérêt (*riba*). Il va de soi que l'actif sous-jacent des *sukuk* remplisse les mêmes.

Premièrement, une chose n'est éligible à la vente que lorsqu'elle est pure, économiquement utile (*mâl*) et qui ne fait l'objet d'aucun texte prohibitif. Sont illicites en Islam et donc considérés *extra-commercium* notamment le porc, l'alcool, l'armement, du fait de leur impureté explicitée dans le Coran alors que les interdictions du commerce de la dette et de l'argent reposent sur des *Hadith*. Leur commerce étant clairement défendu par la *Chari'a*, leur objectivation entraîne la nullité absolue du contrat (*bâtil/butlân*).

Deuxièmement, le défaut des caractéristiques de la chose prérequisées à sa vente n'entraîne pas nécessairement la nullité du contrat et les règles du droit musulman ont fait preuve de souplesse dans leur interprétation des règles mises en place par les premiers jurisconsultes musulmans. L'existence au moment de la conclusion du contrat n'étant plus une condition de validité, les ventes à terme (*buyu' al âjâl*) sont autorisées⁸⁸⁷, telles que le contrat *salam* (livraison à terme), *murâbaha* (paiement à terme) et *istisnâ'* (livraison et paiement à mi-terme avant exploitation⁸⁸⁸). De plus, et sauf si elle est susceptible d'occasionner un contentieux (*jahâla mufdia lil nizâ'*), ou si elle constitue un contrat aléatoire (*'aqd gharar*) l'insuffisante détermination et description de la chose n'affecte pas la validité du contrat. En revanche, le droit musulman frappe de nullité absolue le contrat de vente d'une chose cédée sans titre ou sans possession ou lorsqu'elle est non susceptible de livraison (*bay' al ma'doum*).

Troisièmement, la vente d'un bien peut être appréciée au regard de l'économie globale et de la structuration générale de l'opération eu égard aux principes d'interdiction du prêt à intérêt (*riba*) et de l'aléa prohibé (*gharar*). Alors que le rachat du même bien par son vendeur initial qualifié de *bay' al 'ayyina* ne pose aucun problème *chari'atique* pour l'école châfé'ite, il est catégoriquement interdit par l'école hanbalite. Nonobstant quelques divergences, les deux écoles jurisprudentielles hanafite et mâlikite estiment que seule la marge constituée par l'écart entre les prix de deux ventes successives doit être incriminée.

En résultat de ce qui précède, l'actif sous-jacent d'un *sakk* doit être pur, rentable et autorisé par les textes. C'est la raison pour laquelle, on ne peut titriser en *sukuk*, aucun contrat translatif de biens impurs, improductifs de revenus, représentatifs de créances ou d'argent. Par application de la règle de la majorité, seuls ces deux derniers actifs non tangibles, peuvent sous-tendre un *sakk* lorsqu'ils font partie d'un ensemble d'actifs tangibles titrisables. Le rapport entre les actifs tangibles et non tangibles doit être positif pour qu'ils soient titrisables en *sukuk* et négociables. Si le recours à la vente en contournement de la prohibition du prêt à intérêt et l'aléa prohibé est un moyen de

⁸⁸⁷ Ibn 'Abidîne, *op. cit.*, vol. V, p. 142 ; Mâlik bin Anass, *Al mudawwana al kobra*, *op. cit.*, vol. X, p. 192 ; Al Châfé'i, *op. cit.*, vol. VII, p. 291 ; Ibn Qudâma, *op. cit.*, vol. IV, p. 161.

⁸⁸⁸ Le principe du report des deux obligations contractuelles est prohibé dans une vente à terme. Toutefois, l'*istisnâ'*, lequel rappelle le contrat d'entreprise, a été autorisé. Il comporte deux contrats pour deux phases de l'*istisnâ'* : une vente à terme suivie d'une location. La règle de la majorité se trouve respectée et le bilan global du contrat plaide sa licéité.

financement autorisé en droit musulman contemporain, c'est sous réserve d'atteinte flagrante ou manifeste. Les clauses ou les promesses de rachat de l'actif initialement cédé par l'emprunteur vendeur (*bay' al 'ayyina*) sont autorisées par les chafé'ites, interdits par les hanbalites et tolérées par les mâlikites et hanafites sauf violation manifeste et flagrante des principes relatifs au *riba* et au *gharar*. Le caractère manifeste et flagrant de la violation est discrétionnairement apprécié par le Comité de surveillance *chari'atique* auquel l'opération est soumise.

Par conséquent, tous les objets d'un contrat musulman de vente peuvent générer un revenu et constituer ainsi un actif tangible sur lequel un *sakk* serait adossé. Alors que la chose islamiquement objectivée ne soulève pas de difficultés particulières quant à sa titrisation en *sukuk*, le prix relève de règles plus nuancées.

CHAPITRE II. LA DICHOTOMIE DES RÈGLES RELATIVES AU PRIX

L'objet-chose et l'objet-prix. Alors que l'adjonction des contrats constitutifs des *sukuk* entraîne l'application à l'actif sous-jacent des règles du droit musulman de la vente, les normes du standard 17 AAOIFI prennent en considération l'objectif de financement de l'opération d'émission des *sukuk*. Et dans ce but, elle a élaboré des règles et des principes propres qu'elle applique au contrat d'émission.

Dans la plupart des types de *sukuk*, le total des sommes collectées au titre de la souscription doit être à peu près égal au prix de l'acquisition de l'actif sous-jacent. Les trois ensembles de critères *chari'atiques* de la chose faisant l'objet d'une vente ne peuvent tous être appliqués pour apprécier la licéité du prix. Seules la question de la détermination et celle de l'appréciation de l'usage du prix au regard de l'économie générale du contrat demeurent.

Double prix. Un titre *sukukaire* comporte deux types de prix, celui de l'acquisition de l'actif et celui de la rémunération des souscripteurs et de l'émetteur, qui est en réalité le prix du crédit. Ils n'ont pas la même nature et n'occasionnent pas les mêmes enjeux de violation des règles *chari'atiques* d'interdiction du *riba* et du *gharar*. Le dispositif du standard 17 AAOIFI a ainsi juxtaposé les critères de licéité applicables au prix de vente de l'actif sous-jacent, à ceux qui gouvernent la rémunération du prêt *sukukaire*. La mention précise sur le prix du prêt *sukukaire* stipulée dès la conclusion du contrat d'émission étant génératrice d'usure islamique pour la plupart des *sukuk*, sa détermination a été remplacée par sa déterminabilité par référence aux résultats d'exploitation de l'actif, ou du prix de sa vente définitive en fin d'opération. Cette règle est issue du principe de partage des pertes et des profits institué en droit des *sukuk*, et plus généralement en finance islamique.

Prestation compensatoire convenue. Le *thaman* est une somme d'argent dont l'acquéreur doit s'acquitter en contrepartie du bien acheté⁸⁸⁹, et le

⁸⁸⁹ A. Antoine, *Lexique juridique français- arabe- anglais*, éd. Dalloz, Hachette, 2010, pp. 51 et 489.

« moyen par lequel la chose devient droit⁸⁹⁰ ». Bien que les biens non fongibles soient admis en Islam à constituer un prix, la majorité des contrats de vente réservent ce rôle à la monnaie. Il est traduit en français par le terme « prix⁸⁹¹ ».

Le bénéficiaire d'une obligation pécuniaire est le créancier (*dâ-in*) de l'acquéreur⁸⁹². Le terme *dayn* est souvent remplacé par le terme *dhimma*⁸⁹³ pour désigner la nature *in personam*⁸⁹⁴ de l'obligation de payer une somme d'argent. Le terme *dayn* est commun à la créance et à la dette, mais distingue le bénéficiaire (créancier/*dâ-in*) de l'obligataire (*madine*) de ce droit. C'est la raison pour laquelle il est fréquent de lire dans la littérature juridique islamique moderne, le terme *debt certificates* est souvent employé pour décrire les titres de créance.

Ne correspondant pas nécessairement à la vraie valeur du bien⁸⁹⁵, le prix ne doit pas être dérisoire⁸⁹⁶. Un bien corporel (*ayn*) ou tout ce qui peut valablement constituer l'objet d'une vente peut être utilisé comme le prix d'une vente⁸⁹⁷ et dans ce cas, les règles applicables à la notion d'al *mâl* (bien islamique) préalablement étudiée s'appliqueront.

Le droit musulman considère ainsi que le prix est la prestation compensatoire agréée par les parties en échange du bien vendu, et qui se trouve à la charge de l'acheteur. Cette définition correspond également à la définition du Petit Robert : « ce qu'il en coûte pour obtenir quelque chose », et du dictionnaire juridique⁸⁹⁸ : « somme d'argent due par l'acquéreur au vendeur » au visa de l'article 1583 du Code civil précité.

⁸⁹⁰ Ibn Manzhour, *op. cit.*, vol. XIII, p. 82.

⁸⁹¹ *Al Manhâl*, dictionnaire français-arabe, *Dâr al âdâb*, 2007, p. 975 ; I. Najjar, A.Z. Badaoui, Y. Chellalah, *Nouveau dictionnaire juridique Français-arabe*, éd. Librairie du Liban, 2006, pp. 51 et 489.

⁸⁹² M. Az-Zarqâ, *Al 'Uqud al mussamâte fil fiqh al islâmi*, éd. *Dâr al Qalam*, Damas, 1999, p. 75. Pour rappel, Az-Zarqâ est un juriste musulman très influencé par Al Kâsâni (hanafite du XII^e siècle).

⁸⁹³ Ibn 'Âbidin, *op. cit.*, vol. VII, p. 540 ; Majalla, art. 152 : « *Semen* est le prix de la chose vendue ou bien ce qui constitue l'obligation de l'acheteur » ; Art. 153 : « on appelle *séméni mussamma*, le prix fixé d'un commun accord par les parties, qu'il soit égal, supérieur ou inférieur à la valeur réelle de la chose » ; Majalla, art. 154 : « *kiymet* signifie la valeur réelle de la chose ».

⁸⁹⁴ H. Roland, *Lexique juridique des expressions latines*, LexisNexis, 7^{ème} éd., 2016, p. 184.

⁸⁹⁵ Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. VI, pp. 105 et 106 ; Ibn Hammam (hanafite), *op. cit.*, vol. VI, pp. 236 et 241 ; Al Charbîni, *op. cit.*, vol. II, pp. 324 et 356 ; Al Dusûqi et Al Dardîr (mâlikites), *op. cit.*, vol. III, pp. 2, 3 et 6.

⁸⁹⁶ Al Nawawi (châféite), *op. cit.*, vol. III, pp.18 et 19 ; Al Hattâb (mâlikite), *op. cit.*, vol. V, p. 48 ; Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. VI, p. 58 ; Al Jaziri, *op. cit.*, vol. II, p. 135.

⁸⁹⁷ S. Abou Jayb, *Dictionnaire Fiqhi*, éd. *Dâr al fikr*, Damas, 1988, pp. 51 et 52.

⁸⁹⁸ G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, *op. cit.*, p. 811.

La définition juridique du prix donnée par le droit musulman (*fiqh*) est claire. Toutefois, les écoles ne lui attribuent pas le rôle d'un élément constitutif (*ruk'n*) de la vente, mais celui d'un sous-élément « passif » de l'objet de la vente⁸⁹⁹. Néanmoins, elles demeurent unanimes à affirmer que seule la chose peut être légalement exploitable (*mubâh*), alors que le prix ne saurait être objectivé en Islam. Cette règle prend pour base l'adage selon lequel « l'exploitation se fait au moyen des biens et non de l'argent⁹⁰⁰ » adopté par tous les exégètes, sur la base de l'interdiction du *riba*⁹⁰¹. Certes, l'Islam permet l'échange du prix en contrepartie d'un autre, mais impose toutefois l'application de la règle principale du contrat de change (*sarf*) à savoir l'équivalence des valeurs entre les monnaies échangées.

Par conséquent, le rôle du prix se limite à la contrepartie (*'iwad*) de l'objet d'une vente. Il ne confère à son titulaire aucune prérogative de propriété (*milkiyya*). Nonobstant sa vraie valeur⁹⁰², cette dernière est qualifiée de prix dès lors que toutes ses caractéristiques ont été convenues par les parties⁹⁰³.

Simple caractéristique. Composante passive de l'objet contractuel, le prix se voit appliquer seulement une caractéristique : il devrait être déterminé de manière précise par les parties (*ma'loum*) en contrepartie à un bien islamique⁹⁰⁴. Cette exigence est identique à celle imposée par l'article 1591 du Code civil qui dispose que le prix doit être déterminé (exister) et être précis dès la conclusion de la vente.

Mais la détermination du prix en Islam ne correspond pas nécessairement à l'élaboration d'un chiffre précis. En effet, le principe de la détermination obligatoire de l'objet de la vente ne porte que sur la chose⁹⁰⁵ et

⁸⁹⁹ Al Jaziri, *op. cit.*, vol. II, p. 141. Les mâlikites et les hanbalites considèrent la chose et le prix comme les composantes constitutives d'une vente (*arkân al 'aqd*) alors que les hanafites et les châfé'ites réservent cette place à la seule structure du contrat, c'est à dire à l'offre et l'acceptation, sans laquelle il n'y a ni vendeur ni acquéreur, et donc pas de contrat.

⁹⁰⁰ Ibn 'Âbidîne (hanafite), *op. cit.*, vol. VII, p. 10 انما الانتفاع بالاعيان لا بالاثمان

⁹⁰¹ Majalla, art. 151 : « *Mébi'* est la chose vendue, la chose certaine qui figure dans la vente, et dont l'acquisition est l'objet principal du contrat. Car la chose seule procure la jouissance, et le prix n'est qu'un moyen de faciliter l'échange ».

⁹⁰² Majalla, art. 154 : « *kiymet* signifie la valeur réelle de la chose ».

⁹⁰³ Majalla, art. 152 : « *'semen* est le prix de la chose vendue ou bien ce qui constitue l'obligation de l'acheteur » ; Art. 153 : « on appelle *séméni mussamma*, le prix fixé d'un commun accord par les parties, qu'il soit égal, supérieur ou inférieur à la valeur réelle de la chose ».

⁹⁰⁴ Al Kâsâni (hanafite), *op. cit.*, vol. VI, pp. 606 et 607 ; Al Bahouti (hanbalite), *Kachâf al Qînâ' 'an matn el iqnâ', kitâb al bay'*, éd. 'âlam al kotob, Beyrouth, 1983, vol. III, p. 173 ; Ibn Juzâi (mâlikite), *op. cit.*, pp. 163 et 164 ; Al Charbîni (chaféite), *op. cit.*, vol. II, p. 339 et s.

⁹⁰⁵ S. Mahmassâni, *Al nazariyya*, *op. cit.*, vol. I, pp. 119 à 122.

l'indétermination du prix n'est pas constitutive de *gharar*⁹⁰⁶ sauf si le prix est dérisoire ou impossible à apprécier par le cocontractant (*jahâla*) du fait d'une stipulation contractuelle⁹⁰⁷.

Il existe un nombre important de contrats islamiques nommés qui a été approuvé par le *fiqh* alors que le prix y était indéterminé. Au moyen des mécanismes de la *Daroura* (nécessité) ou de l'*Istihâsân* (préférence), le principe de détermination de l'objet a été jugé inapplicable au prix⁹⁰⁸ qui peut valablement être déterminable.

Le prix, outil de caractérisation de l'usure et de l'aléa prohibé.

Outre le cas de méconnaissance (*jahâla*) constitutive de *gharar*, il est exigé par le droit musulman (*fiqh*) que le prix serve d'outil de réalisation de la justice sociale dans les contrats et les échanges (*mu'âmalâte*). Cette justice est réalisée dès lors que le contrat profite équitablement aux parties qui ne sauraient s'enrichir injustement (*fadl bila 'iwad*) l'une aux dépens de l'autre. Et c'est précisément au moyen du prix que les *fouqahâ* apprécient l'équilibre des prestations dans un contrat musulman qui doit être exempt de *riba* et de *gharar*.

Le prix d'un prêt de somme d'argent. Le droit musulman classique interdit le prêt à intérêt puisqu'il attribue au prêteur un profit qui sera dû par le seul écoulement du temps⁹⁰⁹. Cependant, le droit musulman contemporain n'interdit pas la rémunération du prêt de somme d'argent, sous réserve d'usure islamique (*riba*). En droit musulman moderne, le *riba* issu d'un contrat de vente (*bay' ribawi*) est toujours constitué dès lors qu'une rémunération est perçue sans contre-prestation. Par ailleurs, le prêt est islamiquement qualifié d'usurateur (*qard ribawi*) lorsqu'un prêt d'argent est accordé sous condition de paiement d'un surplus⁹¹⁰. La seule fixation de la rémunération d'un prêt dès sa conclusion caractérise l'usure islamique. Vu que les *sukuk* comportent dans leur structure contractuelle un contrat d'émission comportant

⁹⁰⁶ S. Mahmassâni, *Al nazariyya*, *op. cit.*, vol. I, p. 326 ; Al Charbîni (châfé'ite), *op. cit.*, vol. II, p. 345.

⁹⁰⁷ Pour plus de détail sur l'ignorance constituant un vice de contrat, v. Al Qarâfî (mâlikite), *op. cit.*, vol. III, n° 193 ; à propos de la méconnaissance du prix constitutive d'aléa prohibé, Ibn Hammâm (hanafite), *Fath al Qadîr*, *op. cit.*, vol. VI, p. 241.

⁹⁰⁸ *Ibid.*

⁹⁰⁹ N. Saleh, *op. cit.*, p. 16 ; N. Comair-Obeid, *op. cit.*, p. 171.

⁹¹⁰ AAOIFI, standard 19, art. 5/1 : "An excess over *qard* is permitted in terms of quantity or quality, or the offering of tangible property or extending of a benefit, at the time of satisfaction when it is not stipulated or is part of custom, irrespective of the subject-matter of *qard* being cash or kind".

des caractéristiques de prêt, le risque d’y insérer des clauses constitutives d’usure est élevé.

Il résulte de l’accolage du contrat de vente de l’actif avec le contrat d’émission une juxtaposition des règles du droit musulman de la vente relatives au prix (Section I) avec celles prévues au standard AAOIFI pour le prix du prêt *sukukaire* et qui sont élaborées pour éviter toute constitution de prêt *ribawi* (Section II). Nonobstant les termes hautement prohibitifs utilisés pour interdire les stipulations contractuelles d’usure islamique (*riba*) ou d’aléa prohibé (*gharar*) ces deux principaux vices invalident rarement le contrat de droit musulman (Section III).

Section I. La règle de droit musulman de la vente : détermination obligatoire du prix de l’actif

Les dispositions du standard 17 AAOIFI imposent que le sous-jacent soit un contrat islamique nommé⁹¹¹. Ses effets juridiques influent sur le contrat d’émission du fait de la structuration contractuelle des *sukuk* qui élimine les frontières entre ces deux contrats qui constituent le socle du montage d’un *sakk*⁹¹².

L’émission de *sukuk* étant une opération de financement islamique, les titres ont pour sous-jacent la vente avec transfert immédiat de propriété et de possession de l’actif au profit des souscripteurs, ou sa vente à terme. Dans les deux cas, le prix de l’actif est déterminé dès la conclusion du contrat par application du principe issu du droit musulman des contrats de vente.

L’actif est immédiatement acquis après la levée des fonds, son prix est connu dès le début de l’opération et il doit généralement être égal à la somme des fonds

⁹¹¹ AAOIFI, standard 17, art. 4/3 : “Investment *sukuk* are issued on the basis of a shariah nominated contract in accordance with the rules of Sharia that govern their issuance and trading. Art. 5/1/1 : “it is permissible to issue investment certificates by way of subscription on the basis of any of Sharia nominated investment contract”. Art. 5/1/3 : “the contract of issue has all the legal effects of the contract upon which the issued certificates are based (...)”. Art. 5/1/5 : “the relationship between the two parties to the issue contract are determined on the basis of the type of contract and its status in the Sharia (...)”.

⁹¹² AAOIFI, standard 17, art. 5/1/3 : “The contract of issue has all the legal effects of the contract upon which the issued certificates are based. This occurs after the closing of the subscription and the allotment of the certificates”.

levés⁹¹³, puisque les sommes collectées dans le cadre de l'opération doivent servir à l'acheter⁹¹⁴. Aucune symétrie n'est toutefois exigée dans le cas de *sukuk al mushâraka*⁹¹⁵ compte tenu des différents paramètres pouvant influencer sur le prix d'acquisition d'un ensemble d'actifs par une société, notamment les frais de création de la société, et de l'achat d'autres biens nécessaires à son fonctionnement, etc.

Or il existe des contrats musulmans de la vente qui ne comportent pas de clause déterminant le prix de la chose vendue. Issus de *Hadiths*, d'*istihsân* ou de *qiyâs*, le contrat de *mussâwama*, de *bay bi thaman âjil*, de *tawrid* (approvisionnement) et d'*istisnâ'*, sont des contrats à terme dont la déterminabilité du prix est autorisée. Non synallagmatique, la promesse d'achat (*'wa'd bil chirâ*) prend effet dans l'avenir. La mention prix dans la promesse doit être faite par référence au prix du marché. Le droit musulman tolère également la non détermination du prix imposée par les coutumes et les traditions.

Ainsi, la connaissance du prix (*thaman ma'loum*) dès la conclusion du contrat constitue le principe en droit musulman classique dont les dérogations légales sont multiples. Or, toutes les ventes qui sous-tendent la liste des *sukuk* du standard 17 AAOIFI comportent un prix connu de l'actif dès le début de l'opération. Son existence chasse l'aléa prohibé (*gharar*) (Sous-section 1) et sa détermination précise élimine la constitution d'une vente usuraire (*riba*) (Sous-section 2).

Sous-section 1. L'existence du prix, la garantie d'absence de *gharar*

Le recours à la vente d'un bien permet de financer islamiquement un projet ou une opération tout en évitant le prêt à intérêt (*riba*) et l'aléa prohibé (*gharar*), ce qui entraîne la conclusion de deux contrats consécutifs. Vus sous l'angle du prix, ces contrats sont de deux types :

⁹¹³ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/5 établit une symétrie entre le prix d'achat de l'actif et les fonds levés dans le cadre de l'opération.

⁹¹⁴ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/8/5 : "The prospectus must state that the investment of the realized funds and the assets into which the funds are converted will be undertaken through Shari'a-compliant modes of investment".

⁹¹⁵ Dubai International Financial Centre & Clifford Chance, *Sukuk Guide book*, 2009, pp. 20 à 17

(i) les ventes dont le prix initial et la marge sont stipulés de manière bien distincte. Il s'agit de *bay' bil wafa*⁹¹⁶, qui prend l'appellation de *murâbaha* si le prix de la deuxième vente est supérieur à la première, de *wadhi'a* (ou *hatîta*) s'il est inférieur et *tawliya* si le prix final est égal à l'initial (aucune marge) ; et

(ii) les ventes dont seul le prix final est mentionné : c'est la catégorie de *bay bi thaman âjil*, parfois appelé *mussâwama*. Il y a eu de nombreuses controverses au sujet des doubles contrats (*bay'atan fi bay'a*), du fait d'un *hadith* du Prophète⁹¹⁷ que seule l'école chafé'ite s'est permis d'interpréter.

Alors que la plupart des écoles jurisprudentielles sunnites considèrent que l'indétermination de la chose, invalide le contrat pour *gharar* caractérisé, l'indétermination du prix ne constitue un *gharar* prohibé que pour certain type de contrats.

Les sources chari'atiques de la prohibition du *gharar*. Plusieurs textes coraniques se trouvent à l'origine de l'interdiction du *gharar* dont les versets 90 et 91 de Sourate de la table, ainsi que le verset 219 de la Sourate de la vache qui traitent tous de la prohibition du Maysir ou jeux du hasard.

Parallèlement, le Prophète a eu à commenter la pratique commerciale de « *talâqi al rukbân*⁹¹⁸ » qui était répandue dans la péninsule arabique à son époque. Elle permettait à l'acheteur et au vendeur de se rencontrer (*talâqi*) en dehors des frontières de la ville (souvent voyageant à dos de cheval ou autres : *rukbân*), ce qui constituait souvent une manœuvre dolosive visant à empêcher le contractant de vérifier (en ville) la vraie valeur du bien objet de la vente, d'où sa prohibition. D'autres

⁹¹⁶ Appelée *bay' bil wafa* chez les hanafites, *bay' al thanâya* chez les mâlikites, *bay' al 'uhda* chez les chaféites ou *bay' al amâna* chez les hanbalites.

⁹¹⁷ *Hadith* rapporté par Abou Huraïra et cité par Mâlik bin Anass, *op. cit.*, n° 2663 ; Ahmad Ibn Hanbal, *Al Mousnad*, éd. *Al Resalah*, Beyrouth, 2001, n° 2175 ; Al Tirmizhi, *op. cit.*, n° 1231 ; Al Bayhaqi (chaféite), *op. cit.*, n° 5343.

⁹¹⁸ *Hadith* transmis par Ibn Amr, Abi Huraïra, et Ibn Abbass. Nous en citerons le deuxième qui a été transmis par Abou Houraïra (599-676) un des compagnons du Prophète et enregistré par l'exégète (*faqih*) Muslim (822-875). Il a fait l'objet de chapitre précis dans les ouvrages des juristes portant sur la vente, dont Al Boukhâri, *cit.*, n° 2162.

pratiques commerciales ont été prohibés dans différents *Hadith*⁹¹⁹ tels que *bay' al hassâte*, *bay' al munâbazha*, *bay' al mulâmassa*, et autres⁹²⁰.

Définition traditionnelle du *gharar*. Plusieurs linguistes et juristes musulmans ont essayé de définir al *gharar*.

Dans son dictionnaire de la langue arabe, Ibn Manzhour⁹²¹ avait défini la vente *gharar* sous l'angle du dol, puisque la signification du terme découle d'une manœuvre jugée frauduleuse (*gharrâra*). Une vente *gharar* est une vente précédée par une mise en exergue des points positifs de l'objet ou des conditions de la vente, et une rétention d'éléments inintéressants ou inconnus, de telle sorte que la partie qui contracte prend un risque en toute méconnaissance de cause (*taghrir*). Cependant, le *gharar* peut aussi ne pas être le fruit d'une manœuvre frauduleuse.

Dans une tentative louable d'en dresser une nomenclature, l'éminent juriste mâlikite Ibn Juzâï⁹²², avait établi dix cas de figure constitutifs de *gharar* :

- la difficulté de mettre son contractant en possession de sa propre obligation (livrer),
- l'ignorance sur l'étendue de son obligation ou celle de son cocontractant,
- la rétention d'information sur les caractéristiques de la chose (quantité ou qualité),
- l'absence de mention de la date de livraison (tels que les contrats d'assurance conventionnelle),
- la double vente à prix unique,
- la vente simple à double prix (variable à venir et fixe immédiat),
- les ventes courantes en Péninsule que le Prophète a prohibées (dont *bay' al mulâmassa*, *bay' al munâbada*, *al hassâte*),
- la vente d'une chose dont la perte est prévisible.

⁹¹⁹ Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. VI, n° 759, p. 298 ; Abou al Khitâb (châféite) cf. Ibn Qudâma, *ibid.*

⁹²⁰ L'interdiction de la vente de l'aléa sous toutes ses formes (vente au caillou ou au toucher par exemples) appuyée sur un *Hadith* transmis par Abou Hourâira et relaté notamment par A.H. Muslim (châféite), *op. cit.*, vol. IV, *Dâr al salâm*, Arabie Saoudite, 1999, n° 1513, p. 6 ; Al Bayhaqi (châféite), *op. cit.*, vol. VI, n° 11077, p. 29 ; Al Nassâ-i (hanbalite), *op. cit.*, *Bay' al hassâte* (la vente au caillou), n° 4518, p. 470.

⁹²¹ Ibn Manzhour, *op. cit.*, vol. V, p. 14 et s.

⁹²² Ibn Juzâï, *op. cit.*, pp. 169 et 170.

Dans une démarche inverse, Ibn Rushd/Averroès, philosophe et juriste andalou du XII^{ème} siècle avait synthétisé les cas de *gharar* pour en tirer une définition : celle de la **lésion** (*ghubn*) causée à l'acquéreur du fait de l'ignorance du prix ou de l'objet⁹²³.

Pour Al Qarâfi, juriste mâlikite, le *gharar* peut être le fruit de l'ignorance, mais pas uniquement⁹²⁴. Il peut être issu de l'incertitude de l'une des parties sur la réalisation de l'obligation contractuelle de son cocontractant, mais être le fruit d'une certitude non fondée sur la valeur de l'objet de la vente. L'indétermination du prix qui révèle l'ignorance (*jahâla*) du contractant sur l'étendue de son obligation pécuniaire et sa contrepartie, n'est pas invalidante du contrat (*musfid*) pour les hanafites,⁹²⁵ mais affecte sa force obligatoire (*louzoum*), alors qu'elle est invalidante pour les chafé'ites dès lors que le *gharar* est bien susceptible de causer des litiges⁹²⁶.

Définition contemporaine. Les spécialistes contemporains du droit musulman ont un avis plus tranché sur le sujet. En effet, A.-R. Al Sanhourî, considère que ce n'est pas l'inexistence de la chose (*bay' al ma'doum*⁹²⁷) qui précipite un contrat dans le *gharar* prohibé, mais l'incertitude d'une partie quant à la réalisation de la prestation de son co-contractant, lequel caractérise le *gharar* invalidant du contrat. Il s'agit du fait d'ignorer si la vente se réalise, et non de méconnaître les caractéristiques de l'objet de la vente, qui lui, est qualifié de *jahâla*⁹²⁸. Pour lui, seul le *gharar* excessif invalide le contrat (est considéré *fâsid*), et ne peut être autorisé qu'en cas de nécessité (*daroura*), selon le verset 119 de la sourate des bestiaux⁹²⁹. Le *gharar* modéré (*yassîr*) quant à lui n'affecte pas la validité du contrat. Une catégorie intermédiaire de « taux de *gharar* » est considérée parfois invalidante (*fâsid*) et parfois non, selon l'interprétation des juristes, qui ne sont pas unanimes sur ce point⁹³⁰.

⁹²³ Ibn Rushd/Averroès, *op. cit.*, vol. III, p. 285.

⁹²⁴ Al Qarâfi, *op. cit.*, vol. III, n° 193, p. 432.

⁹²⁵ Al Kâsâni (hanafite), *op. cit.*, vol. VI, p. 607 ; Abou Hanifa, cité par Al Charbîni (chafé'ite), *op. cit.*, vol. II, p. 345.

⁹²⁶ Al Bahouti (hanbalite), *op. cit.*, vol. III, p. 173 ; Ibn Juzâi (mâlikite), *op. cit.*, pp. 163 et 164 ; Al Charbîni (chaféite), *op. cit.*, vol. II, p. 345 ; Ibn Hammam (hanafite), *op. cit.*, vol. VI, p. 241.

⁹²⁷ A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq*, *op. cit.*, vol III, p. 37. L'auteur considère que les *fouqahâ* confondent souvent la vente d'une chose inexistente avec l'aléa prohibé (*gharar*).

⁹²⁸ A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq*, *ibid.*

⁹²⁹ Coran, Sourate des bestiaux (n° 6) : « Dieu vous a expliqué en détail toutes les choses qu'il vous a interdites, à moins qu'elles ne vous soient imposées par la contrainte de la nécessité ».

⁹³⁰ A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq*, *ibid.*

Pour sa part, le juriste S. Mahmassâni a estimé que le *gharar* interdit dans le Coran et le *Hadith* ne porte que sur la chose. La légalisation de nombreux contrats sans prix déterminé justifie sa thèse⁹³¹. Par ailleurs, J. Schacht considère que le seul doute sur les obligations d'une partie au contrat suffit pour constituer un *gharar* prohibé⁹³².

Aujourd'hui, un contrat est considéré « *'aqd gharar* » (contrat aléatoire) dès lors qu'il comporte un élément d'incertitude, de risque ou de spéculation⁹³³.

Nous rappelons que les *'ulamâs* hanbalites Abou Daoud, Al Khattâbi, Ibn Qayyim Al Jawziyya, ont considéré que le *gharar* visé par le Prophète dans son *Hadith* prohibitif visait la seule cession d'un bien par un vendeur dépossédé (*mâl ghayr mohraz*, ou *mâl douna chart al hiyâza*⁹³⁴), et ne saurait par conséquent être appliqué aux services effectués sur la chose d'autrui. Ce constat a été tiré notamment des contrats de fourniture (*'aqd tawrid*⁹³⁵), qui étaient largement répandus et acceptés à l'époque du Prophète. Ce sont des contrats dans lesquels le prestataire s'engage, à approvisionner le donneur d'ordre en marchandises déterminées au contrat, mais dont il n'est ni fabricant ni possesseur. Qualifiés de *bay' al sifa*⁹³⁶, les contrats de fourniture rejoints ultérieurement par les contrats conclus à l'issue d'appels d'offres (*'uqud al munâqassa* ou *'uqud al muzâyada*⁹³⁷) sont considérés exempt de *gharar* et donc licites aux yeux de la *Chari'a*. En effet, le comité *chari'atique* de l'Organisation de la conférence islamique a estimé que, telle une promesse (*wa'd*), ils ne comportent aucun aléa (*gharar*) rédhibitoire, quand bien même les deux obligations sont reportées dans l'avenir. Cependant, si la chose est disponible, le paiement du prix devra avoir lieu dès la conclusion du contrat afin d'éviter toute qualification de vente de la dette par la dette

⁹³¹ S. Mahmassâni, *Al Nazariyya*, *op. cit.*, vol. I, p. 326 et s. ; et *Falsafat al tachrî' fil Islâm*, *op. cit.*, p. 301 et s.

⁹³² J. Schacht, *op. cit.*, p. 146.

⁹³³ Al Charbassi, *op. cit.*, pp. 316 à 318.

⁹³⁴ Littéralement, bien sans possession.

⁹³⁵ Al Khattâbi (hanbalite), *op. cit.*, vol. III, pp. 135 et 136. L'auteur traite d'un *Hadith* rapporté par Ibn Amr dans lequel il autorise la revente de l'alimentaire uniquement après sa livraison. Nonobstant quelques divergences, les *Ulamâs* en avaient déduit que la revente des biens non alimentaires était possible. Si aucun paiement n'a été perçu, le vendeur n'est donc pas tenu de livrer.

⁹³⁶ Dit également *bay' bil sifa* ou *bay' 'alal sifa lil 'ayn al ghâ-iba* (vente d'un bien futur sur la base d'une description).

⁹³⁷ Les *'uqud al munâqassa* sont conclus avec le prestataire offrant la prestation la moins chère présentée à la suite d'appels d'offres. Les contrats *muzâyada* sont les contrats dont le prix offert est le plus cher (enchère).

(*bay' al kâlé bil kâlé*) comme c'est le cas pour un salam. Si la chose est à construire ou à fabriquer, les conditions du contrat *istisnâ'* s'appliqueront.⁹³⁸

Licéité de l'indétermination du prix dans les contrats à long terme.

L'indétermination du prix ne suffit pas à caractériser un *gharar* prohibé. Tous les contrats à terme sont exposés aux aléas du marché, lesquels sont plus importants quand le terme est long. Du fait de leur long terme d'exécution, les contrats-cadres dont l'objet porte notamment sur l'approvisionnement (*tawrid*) le financement de projet (*istisnâ'*) ou ceux conclus à la suite d'un appel d'offres (*munaqâssa/muzâyada*) subissent de multiples fluctuations pouvant affecter le prix du bien objet du contrat, sa disponibilité ou même ses caractéristiques, au moment de la livraison. C'est la raison pour laquelle le *fiqh* contemporain a accepté la déterminabilité du prix des contrats à exécution échelonnée par indexation à une valeur officielle (indice, ou valeur de marché) applicable au moment de l'exécution effective de la livraison qui marquera l'exigibilité du prix, sous réserve d'une mention expresse au contrat.

Licéité du renvoi de la détermination du prix à un accord futur.

Le droit musulman a accepté certains contrats dans lesquels la détermination est reportée à une date ultérieure. Ce qui sous-entend sa fixation future par un commun accord entre les parties. Citons les contrats d'*al mussâwama* (où il est stipulé que le prix sera convenu lors de la livraison) et d'*al jo'âla* (où le prix de la prestation de service est une indemnisation prévue dans l'avenir).

Conclusion sur le *gharar* : incertitude sur les éléments fondamentaux de la contre-prestation. En dehors des cas précités, il y a *gharar* dès lors qu'une partie ignore des éléments fondamentaux de la contrepartie qui lui est due : sa réalisation, la date (ou modalités) de son exécution ou ses caractéristiques. Toute clause qui conditionne la détermination de l'un de ces trois éléments à la réalisation d'un évènement fortuit (contrat aléatoire) ou de l'intention du co-contractant frappe le contrat de *gharar* prohibé.

⁹³⁸ OIC, *Fiqh Academy*, résol. n° 107 (1/12), 23-28 septembre 2000, « *On delivery and tendering contracts* ».

Cette notion englobe les contrats aléatoires, les clauses potestatives et le dol par rétention d'information. Le *gharar* cause ainsi un déséquilibre de prestations contractuelles et permet à l'une des parties de s'enrichir illicitement.

L'indétermination du prix précis au moment de la formation ne constitue pas de *gharar*. L'incertitude sur l'existence d'un prix, son inexistence (certaine) ou son caractère dérisoire constituent un *gharar* prohibé⁹³⁹ par application des caractéristiques précitées du *gharar*. Toutefois le droit musulman admet que le prix soit déterminable par référence au prix du marché lorsque cette indexation est pratiquée par application des coutumes et traditions⁹⁴⁰.

La détermination du prix en droit français. Dans son article 1129 en vigueur avant l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016, le législateur impose la détermination de l'objet du contrat, mais la jurisprudence avait écarté le prix du champ d'application de celui-ci. En effet, le 1^{er} décembre 1995 (affaire Alcatel⁹⁴¹), l'Assemblée plénière avait considéré que l'indétermination du prix dans les contrats-cadres est régulière. Il peut valablement être fixé de manière unilatérale par le fournisseur dans les contrats consécutifs, sauf abus, lequel ouvre droit à résiliation ou à la perception d'indemnité (contrôle judiciaire de l'exécution du contrat) sous le visa des articles 1134 et 1135 du Code civil. La jurisprudence Alcatel a été étendue aux contrats de prêts et aux contrats d'entreprise⁹⁴². Aujourd'hui, les articles 1164 et 1165 du Code civil consacrent le principe prétorien de l'indétermination du prix dans les contrats-cadres et les contrats de prestation de service. Ils donnent aux contractants la possibilité de saisir le juge pour régler leur litige issu de la fixation abusive du prix, en vue d'obtenir des dommages et intérêts et une éventuelle résolution du contrat pour les seuls contrats-cadres⁹⁴³.

⁹³⁹ Al Nawawi (châféite), *op. cit.*, vol. III, pp. 18 et 19 ; Al Hattâb (mâlikite), *op. cit.*, vol. V, p. 48 ; Ibn Qudâma (hanbalite), *op. cit.*, vol. VI, p. 58 ; Al Jaziri, *op. cit.*, vol. II, p. 135.

⁹⁴⁰ S. Mahmassâni, *Falsafat al tachrih fil Islam*, *op.cit.*, p. 135.

⁹⁴¹ Cass. A.P., 1^{er} déc. 1995, *SNC Montparnasse c/ Alcatel Bretagne*, n° pourvoi 93-13688.

⁹⁴² Cass. civ. 1^{ère}, 25 fév. 2003, *SCI Amadéus c/Sté SADE*, n° pourvoi 99-19990.

⁹⁴³ C. civ., art. 1164 : « Dans les contrats-cadre, il peut être convenu que le prix sera fixé unilatéralement par l'une des parties, à charge pour elle d'en motiver le montant en cas de contestation. En cas d'abus dans la fixation du prix, le juge peut être saisi d'une demande tendant à obtenir des dommages et intérêts et le cas échéant la résolution du contrat. »

Pour les autres types de contrats, un prix indéterminé ou incertain dans sa réalisation rend le contrat aléatoire et l'obligation de payer le prix est qualifiée de conditionnelle suspensive, selon les termes des articles 1108, al. 2⁹⁴⁴ et 1304 du Code civil⁹⁴⁵.

La non équivalence contractuelle n'est plus une cause de nullité pour le législateur français⁹⁴⁶ depuis l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 sauf texte légal exprès. En réalité, le législateur a entériné une longue et constante jurisprudence qui consacrait le caractère obligatoire des contrats et le principe de leur intangibilité, et ce depuis l'arrêt Canal de Crapone⁹⁴⁷. Depuis, le juge s'est refusé toute intervention judiciaire pour le rééquilibrage des obligations contractuelles (le prix), nonobstant quelques rares révisions pour imprévision⁹⁴⁸ limitées aux cas du déséquilibre survenu seulement au cours de l'exécution du contrat et en cas de refus abusif de renégociation le prix par la partie non lésée⁹⁴⁹. Hormis le cas de lésion pour vente immobilière (art. 1674) ou autre texte exprès, le législateur français impose désormais dans son article 1195⁹⁵⁰ que les parties procèdent à la renégociation du prix dans un délai raisonnable auquel il ne peut remédier qu'en cas d'échec de révision contractuelle, et à la demande de l'une des parties, soit en adaptant la clause incriminée soit en annulant le contrat.

Le *gharar* constitué du fait d'une clause rendant aléatoire le paiement, son montant, ou la date de sa réalisation enrichit injustement l'une des parties sur le compte de l'autre. Le *riba* se trouve également être la deuxième hantise des comités de surveillance *chari'atique*, quand ils examinent la légalité d'une opération financière

⁹⁴⁴ C. civ., art. 1108 : « Le contrat est aléatoire lorsque les parties acceptent de faire dépendre les effets du contrat, quant aux avantages et aux pertes qui en résulteront, d'un événement fortuit ».

⁹⁴⁵ C. civ., art. 1304 : « L'obligation est conditionnelle lorsqu'elle dépend d'un événement futur et incertain. La condition est suspensive lorsque son accomplissement rend l'obligation pure et simple. (...) ».

⁹⁴⁶ C. civ., art. 1168 : « Dans les contrats synallagmatiques, le défaut d'équivalence des prestations n'est pas une cause de nullité du contrat, à moins que la loi n'en dispose autrement ».

⁹⁴⁷ Cass. civ., 6 mars 1876, *Affaire Canal de Crapone*.

⁹⁴⁸ Cass. com., 3 nov. 1992, n° 90-18.547, *RTD Com.*, 1993.124, obs. J. Mestre.

⁹⁴⁹ Cass. com., 24 nov. 1998, n° 96-18.357, sur l'obligation de bonne foi dans la renégociation du prix du contrat déséquilibré.

⁹⁵⁰ C. Civ., art 1195 : « Si un changement de circonstances imprévisible lors de la conclusion du contrat rend l'exécution excessivement onéreuse pour une partie qui n'avait pas accepté d'en assumer le risque, celle-ci peut demander une renégociation du contrat à son cocontractant. Elle continue à exécuter ses obligations durant la renégociation. En cas de refus ou d'échec de la renégociation, les parties peuvent convenir de la résolution du contrat, à la date et aux conditions qu'elles déterminent, ou demander d'un commun accord au juge de procéder à son adaptation. A défaut d'accord dans un délai raisonnable, le juge peut, à la demande d'une partie, réviser le contrat ou y mettre fin, à la date et aux conditions qu'il fixe ».

quelle qu'elle soit. Et elle trouve à être évaluée à l'aide du prix, comme c'est le cas pour le *gharar*, lequel est un peu plus vaste.

Sous-section 2. La précision du prix, gage d'un contrat exempt de *riba*

La connaissance du prix (*ma'loum*) au moment de la signature du contrat de vente ne signifie pas seulement qu'il doit exister, mais qu'il doit être chiffré. Ce principe souffre deux exceptions générales : les contrats à exécution longue qui prévoient souvent un paiement échelonné, et certains doubles contrats conclus sur ordre et qui consistent en une succession de contrats tels que la *mussâwama* et la vente à terme dite *bay' bi thaman âjil*. Ces derniers sont des contrats qui stipulent que le prix sera déterminé dans l'avenir (*mussâwama*), ou qui ne déterminent que le prix final sans aucune transparence sur le prix de la première opération.

Les structurations de *sukuk* ne comportent aucun de ces contrats comme sous-jacents. Même le prix de l'actif objet d'un contrat *istisnâ'* lequel est un contrat de financement à long terme, est déterminé à l'avance, moyennant parfois, des clauses d'aménagement conventionnel quand les conditions du marché l'imposent. La nomenclature des *sukuk* ne comporte que des actifs sous-jacents dont le prix est déterminé ou déterminable à chaque fois que les contrats principaux de *sukuk* présentent un risque de *riba*.

Riba, forme particulière de gharar. À la différence du *gharar*, l'injustice du gain *ribawi* ne découle pas d'une stipulation rendant incertaine l'exécution d'une obligation contractuelle. On parle de *riba* dès lors que le prix stipulé correspond à une contre-prestation ne pouvant être rémunérée en Islam, certaine dans son exécution au demeurant. Seuls peuvent être valablement rémunérés, le travail, la propriété et le droit. La rémunération du temps est l'exemple type de *riba*. Tout gain perçu pour une autre catégorie de prestations constitue un *fadl bila 'iwad*⁹⁵¹ ou rémunération sans contre-prestation. Le *riba* est ainsi une des formes de l'inéquivalence quantitative des prestations contractuelles⁹⁵².

⁹⁵¹ Al Sarakhssi, *op. cit.*, vol. XII, p. 110-111.

⁹⁵² N. Saleh, *op. cit.*, p. 16.

Définition du *riba*. Signification du terme. Si le terme *riba* désigne l'accroissement⁹⁵³ d'un bien, le recours était fréquent à cette pratique répandue au temps du Prophète sous plusieurs formes.

Sources *chari'atiques*. L'interdiction du *riba* trouve sa source dans le Coran⁹⁵⁴ et plusieurs *Hadith*⁹⁵⁵. Le Coran n'est pas linéaire dans sa prohibition du *riba*. Certaines sourates recommandaient simplement d'éviter l'usure, alors que d'autres explicitaient la prohibition d'un quelconque recours à cette pratique. De plus, les *Hadiths*, qui sont des paroles du Prophète rapportées par une personne qui s'est entretenue avec lui à propos de ce sujet, sèment le doute quant à leur référencement. En effet, les propos du Prophète transmis par multiples personnes interposées à des juristes qui les ont inscrits ont parfois fait l'objet de doutes quant à leur fiabilité. On parle ainsi de « faiblesse de référencement » (*do'f al isnâd*). En tout cas, il n'y a question d'usure islamique qu'en matière de contrats dont l'exécution a lieu dans l'avenir⁹⁵⁶.

Vision coranique évolutive du *riba*. Le langage coranique n'est pas tout à fait homogène et cohérent quant au traitement du *riba*. Selon l'éminent juriste de l'Université Al Azhar, Mohammed Abdallah Draz, les termes du Coran n'ont explicité la prohibition du *riba* qu'à l'issue de la persécution et la fuite du Prophète vers la Médine⁹⁵⁷. Les premiers versets recommandaient simplement d'éviter cette pratique.

Même si l'école hanafite avait autorisé les musulmans vivant dans des pays non musulmans à contracter des prêts à intérêt (*riba*) quand le prêteur⁹⁵⁸, le *riba* est resté synonyme d'interdit (*harâm*) dans toutes les écoles jurisprudentielles. Son

⁹⁵³ Ibn Manzhour, *op. cit.*, vol. XIV, p. 304. ربا الشيء زاد ونما.

⁹⁵⁴ Coran, Sourates de : la vache (n° 2), versets 275 à 281 : « Dieu a légalisé la vente et interdit l'usure » ; Les byzantins (n° 30), verset 39 ; les femmes (n° 4), versets 29 et 160 à 161 ; La famille d'Imrân (n° 3), verset 130 ; La table (n° 5), verset 125.

⁹⁵⁵ *Hadith* transmis par Abou Houraïra, dans lequel le Prophète conseillait l'évitement de 7 péchés dont le *riba* ; *Hadith* recueilli par Ibn Mass'oud, où le Prophète avait maudit celui qui profite de l'usure comme celui qui l'arrange, ainsi que ceux qui en témoignent et actent le contrat *ribawi*, relaté notamment par Abou Daoud, V. W. Al Zuhâili, *Al mu'âmalâte al mâliyya al mo'âssira*, *op. cit.*, p. 46 ; *Hadith* transmis par Abdallah bin 'Amr bin al 'Âss, dans lequel la préparation d'une armée de combattant nécessitait l'achat immédiat d'équidés réglés à terme en nombre double.

⁹⁵⁶ Muslim, *op. cit.*, n° 4090, p. 697. Analyse basée sur un *Hadith* recueilli par Ossama Ibn Zayd (لا ربا في ما كان يد بيد).

⁹⁵⁷ M.A. Draz, « L'usure en droit musulman », in *Travaux de la semaine internationale de droit musulman*, *op. cit.*, pp. 143 à 161.

⁹⁵⁸ Abou Hanifa, sur la base d'un *Hadith* du Prophète disant qu'il n'y a pas de *riba* entre musulmans et non musulmans dans l'état de guerre. Ce *Hadith* rapporté par Mak-houl, dont la véracité a été remise en cause par Al Châfé'i, Ibn Hanbal et Mâlik bin Anass, a seulement été prise en compte par Abou Hanifa. Cité par Al Sarakhsi, *op. cit.*, vol. XIV, p. 56.

acception a observé de nombreux bouleversements au gré des évolutions historiques juridiques et économiques⁹⁵⁹. Après avoir été entendu *lato sensu*, le *riba* a été restreint dans sa teneur juridique, par les *fouqahâ* soucieux de la nécessaire adaptation du dispositif juridique aux besoins des populations en besoin de liquidité. De surcroît, les ruses contractuelles (*hiyal*) prenant différentes formes, se sont multipliées du fait du recours fréquent aux fatâwa permissives de la vente avec marge de profit autorisée par Ibn ‘Abidîne et Abou Youssef⁹⁶⁰. Ce contexte a constitué un terreau fertile pour la légalisation *chari’atique* du prêt à intérêt en Islam. Sur ordre du Sultan ottoman Ahmed I^{er}, cette légalisation est opérée sous réserve du respect de deux conditions cumulatives : (i) le recours à un subterfuge juridique (*hila*) par la conclusion d’un contrat de vente classique (peu importe que le transfert du bien soit fictif ou pas) ayant pour but secret d’accorder un crédit (*m’âmala sirriyé/contrat secret*) et (ii) le respect d’un seuil de tolérance de 15 %⁹⁶¹.

Cette époque est indéniablement révolue.

Pratique biforme. Le *riba* à l’époque du Prophète était connu sous le nom de *riba al jahiliyya* par référence à la période préislamique. Et les juristes sont unanimes à dire que c’est cette forme-là que le Coran a visée dans ses versets prohibitifs.

Deux pratiques majeures existaient à cette époque dans les contrats de vente à terme dont le règlement du prix venait à tarder. L’accroissement du prix initial conférait au *riba* l’appellation d’*al nassi-a* (ou *al nissa/les femmes*), alors que l’accroissement de la quantité de marchandise convenue en échange (tardif) d’une autre rangeait cette pratique dans la catégorie de *riba al fadl*.

Prohibition jurisprudentielle partagée. Le *riba* a suscité de nombreuses polémiques quant à son acception, et les tentatives des *fouqahâ* de distinguer le *riba* prohibé du *riba* licite n’ont pas mis fin à cette controverse. Certains

⁹⁵⁹ A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq, op. cit.*, vol. III, p. 140 et s.

⁹⁶⁰ Ibn ‘Âbidin (hanafite), *op. cit.*, vol. VII, p. 439 ; Abou Youssef (hanafite), cité par Al Châtibi (mâlikite), *op. cit.*, t. I, p. 248.

⁹⁶¹ G. Veinstein, « Trésors publics et fortunes privées de l’Empire Ottoman (milieu du XVI^e s. – début du XIX^e s.) », *Cahiers de la Méditerranée*, 2010, n° 80, p. 192, où l’auteur a mentionné Ö.L. Barkan, « *Edime Askerî Kassami’na Âit Tereke defterleri* (1545-1659) », *Belgeler*, III, 5-6, 1966, pp. 31 à 46.

auteurs dont le chaféite Al Râzi, ont considéré que seul le *riba al nassi-a* est interdit alors que le *riba al fadl* était licite⁹⁶², alors que d'autres en avaient interdit toutes les formes. Un autre courant de la doctrine juridique, plus nuancé, avait vu que certains contrats licites doivent être neutralisés par application du principe de précaution (*nazhariyat sadd al zharâ-i' lil hadd minal hiyal*). Appliqué par les hanbalites et mâlikites⁹⁶³, vise à ne pas faire valoir l'apparence légale d'un contrat ou ensemble de contrats, s'il existe de la part des juristes un soupçon de cause (*maqssad*) illicite, et ce afin de neutraliser le prétexte (*zharî'a/zharâ-i'*) de conformité apparente. *A contrario*, la théorie de l'apparence instaurée par l'Imam Châfé'i limitait le contrôle de la légalité à l'apparence contractuelle, et considérait que seul Dieu est susceptible de lever le voile sur les réelles intentions, sauf stipulation expresse des parties⁹⁶⁴. Les hanafites font également application de la licéité du contrat pour conformité apparente.

La prohibition par précaution des hanbalites et mâlikites. La doctrine de ces deux rites jurisprudentiels considère que le Coran visait dans sa prohibition du *riba al jahiliyya* son caractère manifestement illicite, ce qui est le cas du *riba al nassi-a*. Le *riba al fadl* est une usure (islamique) cachée dans une stipulation contractuelle. Pour le caractériser, il faut rechercher la clause contractuelle relative aux modalités de paiement en nature de la marchandise achetée. Si elle comporte un surplus de valeur, la mauvaise foi des parties est établie, et la clause est considérée nulle du fait de la nécessaire neutralisation des prétextes de conformité formelle⁹⁶⁵ et la limitation du recours aux ruses⁹⁶⁶.

L'intérêt de cette nuance est le suivant :

(i) Le *riba al nassi-a* est prohibé du fait d'un recours explicite à une pratique expressément interdite dans les versets coraniques précités. Seule la nécessité absolue (*daroura mulihha*) justifie une entorse à la règle prohibitive du *riba* par accroissement du prix monétaire.

⁹⁶² A.F. Al Râzi (chafé'ite), *Mafâtiḥ al ghayb*, éd. *Dâr ihyâ al turâth al 'arabi*, Beyrouth, 2010, p. 352.

⁹⁶³ Al Châtîbi (mâlikite), *op. cit.*, vol. I, p. 57 ; Ibn Qayyim al Jawziyya (hanbalite), *op. cit.*, vol. VI, p. 567.

⁹⁶⁴ Al Châféi, *op. cit.*, vol. III, p. 74.

⁹⁶⁵ La théorie du pragmatisme.

⁹⁶⁶ Ibn Qayyim al Jawziyya, *op. cit.*, vol. II, pp. 99 à 103.

(ii) Étant un contrat d'échange de marchandises, le *riba al fadl* est *a priori* licite, mais la crainte (*choubha*) des hanbalites et mâlikites que la chose ne serve d'habit pour la légalisation d'une vente *ribawi* nécessite son interdiction par crainte des ruses (*hiyal*), comme c'est le cas pour *bay' al 'ayyina* et du contrat *al mukhâtara*⁹⁶⁷. Le *riba al fadl* n'est autorisé que dans les cas de besoin (*hâja*), à titre d'exemple, quand des producteurs ont besoin d'y avoir recours pour obtenir des moyens de production⁹⁶⁸.

La définition juridique moderne du *riba*. Le juriste allemand Schacht⁹⁶⁹ a défini le *riba* comme « un avantage monétaire perçu sans contrepartie et stipulé en faveur d'une des deux parties contractantes en échange de deux contre-valeurs monétaires » : le prêt et son prix. Pour l'auteur Nabil Saleh, c'est un gain illicite résultant de l'inéquivalence dans la contre-valeur des prestations réciproques dans un contrat d'échange ou de vente⁹⁷⁰.

M. Draz, juriste d'Al Azhar, estime que l'usure islamique ou *riba* a toujours désigné dans son sens étymologique, l'intérêt, ou l'augmentation du capital emprunté⁹⁷¹. Et c'est précisément le cas du *riba al jâhiliyya* (préislamique), qui prévoyait la majoration du montant emprunté dès lors que la date de paiement a été dépassée. Cette pratique était synthétisée par une phrase très significative que répétaient les prêteurs de l'époque à leurs débiteurs « *ataqdi am turbi ?* », et donc « tu paies (maintenant) ou tu majores (dans l'avenir)⁹⁷² ? ».

Critère caractéristique du *riba* prohibé : l'accroissement du prix. Il est intéressant de noter que dans une vente à terme avec paiements échelonnés le montant de la dette (solde du prix) peut être réduit (*al hatita min al dayn*) pour paiement anticipé, par application de l'adage « *dha' wa ta'ajjal*⁹⁷³ ». La modification du montant de la dette est licite dès qu'elle a été décidée au moment de l'exécution du

⁹⁶⁷ Plus de détails sur la pratique du contrat « *Mohatraca* » dans le monde chrétien, qui, l'a très probablement importé du monde arabe (*'aqd al mokhâtara*) : Ch. Cordahi, *la loi et la morale*, vol. II, p. 167 à 171 ; A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq*, op. cit., vol. III, p. 137.

⁹⁶⁸ A.-R. Al Sanhourî, *Mâssader al haqq*, op. cit., vol. III, p. 69.

⁹⁶⁹ J. Schacht, op. cit., p. 145.

⁹⁷⁰ N. Saleh, op. cit., p. 16.

⁹⁷¹ M.A. Draz, « L'usure en droit musulman », in *Travaux de la semaine Internationale de droit musulman*, op. cit., p. 150.

⁹⁷² *Hadith* rapporté par Zayd bin Aslam, cité par Mâlik bin Anass, op. cit., n° 83, p. 672.

⁹⁷³ La pratique controversée de la réduction de la dette pour paiement anticipé, a été légalisée par les juristes notamment grâce à un *Hadith* dans lequel le Prophète incitait ses hommes à rembourser rapidement leurs dettes diminuées à la baisse avant leurs déplacements. V. *Hadith* (ضع وتعجل) cité par Muslim. V. W. Al Zuhâili, *Al mu'âmalâte al mâliyya al mo'assira*, op. cit. p. 357.

paiement et non au moment de la formation du contrat⁹⁷⁴. Cette décision confirme que seul l'accroissement du prix du fait du retard à payer est incriminé, et ceci est tout aussi valable pour les doubles contrats, tel qu'il ressort des Paroles du Prophète qui impose que le vendeur d'une double vente ne puisse percevoir que le prix le plus faible⁹⁷⁵.

La licéité limitée de l'adage du « temps appréciable en argent ».

Le *fiqh* islamique ne s'oppose pas au principe d'évaluation du temps en argent dans une vente à terme, mais il limite son usage à l'appréciation de l'opportunité de l'opération⁹⁷⁶. Ce principe ne saurait permettre la fixation *ab initio* du prix dont l'échéance est reportée dans l'avenir⁹⁷⁷. Par conséquent, c'est la rémunération du temps qui est incriminée.

Formes de contrats *ribawi* : les ventes et les prêts. Al Sanhourî, juriste musulman de l'époque moderne, estime que les règles de la *Chari'a* relatives au *riba* ne visaient que les contrats de vente et non les prêts (*qard/qouroud*). Ce sont les '*ulamâs* qui ont étendu le domaine des règles du *riba* aux contrats de prêts par mécanisme d'analogie⁹⁷⁸.

L'aménagement préconisé de la notion de *riba*. Sanhourî estime qu'il existe deux courants contemporains d'interprétation du *riba*. Le premier l'entend au sens large et en interdit toutes les formes. Le *cheikh* de l'Université d'Al Azhar, M. A. Draz⁹⁷⁹ qui en fait partie, considère que seule la nécessité (*daroura*) justifie le recours au *riba*. Elle est prévue au verset 119 de la Sourate des bestiaux⁹⁸⁰. M. Daoualibi préfère entendre le *riba* dans son acception stricte limitée aux seules usures pratiquées dans les contrats de la consommation. Il souligne que l'objectif de

⁹⁷⁴ OIC, *Fiqh academy*, résol., n° 64/2/7, 14 mai 1992, 4^{ème} pt. : Le remboursement intégral effectué par anticipation peut valablement entraîner la remise du montant global du prix tant qu'aucune stipulation contractuelle le prévoit, et tant que le rapport entre débiteur et créancier est bilatéral ; l'introduction d'un tiers à l'opération la rend illicite, puisque le règlement par papier commercial à un tiers rendrait l'opération usuraire (*ribawi*) ; AAOIFI, standard 19, art. 5/1 : "An excess over *qard* is permitted in terms of quantity or quality, or the offering of tangible property or extending of a benefit, at the time of satisfaction when it is not stipulated or is part of custom, irrespective of the subject-matter of *qard* being cash or kind".

⁹⁷⁵ *Hadith* rapporté par Abou Huraira et cité par Malik bin Anass, *Al Mouwatta-a*, op. cit., n° 2663 ; Ahmad Ibn Hanbal, op. cit., n° 2175 ; Al Bayhaqi (châfé'ite), op. cit., n° 5343. الربا أو كسهما أو الربا.

⁹⁷⁶ *Shari'a advisory council, Securities Commission Malaysia*, résol. 26-27 octobre 2007, public., *Bank Negara Malaysia* (Banque centrale de Malaisie), "Sharia resolutions in Islamic finance", oct. 2010, p. 195

⁹⁷⁷ *Islamic Finance Qualification*, op. cit., p. 177.

⁹⁷⁸ A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq*, op. cit., vol III, p. 166.

⁹⁷⁹ M.A. Draz, « L'usure en droit musulman », in *Travaux de la semaine Internationale de droit musulman*, op. cit., p. 150.

⁹⁸⁰ Coran, Sourate des bestiaux (n° 6), verset 119 « (...) maintenant que celles qui sont interdites vous ont été décrites en détail, à moins que vous ne soyez contraints d'y recourir (...) ».

l'interdiction du *riba* était de prévenir la lésion, les abus, la manipulation des devises, et la concentration des moyens de production entre les mains d'une minorité. Conclure un contrat *ribawi* est toléré s'il a pour but « d'améliorer la situation économique et rendre service à la Nation moyennant profit raisonnable »⁹⁸¹.

La tendance doctrinale de l'Islam moderne transcende les analyses et interprétations *chari'atiques* traditionnelles sur le *riba* et le *gharar*. Qualifiés de « revenus sans contre-prestations » (*fadl bila 'iwad*), le *riba* et le *gharar* doivent toutefois être entendus *stricto sensu*, selon le juriste contemporain Al Sanhourî. Pour ce dernier, les besoins et les facteurs économiques ne sont plus les mêmes qu'à l'époque du Prophète, mais les objectifs demeurent⁹⁸². Pour sa part, Nabil Saleh dans sa thèse de 1992, confirme l'avis de Sanhourî, soulignant que l'évolution des circonstances économiques a fait muter la nature des textes relatifs au *riba* et au *gharar*, en ce sens qu'ils ont quitté leur statut prohibitif pour devenir de simples directives⁹⁸³ à l'intention des parties aux accords commerciaux musulmans (*mu'âmalâte*).

Conclusion qualificative du *riba*. En synthèse de toutes les définitions, il y a *riba* dans une vente dès lors que le prix est perçu sans accomplir de contre-prestation soit par le travail, soit par la propriété ou par un droit (exploitable) sur une chose. En revanche, le prêt d'une somme d'argent est considéré usuraire en droit musulman moderne dès lors qu'aucune contre-prestation n'est réalisée et que le prêt a été octroyé sous condition de payer une somme fixée dès la conclusion du prêt.

Le *riba* et l'usure de droit français. La tumultueuse histoire de la prohibition de l'usure en droit français. Le regard des sociétés à l'égard de la pratique de l'usure n'a jamais été identique. Il diffère d'une culture à une autre, et varie également au sein de chacune en fonction des évolutions politiques et économiques.

Alors que les premières sociétés helléniques autorisaient explicitement aux banques de prêter contre un intérêt librement déterminé⁹⁸⁴, Aristote

⁹⁸¹ M. Daoualibi, « La théorie de l'usure en droit musulman », in *Travaux de la semaine internationale de droit musulman*, op. cit., p. 142.

⁹⁸² A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq*, op. cit., vol. III, pp. 38 et 140.

⁹⁸³ N. Saleh, op. cit., p. 4.

⁹⁸⁴ R. Pellet, *Droit financier public*, PUF, coll. Thémis droit, 2014, p. 104.

avait qualifié cette pratique de contre nature en lançant son fameux dicton *nummus non parit nummus* (l'argent ne fait pas de petits)⁹⁸⁵. Le Talmud juïque permet aux juifs de le pratiquer uniquement avec les non-juifs⁹⁸⁶, alors que l'Église chrétienne a changé son regard de nombreuses fois sur la matière.

Dans le cadre du 4^e Concile de Latran réuni en 1215, l'Église a eu l'occasion de rappeler la prohibition de l'usure en se basant sur l'évangile de Saint-Luc⁹⁸⁷ et en se référant à la doctrine de Saint Thomas d'Acquin⁹⁸⁸. La condamnation ferme de l'usure avait probablement été motivée par la crainte qu'elle n'aboutisse à mettre en place la pratique de l'esclavage pour dette, lequel avait été largement pratiqué depuis le VI^e siècle avant notre ère⁹⁸⁹. Mais les nouveaux besoins politiques et économiques l'ont poussée à assouplir sa position. Face au besoin des seigneuries laïques de monnayer leurs guerres de territoires entre elles, l'Église a prêté des fonds en contrepartie d'une plus-value. Au premier rang de ces surplus financiers se dresse la pratique du mort-gage, où un bien immobilier était remis à titre de sûreté au profit de monastères pour garantir le remboursement du prêt contracté, suivie ultérieurement par la rente, ancêtre de la rente viagère encore pratiquée aujourd'hui⁹⁹⁰.

Lors de son 10^e concile de Latran en 1515, l'Église a officiellement autorisé le prêt à intérêt⁹⁹¹, mais a instauré pour la première fois un seuil de raison de 6 % et un plafond d'excessivité de 30 % pour le taux d'usure.

L'usure dans le droit français contemporain. Aujourd'hui l'usure sous-entend le taux d'intérêt excessif. Aux termes de l'article L. 314-6 du code de la consommation repris à l'article L. 313-5 du Code monétaire et financier⁹⁹², l'usure est

⁹⁸⁵ A. Francotte, « Aristote et le prêt à intérêt », *Les Cahiers de l'analyse des données*, 1988, vol. 13, n° 3, pp. 295 à 318 ; R. Pellet, *op. cit.*, p. 104.

⁹⁸⁶ Ancien testament, Exode XXII-25, Lévitique XXV-36 et Dutéronome XXIII-20.

⁹⁸⁷ *La Bible*, Nouveau testament, évangile de Saint Luc 6 : 35 « (...) Prêtez sans rien attendre en retour ».

⁹⁸⁸ R. Pellet, *op. cit.*, p. 126.

⁹⁸⁹ Alain Testart, *L'Esclave, la Dette et le Pouvoir*, éd. Errance, 2001, p. 163.

⁹⁹⁰ R. Pellet, *op. cit.*, p. 120.

⁹⁹¹ R. Pellet, *op. cit.*, p. 126.

⁹⁹² C. consom., art. L. 314-6 : « Constitue un prêt usuraire tout prêt conventionnel consenti à un taux effectif global qui excède, au moment où il est consenti, de plus du tiers, le taux effectif moyen pratiqué au cours du trimestre précédent par les établissements de crédit et les sociétés de financement pour des opérations de même nature comportant des risques analogues, telles que définies par l'autorité administrative après avis du Comité consultatif du secteur financier. Les catégories d'opérations pour les prêts aux particuliers n'entrant pas dans le champ d'application du 1^o de l'article L. 313-1 ou ne constituant pas une opération de crédit d'un montant supérieur à 75 000 euros destiné à financer, pour les immeubles à usage d'habitation ou à usage professionnel et d'habitation, les dépenses relatives à leur réparation, leur amélioration ou leur entretien sont définies à raison du montant des prêts. Les crédits accordés à l'occasion de ventes à tempérament sont, pour l'application de la présente

l'intérêt stipulé en dépassement du tiers le taux effectif global fixé par décret, insérée dans un contrat de prêt ou d'une vente à tempérament⁹⁹³. Ainsi, il y a usure dès lors que l'intérêt prévu est excessif par rapport au taux légal. Fondamentalement enracinée dans le code de la consommation, la loi interdisant l'usure en France vise à protéger la personne physique dite « profane », qui contracte un prêt ou une vente à tempérament pour ses besoins personnels. Les professionnels, personne physique ou morale, qui contractent des prêts pour les besoins industriels et commerciaux de leur entreprise ou société sont exclus du champ d'application de cette loi protectrice, selon les termes de l'article L. 314-9⁹⁹⁴. Le dépassement caractérise l'excessivité de l'intérêt et donc sa nature usuraire, tel qu'il ressort de l'article L. 314-6 précité. La sanction du délit d'usure est de 2 ans de prison et 300 000 € d'amende, quand l'emprunteur est une personne physique, et 1 500 000 € quand le contrat est conclu avec une entreprise, avec de nombreuses autres peines pouvant être éventuellement prononcées⁹⁹⁵. Le trop-perçu devra être restitué, le contrat survit au délit commis⁹⁹⁶, et le taux légal de l'usure appliquée⁹⁹⁷.

Pour le Professeur Al Sanhourî, l'usure selon le christianisme avait la même connotation qu'en Islam⁹⁹⁸, mais elle a évolué au cours des siècles sous le coup des exigences commerciales. La levée des interdictions a été progressive mais le seuil de taux effectif global mis en place est maintenu aujourd'hui pour les seuls particuliers, en cohérence avec une politique législative plus protectrice du contractant faible.

Le prix du marché. Les coutumes et les traditions constituent également une exception au principe de détermination précise du prix de la vente⁹⁹⁹ sans atteinte à la

section, assimilés à des prêts conventionnels et considérés comme usuraires dans les mêmes conditions que les prêts d'argent ayant le même objet ».

⁹⁹³ Vente à terme avec réserve de propriété jusqu'au paiement intégral du prix de vente.

⁹⁹⁴C. consom., art. L. 314-9 : « Les dispositions des articles L. 314-6 à L. 314-8 ne sont pas applicables aux prêts accordés à une personne physique agissant pour ses besoins professionnels ou à une personne morale se livrant à une activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou professionnelle non commerciale ».

⁹⁹⁵C. consom., art. L. 341-37 : « Le fait pour le prêteur ou le bailleur de ne pas respecter l'une des obligations prévues aux articles L. 313-24 et L. 313-25 et au deuxième alinéa de l'article L. 313-38 est puni d'une amende de 150 000 euros ».

⁹⁹⁶C. consom., art. L. 341-35 : « Lorsque la somme versée d'avance par l'acquéreur n'a pas été remboursée dans les conditions prévues au second alinéa de l'article L. 313-41, la somme due est productive d'intérêts au taux légal majoré de moitié à compter du quinzième jour suivant la demande de remboursement ».

⁹⁹⁷ Cass. com., 11 oct. 2011, *Bull. Civ. IV*, n° 156 ; *L'essentiel du dr. banc. (LEDB)*, déc. 2013, p. 6, obs. Lasserre Capdeville.

⁹⁹⁸ A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq, op. cit.*, vol. III, p. 137 et s. mentionnant Saint Thomas d'Acquin (aff. 78, mat. 1^{ère}) et Saint Luc 6 : 34-35 : « Au contraire aimez vos ennemis, faites du bien et prêtez sans rien attendre en retour. (...) ; Montrez-vous compatissants comme votre Père est compatissant ».

⁹⁹⁹ S. Mahmassâni, *Falsafat al tachrih fil Islam, op.cit.*, p. 135.

formation (*in'iqâd*), l'opposabilité (*nâfâz*), la validité (*sohha*), et de force obligatoire (traduite dans la Majalla par irrévocabilité) (*louzoum*). La référence contractuelle au prix du marché est également admise dans certains domaines qui permettent le *benchmarking*¹⁰⁰⁰, ou en cas d'inflation ou de crise économique¹⁰⁰¹. Le droit musulman contemporain des États membres du Conseil de coopération du golfe¹⁰⁰² autorise le recours au prix du marché comme étant une référence du prix, qui dispense les contractants de déterminer précisément le prix de vente au contrat, si cela relève de la tradition et des coutumes. Le marché de référence sera celui du lieu de la livraison et le prix sera celui pratiqué au moment de la livraison.

Les règles établies par le *fiqh* islamique visent surtout les conséquences finales du contrat plus que ses effets premiers¹⁰⁰³. Cette affirmation explique la vision macro-économique que porte la *Chari'a* aux contrats qui se manifeste dans la signification islamique de la notion de l'équilibre des prestations qui, on le verra n'a pas pour équivalent la notion d'équilibre contractuel de droit français malgré certaines similitudes.

Le prix islamiquement licite et le juste prix en droit français. Le prix licite en Islam, est le prix exempt de *gharar* et de *riba* surtout dans les ventes à terme lesquelles sont exposées aux fluctuations des prix.

À la différence de l'usure de droit français, perçue par le législateur sous le prisme de l'excessivité du taux d'intérêt pratiqué, le *riba* est un gain réalisé sans contrepartie de travail, de propriété ou d'un droit cédé.

Il n'existe à nos yeux pas de lien substantiel entre la théorie du juste prix élaborée par Platon¹⁰⁰⁴ qui délimite la marge de gain à un taux raisonnable et celle du *riba* en droit musulman. L'article 1681 du Code civil qui permet au vendeur d'un immeuble lésé de plus de 7/12^{ème} de la valeur du bien d'agir en rescision pour lésion

¹⁰⁰⁰ S.E. Rayner, *op. cit.*, p. 71.

¹⁰⁰¹ V. Ibn Qudâma, *op. cit.*, vol. IV, p. 145. Le recours au prix du marché est obligatoire seulement en cas d'inflation.

¹⁰⁰² C. civ. du Koweït, art. 460(1), et C. com. du Koweït, art 123 ; C. civ. des Emirats Arabes Unis, art. 504 ; C. civ. du Bahreïn, art. 99.

¹⁰⁰³ Ch. Chéhata, *Essai de théorie générale de l'obligation*, *op. cit.*, pp. 123 et 124.

¹⁰⁰⁴ Platon, *Œuvres complètes*, trad. V. Cousin, Les lois, t. VIII., Paris, Bossange Frères, libraires, 1822-1840., liv. XI, p. 918.

contre l'acquéreur qui devra soit restituer le bien et en récupérer le prix payé ou en rembourser le dépassement du juste prix.

Le taux effectif global d'un prêt, tout comme le taux de lésion dans le prix de cession d'un immeuble, reflète la perception du législateur français du juste prix. Ainsi le profit réalisé à l'occasion d'un prêt ou d'une vente immobilière doit être de caractère raisonnable. Le juste prix en droit français n'est pas le prix du marché. Par ailleurs, la marge de gain est toujours librement fixée en dehors du contexte immobilier, et surtout quand le secteur ne subit pas l'interventionnisme de l'État, comme c'est le cas pour les marchés financiers régis par une réglementation riche visant notamment à assurer la protection de l'épargne.

Par ailleurs, nous remarquons que la nomenclature des *sukuk* comporte des contrats de vente dont le prix se doit d'être déterminé s'il est réglé à la conclusion du contrat, qu'il soit supérieur ou inférieur au prix du marché. Il inclut aussi des contrats sous-jacents dont l'obligation de payer sera exécutée à terme, et c'est dans ce cas que la référence au prix du marché est faite afin de protéger les contractants contre les différents aléas pouvant en modifier le montant. Ainsi une banque qui acquiert pour le compte de son client un bien immobilier objet d'un contrat *murâbaha*, peut facturer ses services sans aucune référence aux tarifs des agents immobiliers, ou promoteurs immobiliers.

En résultat de ce qui précède, le traitement *chari'atique* de la détermination du prix est assez souple dans les contrats de vente. Cette souplesse se trouve en principe relativisée, quand les comités de surveillance *chari'atique* apprécient le prix du prêt consenti par souscription aux *sukuk*.

Section II. Le prix du prêt sukukaire ou la rémunération des parties

L'interdiction en Islam du prêt à intérêt rappelle la doctrine première de l'Église chrétienne. Instaurée sur la base de l'Évangile de Saint-Luc et la doctrine de Saint Thomas d'Aquin, elle considère que le seul fait de percevoir un prix pour un

prêt est contraire à la justice, quand bien même le montant a été agréé par les parties au contrat de vente ou de prêt¹⁰⁰⁵. Cependant, cette interdiction comporte des nuances qui la distinguent sensiblement du principe du prêt dit caritatif (*qard hassan*)¹⁰⁰⁶.

La rémunération du prêt d'argent. Le droit musulman classique interdit le prêt à intérêt puisqu'il attribue au prêteur un profit qui sera dû par le seul écoulement du temps¹⁰⁰⁷. Cependant, le standard 19 AAOIFI, relatif au prêt de sommes d'argent qui ne s'applique pas à d'autres types de prêts,¹⁰⁰⁸ comporte une disposition fondamentale portant sur la rémunération du prêt qui laisse circonspect. En effet, l'article 5/1 dispose qu'il est possible de majorer le montant d'une somme d'argent ou de choses fongibles empruntées, dès lors que cette majoration n'a pas fait l'objet de stipulation contractuelle, ou n'a pas été prévue par les coutumes¹⁰⁰⁹. La pratique du financement islamique semble également se permettre quelques largesses d'interprétation¹⁰¹⁰.

L'indispensable vérification de la licéité, au moment de la formation du contrat. Le contrôle jurisprudentiel du prix dans les contrats de vente, et aussi dans le contrat de souscription de *sukuk* revêt donc une importance capitale, puisque le *riba* est caractérisé par une rémunération prévue *ab initio*, dès la formation du contrat du fait de l'écoulement du temps. Le contrat de *murâbaha* qui sous-tend un des types de *sukuk* prévus au standard 17 AAOIFI consacre la rémunération de l'intermédiaire financier par la mise en place d'une marge de profit. Effectivement, ce contrat nommé n'est pas considéré comme un prêt, mais une vente à crédit avec marge pour frais de service, selon les termes de l'article 1 alinéa 1 du standard 19 AAOIFI qui se sont basés sur un *Hadith* spécifique en la matière¹⁰¹¹.

¹⁰⁰⁵ Thomas d'Aquin, *Summa theologica*, IIa IIae, quest. n° 78, art. 1, 2 et conclusion ; resp. cf. H. du Passage, « Usure », *op. cit.*, n° 1, p. 2357.

¹⁰⁰⁶ Coran, Sourate de la vache (n° 2), verset 245 : « Quiconque consent à faire un prêt gracieux à Dieu, Dieu le lui rendra au décuple, car c'est lui qui décrète l'abondance ou la parcimonie et c'est vers lui que se fera votre retour ».

¹⁰⁰⁷ N. Saleh, *op. cit.*, p. 16 ; N. Comair-Obeid, *op. cit.*, p. 171.

¹⁰⁰⁸ AAOIFI, standard 19, art. 1 al. 1 : "The standard does not apply to what is not a qard (loan), like the price in a credit sale and investment accounts, because they have standards specific to them".

¹⁰⁰⁹ AAOIFI, standard 19, art. 5/1 : "An excess over qard is permitted in terms of quantity or quality, or the offering of tangible property or extending of a benefit, at the time of satisfaction when it is not stipulated or is part of custom, irrespective of the subject-matter of qard being cash or kind".

¹⁰¹⁰ Il est intéressant de noter que dans sa *fatwa* n° 41, en date du 30 juin 1990, relative au *salam* parallèle, le comité de surveillance *chari'atique* de l'entreprise d'investissement *Al Rajhi Investment Corporation* avait estimé que les banques islamiques ont le droit, comme leurs homologues conventionnels de collecter l'intérêt afin de rémunérer le risque de crédit et le report dans le temps ; Les résolutions du comité de surveillance *chari'atique* de la Banque Al Râjhi, éd. Séville (*Eshbilia*), Riyadh, 2010, p. 79. (ouv. disponible exclusivement en arabe) ; et mentionné par M. El Gamal, *op. cit.*, pp. 118 et 137.

¹⁰¹¹ *Hadith* transmis par Muslim, W. Al Zuhâili, *Al mu'âmalâte al mâliyya al mo'âssira*, *op. cit.*, p. 51. خياركم احسنكم قضاءً.

Les règles du prix du prêt *sukukaire*. Le contrat d'émission de *sukuk* n'a pas été qualifié par le standard 17 AAOIFI, mais il comporte les caractéristiques d'un prêt et celui d'un mandat.

Le prix du *sakk* ou le prix de l'émission est reflété par sa valeur nominale, qui équivaut au montant des fonds levés par l'opération d'émission, divisé par le nombre de *sukuk* ouvert à la souscription. La valeur nominale peut être égale au montant réel avancé par le souscripteur, ou plus si l'émetteur souhaite attirer les investisseurs par un prix plus alléchant¹⁰¹². Le prix d'un titre obligataire de droit français est généralement aussi celui de la valeur nominale ou moins, selon la stratégie financière de l'émetteur¹⁰¹³. Le montant global obtenu par addition des valeurs nominales des titres auxquels le souscripteur aurait souscrit correspond à sa quote-part dans le prêt consenti.

Or, le prix d'un emprunt bancaire classique ou obligataire n'est pas la rémunération du prêteur. Ce dernier mobilise ses capitaux en vue d'obtenir un gain généré par leur placement dans des projets rentables. C'est le cas des titulaires d'obligations de droit commun.

Néanmoins, l'industrie des *sukuk* qui repose fondamentalement sur le financement par contrat de vente ne permet pas la fixation *ab initio* de la rémunération espérée par les investisseurs en *sukuk*, mais de l'actif strictement attaché aux titres émis sur lequel ils disposent d'un droit de propriété islamique (Sous-section 1). Le risque d'user de la vente pour couvrir un prêt usuraire étant élevé, le droit des *sukuk* issus du standard 17 AAOIFI a prévu que le prix du prêt *sukukaire* soit nécessairement déterminable et non déterminé (Sous-section 2).

¹⁰¹² *Islamic Finance Qualification, op. cit.*, n° 1.1.1, p. 177.

¹⁰¹³ Th. Granier, « Les obligations simples et subordonnées », in *Ingénierie financière fiscale et juridique, op. cit.*, n° 120.54, p. 214.

Sous-section 1. La rémunération des titulaires par les sommes issues de l'actif

Le prêt d'une somme d'argent effectué à titre gratuit (*qard hassan*) constitue le principe du prêt musulman lequel s'appuie sur de nombreuses sourates coraniques claires¹⁰¹⁴. L'industrie des *sukuk* remplace le prêt de somme d'argent avancé à titre de créance pure, par un contrat de vente afin de légitimer la perception de ses fruits civils et commerciaux.

La juxtaposition du contrat de vente de l'actif générateur de revenus avec le contrat d'émission de *sukuk* permet de structurer les titres de manière à transférer aux titulaires le droit aux sommes issues de l'actif. Le droit à l'intégralité de ces sommes se trouve comme la conséquence naturelle du droit aux sommes issues de l'actif conféré par le contrat sous-jacent conclu avec l'emprunteur. En fonction de ce contrat, l'emprunteur a le droit à percevoir une marge de profit. C'est le cas des *sukuk al murâbaha*. Une rémunération fixe ou variable en fonction des résultats d'exploitation de l'actif peut lui être prévue lorsqu'il accomplit une mission de mandataire (*sukuk al wakâla* et *sukuk de services*), d'associé *mudârib* (*sukuk al mudâraba*), d'actionnaire (*mushârik/sharîk*), ou encore de nu-propriétaire (*sukuk al manfé'a*/d'usufruit).

Les rapports entre souscripteurs et émetteur, lequel est souvent une entité filiale de l'emprunteur, se trouvent ainsi inversés par rapport au schéma classique dans les valeurs obligataires de droit commun. Les droits financiers des investisseurs transcendent ceux de l'émetteur.

La rémunération du prêt obligataire se fait la plupart du temps en France par versement d'intérêts fixes ou variables. Le contrat de souscription du contrat stipule clairement le taux d'intérêt qu'il soit déterminé en pourcentage du nominal du titre, ou par référence à un indice de marché souvent augmenté de quelques points de base (de manière fixe ou variable). L'intérêt correspond ainsi au prix du crédit à la charge de

¹⁰¹⁴ Coran, Sourate de la vache (n° 2), verset 245 : « Quiconque consent à faire un prêt gracieux à Dieu, Dieu le lui rendra au décuple, car c'est lui qui décrète l'abondance ou la parcimonie et c'est vers lui que se fera votre retour ».

l'emprunteur, que l'émetteur aurait librement fixé¹⁰¹⁵. Le contrat d'émission définit également les modalités de remboursement du capital, le cas échéant, ainsi que les garanties de l'émission obligataire, qui peuvent prendre la forme de sûretés constituées pour le compte de la masse des obligataires, ainsi que des clauses contractuelles telles que les clauses *pari passu*¹⁰¹⁶ ou celles de *negative pledge*¹⁰¹⁷.

Par conséquent, le prix du prêt *sukukaire* est directement issu des résultats d'exploitation ou du prix de l'actif sous-jacent, lesquels sont exposés aux fluctuations du marché. Fixer *ab initio* le prix du prêt *sukukaire*, revient à priver le montage contractuel des *sukuk* de son utilité et sa cause *chari'atique* et consacrer le prêt à intérêt/*ribawi*. En solution de quoi, la rémunération des souscripteurs qui ne peut être déterminée par montant fixe, ou déterminable par référence au nominal¹⁰¹⁸ découle des résultats d'exploitation de l'actif (pour les *asset-backed sukuk*), ou indexée au prix du marché de l'actif qui sera livré à terme (pour les *asset-based sukuk*). Le plus important est de rattacher contractuellement la rémunération des souscripteurs à l'actif collatéral.

Sous-section 2. Le principe de la déterminabilité obligataire

Le *riba* peut être caractérisé aussi bien dans un prêt que dans une vente. Sa prohibition pourrait inciter les parties à avoir recours à un montage de contrats, dont une vente à terme, afin que l'intérêt revête la forme de prix de la chose vendue. Les *sukuk* ont une structuration contractuelle présentant ces mêmes risques puisque la vente de l'actif est accolée au contrat d'émission des titres qui a les caractéristiques d'un prêt d'une somme d'argent. Pour éviter que ce montage n'entraîne la perception par les souscripteurs d'un profit usuraire (*ribawi*), le droit musulman, issu du standard 17 AAOIFI, impose que le prix du prêt, c'est à dire la rémunération des titulaires des *sukuk* ne soit pas déterminée dès la formation du contrat (§1). Ce principe souffre toutefois quelques exceptions (§2).

¹⁰¹⁵ Th. Granier, « Les obligations simples et subordonnées », in *Ingénierie financière fiscale et juridique*, op. cit., n° 120.22, p. 210.

¹⁰¹⁶ Clause contractuelle qui applique le principe d'égalité entre les obligataires, et en vertu de laquelle l'émetteur s'engage envers le souscripteur à ne pas émettre dans l'avenir des emprunts obligataires plus favorables sans le faire bénéficier : G. Rabu, *Les principales clauses des contrats d'affaires*, J. Mestre, J.-C. Roda [dir.], Lextenso 2011, p. 735.

¹⁰¹⁷ Interdiction pour l'émetteur de constituer une sûreté au profit de tiers sur certains actifs.

¹⁰¹⁸ *Islamic Finance Qualification*, op. cit., n° 1.2, p. 177 ; AAOIFI, standard 17, art. 5/8/7.

§1. Le principe de l'indétermination du prix de l'emprunt sukukaire

Le principe d'indétermination du prix d'un prêt *sukukaire* découle directement de celui de l'interdiction de l'usure en droit musulman. En effet, ce qui caractérise une vente ou une opération usuraire en Islam, c'est la rémunération par l'écoulement du temps et qui est fixée dès la conclusion du contrat. La contrepartie financière fixée après l'exécution de l'engagement contractuel du financier prêteur, ne saurait être caractérisée de *riba*¹⁰¹⁹.

Par conséquent, et contrairement aux valeurs mobilières obligataires de droit français, les titulaires de *sukuk* ne perçoivent pas un pourcentage du gain réalisé par l'émetteur grâce à leurs fonds. Ils ont le droit à l'intégralité des sommes produites par l'actif, qu'ils pourraient partager avec l'emprunteur/émetteur, si un contrat participatif a été conclu à titre de sous-jacent. Les prêteurs en *sukuk* sont largement mieux rémunérés que les obligataires de droit commun et le contraire est vrai concernant la rémunération de l'émetteur.

Il en résulte que toute somme d'argent issue de l'actif (*sukuk* dits à revenu variable) n'est versée aux souscripteurs qu'une fois réalisée, étant donné que la performance de l'actif est exposée à de nombreux aléas, ce qui ne permet pas d'en prédire le montant. Cette catégorie non juridique de *sukuk* regroupe les *sukuk* d'usufruit (*sukuk al manfé'a*), *sukuk* de services, *sukuk al salam* ainsi que les *sukuk al ijâra* portant sur un actif à louer dans l'avenir et tous les *sukuk* participatifs. La rémunération des souscripteurs doit être déterminable par indexation aux résultats réalisés par l'actif. *A contrario*, il existe des types de *sukuk* qui assurent la fixité du revenu financier issu de l'actif.

§2. La détermination du prix du crédit sukukaire par exception.

Cette catégorie de *sukuk* dite à revenu fixe (*fixed income sukuk*) permet au contrat de souscription de prévoir dès sa conclusion, les sommes qui seront issues de l'actif sous-jacent.

¹⁰¹⁹ AAOIFI, standard 19, art. 5/1 : "An excess over qard is permitted in terms of quantity or quality, or the offering of tangible property or extending of a benefit, at the time of satisfaction when it is not stipulated or is part of custom, irrespective of the subject-matter of qard being cash or kind".

L'exception la plus répandue de cette catégorie est celle des *sukuk al ijâra* d'un actif déjà mis en location, ou dont la location est concomitante à l'opération, consacrés à l'article 3/1 standard 17 AAOIFI. La durée du bail et le nombre de renouvellement qui doit figurer au prospectus doit correspondre à la maturité des *sukuk al ijâra*. Les *sukuk al murâbaha*, dont l'actif a été acheté par l'émetteur, est transmis entre les mains de l'emprunteur. Tous les *sukuk* dont le sous-jacent a déjà été loué ou dont le bail vient d'être conclu font également partie de cette catégorie où la rémunération des souscripteurs est fixée d'avance, mais demeure exposée aux variations du prix du marché¹⁰²⁰.

Sous-section 3. La détermination du prix des titres financiers en droit français

La détermination de la rémunération des titres obligataires de droit français. Les valeurs mobilières obligataires de droit français sont des titres de créances¹⁰²¹, élaborées soit directement par l'emprunteur (agréé), ou par un organisme de titrisation qui acquiert les créances détenues par un établissement de crédit/entreprise sur autrui, au moyen de fonds levés auprès de souscripteurs en contrepartie des titres (titrisation). Les obligataires perçoivent une rémunération fixe ou variable déterminée par taux d'intérêt, qui correspond au prix du crédit convenu¹⁰²², déterminée dès le début de l'opération par référence au nominal : sa cotation est faite en fonction de son prix¹⁰²³. Quelles que soient les sûretés et garanties accordées aux titulaires de valeurs mobilières obligataires de droit français, le droit de ces derniers ne saurait déroger à la qualification légale de droit personnel détenu à l'encontre de l'émetteur. Ils ne disposent d'aucun droit de propriété ou droit réel sur l'actif cédé.

Les différents prix liés à un titre obligataire. La notion de prix dans un titre financier de droit français a de nombreuses manifestations. Le prix de

¹⁰²⁰ *Islamic Finance Qualification, op. cit.*, n° 2.2.3, p. 184. Dans le cas de *sukuk al ijâra*, l'emprunteur peut prévoir que le loyer de l'actif sera celui du marché (LIBOR par exemple) majoré de quelques points de base.

¹⁰²¹ C. monét. fin., art. L. 213-5. : « Les obligations sont des titres négociables qui confèrent dans une même émission, les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale ».

¹⁰²² R. Portait et P. Poncet, *op. cit.*, p. 101.

¹⁰²³ R. Portait et P. Poncet, *op. cit.*, p. 83.

l'émission correspond au montant global de l'emprunt, alors que le prix du titre désigne sa valeur nominale. Elle est obtenue par division du montant de l'emprunt par le nombre de titres émis. Une marge d'écart est autorisée si elle est faite pour des raisons de stratégie financière de l'emprunteur/émetteur cherchant à rendre l'émission plus attrayante pour l'investisseur¹⁰²⁴. Les fluctuations économiques peuvent affecter le prix du titre marché. Ce dernier est également exposé aux variations du cours des valeurs mobilières de l'émetteur déclenchées par des événements internes ou externes à l'entreprise émettrice. Le prix du titre affecté aura une valeur vénale dictée par le marché de ce type de titres ce qui entraîne une plus-value ou moins-value de la valeur nominale.

Règles des autorités financières. L'émission de titres financiers admis à la négociation sur un marché réglementé en France obéit à un nombre important de dispositions législatives¹⁰²⁵ et réglementaires¹⁰²⁶. Outre les conditions d'éligibilité de la société à l'émission de titres, et l'habilitation des organes sociaux à décider d'une telle émission de valeurs mobilières¹⁰²⁷, l'émetteur doit établir et publier un prospectus dès que les titres sont offerts à la souscription du public. De plus, le caractère public d'une émission lui impose de se soumettre aux réglementations financières en vigueur notamment celles du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Cette dernière surveille et contrôle les opérations d'émission de titres sur le marché réglementé afin d'exécuter sa mission de protection de l'épargne. L'émetteur est également tenu d'accepter le règlement propre à l'entreprise qui régit le marché réglementé ciblé. En France, Euronext régit les marchés financiers de la place de Paris.

Règles de l'entreprise de marché. Les dispositions du Règlement de l'Entreprise de Marché font partie de ce dispositif qui conditionne l'accès de certains titres financiers aux marchés qu'elle régit et qui sont codifiés dans le Livre I des Règles de Marché d'Euronext. Les conditions générales d'accès à la négociation ont été établies dans le Livre I, et concernent tous les marchés qu'elle gère, alors que le Livre II

¹⁰²⁴ Th. Granier, *Titres de créances, titres composés, et contrats financiers*, Lexis 360, m.à.j. le 31 mai 2018.

¹⁰²⁵ C. monét. fin., art. L. 421-14 et s.

¹⁰²⁶ Dont le principal est codifié au Règlement général de l'AMF.

¹⁰²⁷ C. com., art L. 228-38 et s. ; C. monét. fin., art. L. 213-5 et s. pour les obligations ; C. com., art. L. 228-7 et C. monét. fin., art. L. 212-1-A pour les actions ; C. com., art. L. 228-1 pour les dispositions communes.

précise les conditions propres à chacun¹⁰²⁸. Euronext impose à l'émetteur demandant l'admission de ces titres à la négociation sur les marchés qu'elle gère, de se plier aux exigences des autorités financières, suivre la procédure adéquate pour la compensation ou règlement-livraison, pour des titres qui, issus d'une même catégorie, soient translatifs de droits identiques (fongibilité) et cessibles librement (négociabilité). L'émetteur doit communiquer à Euronext toute information pertinente relative à une éventuelle modification des caractéristiques des titres ainsi que sa situation financière, et toute « information privilégiée » qui pourrait affecter l'opération et éventuellement le cours de ses titres.

Règles de cotation et diminution du synallagmatisme contractuel.

Les règles d'Euronext encadrent aussi les conditions relatives à la fixation du prix¹⁰²⁹. Il existe quatre modes de fixation du prix des titres financiers à mettre à disposition du marché en vue d'une première cotation : l'offre à prix ferme, à prix minimal, à prix ouvert, et la cotation directe.

L'offre à prix ferme consiste en une offre de titre dont le prix est fixé par le vendeur préalablement à l'ouverture de l'offre. Ainsi la valeur de l'offre est celle du titre, elle n'est pas modulée à l'issue d'une négociation avec un acquéreur.

L'offre à prix minimal prévoit que le vendeur ait fixé un seuil minimal avant l'offre, permettant ainsi à l'entreprise de marché d'établir une fourchette de prix avant qu'un accord sur le prix définitif n'ait eu lieu ultérieurement.

Inversement, l'offre à prix ouvert positionne l'entreprise de marché en amont pour élaborer une fourchette de prix. Les offres d'achat qui tombent dans la fourchette seront retenues et permettront de dégager un prix fixé en aval.

Seule la cotation directe permet d'établir une réelle confrontation des offres de vente et d'achat pour en dégager le cours du titre sur ce marché réglementé.

¹⁰²⁸ Règles de Marché d'Euronext, Livre I, art. 1202. Version en vigueur à partir du 1^{er} août 2018 : Les Règles communes aux marchés sont compilées dans le Livre I, alors et celles qui sont spécifiques à chaque marché ont été codifiées au Livre II.

¹⁰²⁹ Euronext, Règles de Marché, Livre I, Chapitre 4.

L'élaboration de la valeur nominale du titre financier ne tient pas compte des caractéristiques propres au contrat de vente dans un contrat synallagmatique de droit commun.

La valeur nominale de l'obligation peut être modifiée du fait des facteurs qui peuvent affecter le cours de l'action d'une société donnée, dont les risques de crédit auxquels la créance sous-jacente est exposée¹⁰³⁰. La valeur nominale dépend également du taux de rendement proposé par l'émetteur (taux d'intérêt fixe et/ou variable), et les attentes et spéculations relatives à l'essor de l'opération (si le coupon comporte une partie variable).

Les opérations sur les titres émis et négociés sur les marchés financiers sont issues de pratiques de marché qui ont été réglementées par la suite¹⁰³¹. La nécessaire contractualisation des rapports juridiques entre les acteurs a entraîné l'incorporation des règles du droit des contrats dans la réglementation financière¹⁰³². Pour le Professeur A.-C. Müller, le droit des marchés financiers ne « s'occupe » de l'égalité entre les parties à la transaction que dans le but d'assurer le bon fonctionnement du marché. Il y emploie des moyens dirigistes qui éloignent sa réglementation de la conception civiliste des échanges économiques que reflète la notion de contrat synallagmatique¹⁰³³.

De surcroît, le législateur a établi une *summa divisio* des instruments financiers émis en France afin de distinguer les titres des contrats financiers¹⁰³⁴. L'ensemble des dispositions des articles L. 211-3, L. 211-14, L. 211-15 et L. 211-16 du Code monétaire et financier consacrent les caractéristiques des titres financiers. Susceptibles d'émission, les titres financiers sont inscrits en compte, négociables et dotés d'un régime unitaire¹⁰³⁵. Au contraire, les contrats financiers ne sont ni

¹⁰³⁰ Le taux élevé de risques auxquels un titre financier est exposé, dicte un comportement approprié de la part de l'émetteur à l'égard du souscripteur, auquel il doit une information claire, et parfois limite la société émettrice dans le choix de la catégorie d'investisseurs, jugés suffisamment qualifiés pour appréhender et cerner les différents risques pouvant influencer la valeur de leur fonds investis.

¹⁰³¹ A.-C. Müller, *op. cit.*, p. 24.

¹⁰³² A. Rabut, *Le droit de la bourse des valeurs et agents de change*, Litec, 1983, n° 18.

¹⁰³³ Y. Guyon, « Rapport de synthèse du colloque droit du marché et droit des obligations », *RTD Com.*, 1998, p. 119 ; A.-C. Müller, *op. cit.*, n° 23, pp. 24 et 25.

¹⁰³⁴ H. Synvet et A. Tenenbaum, « Les instruments financiers », *Rép. Dr. internat. Dalloz*, janv. 2009, n° 6.

¹⁰³⁵ M. Dubertet et D. Manganet, « Réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 », *D.* 2009, Chron. 448, n° 12 et n° 13.

susceptibles d'émission, ni dématérialisés et encore moins négociables. Au-delà des critères dégagés par la doctrine pour pallier le manque de définition légale des titres et contrats financiers, ces deux types d'instruments financiers n'ont pas la même vocation. En effet, l'emprunteur en recherche de fonds pour financer son activité s'oriente vers les titres financiers alors que le recours aux contrats financiers est motivé par la couverture des risques liés à ses instruments financiers.

Le prix selon la cotation latine résulte de la confrontation des ordres d'offre et de demande sur le marché centralisé¹⁰³⁶. Ainsi, nous pouvons avancer que la cotation d'un titre financier s'inscrit dans le même esprit de droit dérogatoire aux règles de droit commun des contrats.

Dans la plupart des structures, la cotation des *sukuk* obéit au principe selon lequel le prix de l'actif correspond à la somme des fonds collectés à titre de souscription. Les structures rigides de *sukuk*, ne permettent pas en principe une cotation libre, du fait du risque d'être qualifiée en prêt *ribawi* ou de *bay' al 'ayyina* prohibée, comme c'est le cas pour les *sukuk al ijâra*, *sukuk al salam* et *sukuk al murâbaha*. Les comités de surveillance *chari'atique* exigent, en principe, une symétrie de prix entre la valeur de l'actif sous-jacent et le montant de l'emprunt *sukukaire*, qui sera réparti sur le nombre de titres émis. Cette exigence est écartée pour les *sukuk* participatifs¹⁰³⁷.

Section III. Le sort du contrat entaché de riba et de gharar

Absence de réponse unanime. Il n'existe pas de sanction jurisprudentielle unifiée du *riba* et du *gharar*. Les auteurs, Linant de Bellefond et Noël Coulson¹⁰³⁸ ont estimé qu'aucune des écoles n'était capable d'apporter une réponse claire et tranchée à la question de la sanction des clauses ou des contrats *ribawi*. Nous ne le pensons pas moins, compte tenu des nombreux tempéraments au principe d'invalidité (*fâsid*) du contrat de vente entaché de *riba*¹⁰³⁹.

¹⁰³⁶ J.-P. Bornet et H. de Vauplane, *Droit des marchés financiers*, éd. Litec, 2001, n° 510.

¹⁰³⁷ Dubai International Financial Centre et Clifford Chance, *Sukuk guide book*, ét. précit., p. 20 à 27.

¹⁰³⁸ Y. Linant de Bellefonds, *Traité de droit musulman comparé*, Ed. Paris La Haye Mouton, 1965, vol. I, p. 224 et s. ; N. Coulson, *Commercial law in Gulf states*, éd. Graham et Trotman, 1984, pp. 50 à 55.

¹⁰³⁹ Al Jaziri, *op. cit.*, vol. II, p. 152.

Divergence de la valeur des éléments constitutifs, divergence des sanctions.

Nonobstant quelques zones d'ombre persistantes, le droit musulman (*fiqh*) hanafite¹⁰⁴⁰ sanctionne la vente viciée dans ses éléments constitutifs variablement selon l'élément concerné¹⁰⁴¹. L'inexistence d'un des éléments considérés comme nécessaires à la formation (*in 'iqâd*) du contrat (notamment la capacité, le consentement, etc.) le frappe de nullité absolue (*bâtel*). Par ailleurs, l'absence de titre de propriété sur la chose vendue suspend la formation du contrat en attendant l'approbation du propriétaire, selon l'école hanafite.

Le droit du vendeur de disposer de son bien ne saurait être exercé en cas de dépossession, lorsque le bien est hypothéqué ou loué par exemple, et par conséquent le contrat se trouve inopposable (*ghayr nâfezh*) ce qui aboutit à une sanction d'invalidité partielle (*fâsid*) qui entraîne la nullité relative du contrat¹⁰⁴². Ce nuancement est propre à l'école hanafite.

Il existe également des défauts de conditions générales ou spéciales (pour certains types de contrats en particulier) classées dans la catégorie de vices de validité du contrat (*'aqd ghayr sahih*), tels que l'insuffisance de détermination du prix ou de l'objet de la vente qui sont des vices dont la sanction n'est pas la même selon le cas. Les sanctions *chari'atiques* s'étendent de la nullité absolue (*butlân*) à l'invalidité (*fasâd*) en passant par la suspension du contrat. Des clauses contractuelles peuvent toutefois prévoir le remède au vice ayant frappé un élément nommément désigné du contrat (*khiyâr al 'ayb*).

La dernière catégorie des conditions est celle qui confère le caractère exécutoire ou la force obligatoire au contrat (*lâzim*) qui lie les parties dès lors qu'il n'existe aucune condition suspensive ou résolutoire du fait d'une clause autorisant l'une des parties à révoquer ses engagements (*khiyâr al chart*).

¹⁰⁴⁰ Majalla, art. 107 à 113 et 205 à 215.

¹⁰⁴¹ Al Ghazâli, *op. cit.*, p. 318, sur la distinction entre *bâtil* et *fâsid* chez les hanafites.

¹⁰⁴² Comparaison de *bâtel* et de *fâsid* ont été traduits en français par nullité absolue et nullité partielle, V. M. Az Zarka, *Al fiqh al islâmi fil thawbihil jadid, Madkhal al fiqh al 'âm*, *op. cit.*, t. II, p. 771.

Les autres écoles jurisprudentielles considèrent globalement que les sanctions « *bâtil* » et « *fâsid* » ne diffèrent pas puisqu'un contrat qui ne réunit pas les conditions de formation (*ghayr mun'aqid*), est nul et non existant¹⁰⁴³. La question de validité (*sohha*) ne se pose pas puisqu'un contrat qui remplit les conditions de constitution est formé (*mun'aquid*) et valide (*sahih*)¹⁰⁴⁴.

Le *hâram* relatif au *riba* et *gharar* : obligation de ne pas faire. Les écrits du *fiqh*, portant sur le *riba*, concernaient initialement les contrats de vente *ribawi*, mais leurs règles ont été étendues aux prêts à intérêt par mécanisme de *Qiyâs*¹⁰⁴⁵. Malgré le caractère *harâm*¹⁰⁴⁶ unanimement approuvé, un prêt *ribawi* peut être considéré valable si l'octroi du prêt n'est pas conditionné par le versement d'intérêts, l'accord de l'emprunteur étant sans incidence sur cette règle¹⁰⁴⁷. Il peut être *fâsid* (invalide/annulable), *bâtil* (absolument nul) ou même *ghayr lâzim* (révocable, n'ayant pas la force obligatoire) en fonction des stipulations contractuelles. Si ces dernières prévoient un remède aux vices contractuels (*khiyâr al 'ayb*), les stipulations contractuelles prévaudront. Sinon, le contrat devient en principe résiliable par décision de justice¹⁰⁴⁸. De surcroît, il est permis (*jâ-iz*) de conclure un contrat ou un prêt à intérêt (*riba al nassi-a*) en cas de nécessité pressante (*daroura mulihha*) alors que le *riba al fadl* est toléré en cas de besoin (*hâja*).

Par conséquent, faire du commerce et gagner de l'argent est *chari'atiquement* considéré comme un besoin conforme à la loi et justifie le recours à l'usure islamique (*riba*) et à l'aléa prohibé (*gharar*). Ainsi, il suffit de transformer un prêt en une vente pour que le gain perçu ressemble au *riba al fadl* et les contractants puissent se prévaloir d'un simple besoin de faire de l'argent. L'on dénote ainsi que le regard *chari'atique* sur le permis et l'interdit est hautement influencé par l'intérêt économique et financier des populations musulmanes que les Comités de surveillance *chari'atique* prennent en

¹⁰⁴³ Idée curieusement partagée par l'école hanafite : Majalla, art. 107 : « la vente imparfaite est la vente radicalement nulle ».

¹⁰⁴⁴ Al Siouti (châfé'ite), *Al Achbâh wal nazhâ-ir*, *op. cit.*, p. 286, où l'auteur établit une analogie entre *fâsid* et *bâtel*; Al Ghazâli, *Al Mustaspha min 'ilm al ossoul*, *op. cit.*, vol. II, p. 318; M. Az Zarqa, *Al fiqh al islâmi fil thawbaul jadid*, *op. cit.*, t. II, p. 776.

¹⁰⁴⁵ A.-R. Al Sanhourî, *Massâder al haqq*, *op. cit.*, vol. III, p. 166.

¹⁰⁴⁶ Al Ghazâli (châfé'ite), *op. cit.*, vol II p. 177, où l'auteur définit le *harâm* par « ce qu'il ne faut pas faire, ce qu'il faut laisser tomber ».

¹⁰⁴⁷ AAOIFI, standard 19, art 5/1 : « *An excess over qard is permitted in terms of quantity or quality, or the offering of tangible property or extending of a benefit, at the time of satisfaction when it is not stipulated or is part of custom, irrespective of the subject-matter of qard being cash or kind* ».

¹⁰⁴⁸ M. Az Zarqa, *op. cit.*, t. I, pp. 534 et 535.

considération lors de l'évaluation de l'économie générale d'un contrat au regard des règles prohibitives du *riba* et du *gharar*.

L'absence de référence aux *riba* et *gharar* dans le corpus législatif des pays arabo-musulmans. Les dispositifs juridiques relatifs aux contrats commerciaux dans la majorité des pays musulmans notamment les pays du Conseil de coopération du golfe et du nord de l'Afrique et du Moyen-Orient, ne comportent aucune obligation expresse de conformité aux prescriptions de la *Chari'a*, et plus précisément celles relatives au bannissement du *riba* et du *gharar*. Au contraire, le *riba* est parfaitement pratiqué non sous l'appellation d'intérêt, mais de pénalités de retard¹⁰⁴⁹.

La condamnation du *riba* et du *gharar* et le principe d'équivalence des prestations. Le *gharar* ou de *riba* sont prohibés puisqu'ils permettent la perception de gains sans contre-prestation et le contrat entaché de *riba* et de *gharar* est jugé déséquilibré pour inéquivalence des prestations¹⁰⁵⁰.

L'arsenal juridique français comporte un nombre imposant de textes garantissant l'équilibre contractuel lors de la formation comme l'exécution du contrat, et l'ordonnance de 2016 a incorporé cette règle au *corpus* législatif. Toutefois, le contrat cesse d'être l'instrument réalisant l'intérêt général dans les rapports civils et commerciaux¹⁰⁵¹ lorsque les rapports se tiennent sur le marché (réglementé). Les règles propres issues du droit financier régissent les liens qui y ont lieu¹⁰⁵². C'est en assurant l'efficience des marchés financiers¹⁰⁵³ que les règles de droit financier sont réputées protéger l'intérêt général des parties à une opération de marché, mais également celles à un titre obligataire.

Les opérations financières islamiques dont les *sukuk* font partie sont présentées comme des opérations à caractère éthique puisqu'elles préservent l'équilibre des prestations entre les parties. Si les *sukuk* sont émis avec un contrat de société en sous-jacent, l'emprunteur percevra un revenu équivalent ou presque à celui des souscripteurs. Dans le cas contraire,

¹⁰⁴⁹ M. A-B. M. Al Amine, *op. cit.*, spéc. pp. 279 et 287.

¹⁰⁵⁰ Ch. Chéhata, *Droit musulman*, Dalloz, 1970, n° 188, p. 138 ; N. Saleh, *Unlawful gain and legitimate profit in islamic law*, Graham and Trotman, 2^{ème} éd., 1992, p. 16.

¹⁰⁵¹ A.-C. Müller, *op. cit.*, n° 23, p. 24 et n° 29, p. 30

¹⁰⁵² A.-C. Müller, *op. cit.*, n° 29, p. 30, citant Y. Guyon « sur la notion de l'intérêt général », in *Rapport de synthèse du colloque droit du marché et droit des obligations*, RTD Com., 1998, p. 119.

¹⁰⁵³ J.-J. Daigre, « Commentaire du projet de loi NRE », *RD bancaire et fin.*, 2000, p. 67, cité par A.-C. Müller, *op. cit.*, p. 23.

l'émetteur, qui est souvent une filiale de l'emprunteur, ne sera payé qu'une marge (*sukuk al murâbaha*) ou une somme forfaitaire (*sukuk al salam*). Les frais occasionnés par le lancement de l'opération, la sollicitation des épargnants, des prestataires de services d'investissement, de paiement, de l'Autorité des marchés financiers ainsi que du marché financier ciblé (d'Euronext) en vue de l'admission des *sukuk* à la négociation semble inverser les rapports de pouvoir habituellement présents dans les titres financiers obligataires. Bien que son caractère équitable soit discutable, la rémunération de l'émetteur de ce type de *sukuk* est moins compétitive que celle perçue dans une émission obligataire de droit commun.

Conclusion du Chapitre II

Les sommes collectées dans une opération d'émission de titres obligataires servent à acquérir la créance sous-jacente par l'organisme de titrisation émetteur, ou à constituer la dette contractée par l'émetteur qui aura emprunté ces fonds directement auprès des investisseurs. La valeur nominale du titre peut toutefois est supérieure ou inférieure au prix d'émission, selon la stratégie de l'émetteur. Le mécanisme des *sukuk* est identique à celui des émissions obligataires en France sur ces points.

En droit musulman classique, le prix de l'actif sous-jacent est un outil de mesure de la licéité d'un contrat par rapport aux dispositions relatives au *riba* et du *gharar* dans un contrat de vente et dans un prêt. Les dispositions du standard 17 AAOIFI en font une application nette quant aux *sukuk*. Les Comités de surveillance *chari'atique* ne vérifient pas seulement le prix de l'actif, mais également l'économie générale de l'opération pour voir si elle ne couve pas un prêt usuraire (*qard ribawi*).

N'étant pas considéré par le droit musulman comme un des éléments constitutifs (*arkân*) du contrat, le prix non déterminé n'invalide pas le contrat pour aléa prohibé (*gharar*). Il peut être déterminable par rapport à une référence légale, telle que le prix du marché, ou une référence pratiquée par les coutumes dans le domaine concerné. Les stipulations relatives au prix sont légales dès lors qu'elles ne permettent à aucune des parties de percevoir un gain sans qu'elle n'effectue une contre-prestation (*fadl bil 'iwad*) à l'égard de son cocontractant. À défaut de quoi, l'usure islamique (*riba*) ou l'aléa prohibé (*gharar*) prohibés seront caractérisés et le gain perçu est illégitime.

Or, les actifs sous-jacents des *sukuk* énumérés au standard 17 AAOIFI ont tous un prix déterminé dès le début de l'opération, qu'ils aient cédés dans le cadre d'une vente à exécution immédiate ou d'une vente à terme. Dans le cas des *sukuk al murâbaha* lesquels comportent deux ventes successives du même actif, l'émetteur agit comme intermédiaire pour l'acquisition par l'emprunteur de la possession de l'actif. Il achète lui-même (au nom et pour le compte des titulaires) l'actif auprès d'un tiers avant de le transmettre à l'emprunteur. Pour préserver la licéité de cette double vente contre l'usure et le risque prohibés, il doit faire preuve d'une transparence totale sur le prix d'acquisition de l'actif auprès du tiers et celui de sa revente à l'emprunteur¹⁰⁵⁴.

La vérification du prix licite de l'actif sous-jacent est assortie de l'examen de la légalité du prix du prêt *sukukaire* lequel ne doit pas être usuraire (*ribawi*), surtout que l'opération d'émission de *sukuk* est un prêt à part entière.

Toutefois, le montage des *sukuk* à l'aide d'une juxtaposition du contrat de vente d'actif accolé et entièrement rattaché au contrat d'émission entraîne à la fois le transfert de la propriété de l'actif au profit des souscripteurs et la substitution du prix du prêt par celui des sommes issues de l'actif acquis en propriété islamique. Ainsi les titulaires sont rémunérés soit par les revenus de son exploitation ou par le versement différé de son prix lorsqu'il est vendu à terme.

Afin de chasser toute usure, le prix du prêt, c'est-à-dire la rémunération des titulaires de *sukuk* doit nécessairement être déterminable. En effet, il y a *riba* dès lors que le prix d'un prêt est déterminé *ab initio* alors qu'il est sensé dépendre des aléas de la performance de l'actif ou du prix réellement pratiqué sur le marché au moment de l'exécution de l'obligation de payer son prix¹⁰⁵⁵.

Dans une opération d'émission *sukukaire*, l'équilibre des prestations contractuelles sensé être sauvegardé par la mise en place des règles prohibitives de *riba*

¹⁰⁵⁴ La vente est dite *bay' bil wafa*. En Malaisie cette transparence sur le prix initial n'est pas exigée et la vente est dite *bay' bi thaman âjil* (simplement vente avec paiement à terme).

¹⁰⁵⁵ En effet, il s'agit du paiement du prix par suite de vente de l'actif à un tiers (*sukuk* avec contrat sous-jacent vendu à terme suivi d'une vente parallèle, tels que le contrat *salam* et *istisnâ'*).

et de *gharar* n'est pas assez caractérisé. Alors que dans une émission obligataire, les obligataires prêteurs ne perçoivent qu'un intérêt de 2 % ou 3 % de la valeur nominale de leur titre en contre-partie du financement intégral du prêt pour le compte de l'emprunteur, ce dernier profite de la propriété de l'actif et des revenus de son exploitation. Le schéma est inversé dans les *sukuk*. C'est l'émetteur qui perçoit une rémunération fixe ou variable en fonction des résultats de l'opération et ne peut prétendre à partager les fruits de l'exploitation de l'actif que lorsqu'il a conclu un contrat de société avec le collectif des souscripteurs et donc souscrit également aux titres.

De plus, l'émetteur effectue toutes les tâches relatives à l'opération dans l'intérêt des souscripteurs comme si c'était un mandataire à part entière. Pourtant il s'agit d'une filiale ou d'un véhicule *ad hoc* (*SPV*) constitué par l'emprunteur notamment afin de mettre l'actif dans un patrimoine d'affection à l'abri des créanciers. À notre sens, il est difficile de concevoir que l'émetteur remplisse des fonctions de mandataire et de représentant des souscripteurs. La masse d'obligataire consacrée aux articles L. 228-46 et suivants du Code de commerce, assure la défense des intérêts des souscripteurs pourra profiter également aux titulaires de *sukuk*. Une garantie ou une sûreté pourra également être constituer pour appuyer le droit de propriété des souscripteurs éventuellement accordé dans le cadre de *sukuk al ijâra* ou *sukuk participatifs*.

Conclusion du Titre II

Le *sakk* n'est pas adossé au contrat de cession de l'actif uniquement pour des considérations d'ordre comptable. Socle des échanges civils et commerciaux en Islam, le contrat de vente légitime le contrat d'émission de *sukuk* aux yeux de la *Chari'a*. Par leur juxtaposition et la suppression de leur frontière contractuelle commune, le contrat d'émission intègre tous les effets juridiques du contrat sous-jacent, comme dans un contrat global multilatéral. L'objet du sous-jacent devient celui du *sakk* et le prix du premier devient celui de l'autre, une marge pouvant toutefois être tolérée.

Alors que les normes AAOIFI portant sur l'objet qui sous-tend les *sukuk* font application des règles du droit musulman classique de la vente, elles traitent le prix d'une manière différente. Les conditions de patrimonialité de la chose étant rigoureusement appliquées au sous-jacent d'un *sakk*, leur méconnaissance frappe le contrat de nullité absolue. L'actif pur (*halâl*), rentable et donc exploitable (chose, droit, et prestation de services) est le seul à rendre licite la perception de ses fruits, laquelle doit nécessairement être faite en vertu d'un titre de propriété. Le contrat de vente est un des vecteurs de la propriété sur des biens licites, sa juxtaposition avec le contrat d'émission d'un titre *sukukaire* rend ce dernier représentatif de ce droit.

Cet accolage contractuel entraîne l'application au contrat sous-jacent des règles de droit musulman de la vente relatives prix. La rémunération des souscripteurs n'obéit pas aux mêmes règles, puisqu'elle constitue le prix du prêt. Les Comités de surveillance *chari'atique* vérifient à la fois si aussi bien les outils juridiques qui structurent le titre que l'économie globale de l'opération respectent le droit musulman notamment ses règles prohibitives de l'usure (*riba*) et de l'aléa prohibé (*gharar*) islamiques. A cette fin, le standard 17 AAOIFI avait établi des règles propres applicables au contrat d'émission. Ces dernières sont composées des principes et d'exceptions aux règles du droit des contrats de vente ainsi que de règles spécialement conçues pour être adaptées aux spécificités des titres *sukukaires*. Les règles relatives à l'actif du titre appliquent les principes du droit musulman relatifs à la chose vendue. Celles qui en font exception sont celles qui portent sur le prix, telle que l'interdiction de déterminer *ab initio* le prix du prêt c'est-à-dire la rémunération des souscripteurs. Le partage des pertes et des profits, l'interdiction de garantir le capital ou d'indexer la rémunération des

souscripteurs sur le capital ou la valeur nominale du titre font parties des règles spécialement conçues pour les *sukuk*.

Malgré la mention des caractéristiques du *sakk* par le standard 17 AAOIFI, qui sont identiques à celles des titres financiers obligataires de droit commun, le régime des *sukuk* se trouve composé essentiellement de règles civilistes. Il est la conséquence de sa structuration par juxtaposition de contrats essentiellement basés sur la vente de biens non constitutifs de créance, ce qui plaide la nature civiliste du *sakk*.

L'absence de disposition claire du standard 17 AAOIFI sur la valeur des caractéristiques des titres *sukukaires* laisse supposer que le souci premier des juristes de l'AAOIFI était d'articuler la structuration des *sukuk* avec des outils de droit musulman afin d'en garantir la licéité. Le montage contractuel par un accolage sans frontières entre le contrat de vente et le contrat d'émission ayant les caractéristiques d'un prêt et d'un mandat a permis de « confectionner » un titre financier identique aux obligations, mais qui ne comporte ni usure (*riba*), ni aléa prohibé (*gharar*) ni vente de la dette par la dette (*bay' al dayn bil dayn*). Dès lors qu'un outil juridique complexe est structuré avec des contrats musulmans et respecte dans son économie globale les interdictions précitées, il pourra être émis, inscrits en compte, négociables, etc.

Par conséquent, les *sukuk* peuvent entièrement être soumis au régime des titres obligataires de droit commun, moyennant constitution de garanties ou de sûretés sur l'actif tangible pour les seuls *asset-backed sukuk*. Rien n'empêche de le faire également pour les *asset-backed sukuk*, et d'assortir toute opération d'émission de *sukuk* quels qu'ils soient, d'une garantie personnelle prise pour garantir la bonne fin de l'opération.

Par ailleurs, la variabilité de la sanction des contrats ou des clauses contractuelles illicites remet en cause la clarté du régime du titre *sukukaire* et laisse quelque peu circonspect quant à la signification première des termes prohibitifs. L'acceptation du terme *harâm* semble dichotome puisqu'il n'entraîne la nullité du contrat que lorsque les règles relatives à la nature de l'actif sont bafouées, alors qu'un contrat entaché de *riba* ou de *gharar* pourrait survivre pourtant frappé de *harâm*.

Soulignons que la méconnaissance des règles du droit musulman des contrats et des règles AAOIFI n'entraîne en théorie que la non-délivrance du visa de conformité à la *Chari'a* par le Comité de surveillance *chari'atique* saisi pour statuer sur la conformité de l'opération de financement par émission de *sukuk*. Les *sukuk* jugés non compatibles avec le droit musulman survivent aux yeux de la loi séculière du pays sur lequel les titres *sukukaires* sont émis dans la majorité des pays musulmans¹⁰⁵⁶. Toutefois, l'opération d'émission des *sukuk* est préparée par un ensemble de professionnels qui apportent leurs expertises respectives dans le domaine financier, juridique, fiscal et religieux afin que l'opération d'émission et les titres soient émis conformément à cet ensemble de règles applicables. La seule offre au public de *sukuk* atteste de leur conformité à la *Chari'a* certifiée par le Comité de surveillance désigné par les acteurs de l'opération.

¹⁰⁵⁶ A l'exception de l'Iran, le Pakistan et le Soudan qui consacrent la *Chari'a* comme sources des règles régissant leur système bancaire et financier.

Conclusion de la Partie I

Les dispositions du standard 17 AAOIFI soutiennent que le particularisme des *sukuk* repose sur le droit de propriété (*milkiyya*) qu'ils procurent à leurs titulaires sur l'actif sous-jacent conformément au droit musulman (*Chari'a*). La notion de propriété a été substantiellement modifiée au cours de l'histoire des pays arabo-musulmans. Inspirés par la première codification du droit civil égyptien intervenue en 1948, les pays musulmans des temps modernes ont opéré une rupture volontaire avec les notions du droit musulman classique relatif aux échanges (*mu'âmalâte*). Menés par le Professeur Al Sanhourî, docteur en droit de l'Université de Lyon¹⁰⁵⁷, les travaux de codification ont permis au Code Napoléon d'influencer le droit civil égyptien puis celui de nombreux pays arabes¹⁰⁵⁸. Ces bouleversements expliquent la raison pour laquelle la notion de *milkiyya* telle qu'elle est appliquée aujourd'hui dans les droits des pays musulmans est parfaitement identique à celle de l'article 544 de notre Code civil français. Elle dispose qu'il n'existe qu'un seul propriétaire d'un bien donné à un moment donné. Son droit est absolu, exclusif et perpétuel, qu'il détienne son bien en pleine propriété ou qu'il soit titulaire de l'*abusus* en cas de démembrement.

Or, le terme *milkiyya* tel qu'il est entendu en droit musulman classique est distinct du droit de disposer de la chose (*haqq al tasarraf bil raqaba*). N'étant que le droit aux avantages économiques de la chose, le droit de propriété islamique peut par aussi bien être exercé par le titulaire de l'*abusus* que par celui qui détient le *fructus* (*manfé'a*).

De plus, le droit de propriété islamique est entendu *lato sensu* par le standard 17 AAOIFI. Les quatorze structurations qui y sont énumérées proposent des titres représentatifs d'un droit dit de propriété sur l'actif tangible au profit du titulaire. Il est acquis à titre de pleine propriété, très rarement appliquée en pratique¹⁰⁵⁹, ou à titre de droits aux utilités de l'actif. Ayant doublement muté, une fois lors de la codification du

¹⁰⁵⁷ Docteur en droit de l'Université de Lyon en 1925, il fut le juriste en chef qui a mis en place en 1948 le Code civil de l'Égypte, puis ceux de nombreux pays arabes (irakien, koweïtien, jordanien et émirati) qui s'en sont inspirés. Le Code civil de l'Égypte a opéré une rupture avec le Code civil ottoman (Majalla).

¹⁰⁵⁸ Ce fut le cas du droit civil irakien, syrien, koweïtien, lybien, soudanais, et émirati dont la codification a également été confiée à Al Sanhourî.

¹⁰⁵⁹ A.W. Dusuki et S. Mokhtar, "Critical appraisal of Shari'a issues on ownership in asset based sukuk as implemented in the Islamic debt market", ed. *International Sharia Research Academy for Islamic Finance*, Malaisie, n° 8/2010, p. 11; M. Taqi Usmani, *Sukuk and their contemporary application*, 2008, p. 4.

droit civil contemporain des pays musulmans, et une autrefois en droit des *sukuk* élaboré par l'AAOIFI, la propriété islamique (*milkiyya*) n'est aujourd'hui qu'un droit aux sommes issues de l'actif sous-jacent. Il peut s'agir du droit au remboursement du prix de l'actif préalablement acheté et livré à l'emprunteur ou du droit aux revenus de l'actif qui est soit une chose acquise en pleine propriété soit un droit d'exploitation sur celle-ci. Ces deux derniers cas supposent que le transfert de propriété soit assorti de la possession de l'actif entre les mains de l'émetteur. Ces droits sont subséquents à la structuration des *sukuk* sur la base d'un contrat de vente d'habillage islamique d'une opération d'emprunt obligataire.

Bien que la propriété soit avancée comme la caractéristique qui les distingue des valeurs mobilières obligataires, la particularité des *sukuk* réside plutôt dans leur structuration contractuelle, dont le transfert de propriété n'est que le résultat. Le principe de financement par contrat de vente est prépondérant dans l'industrie de la finance islamique¹⁰⁶⁰ et le droit des *sukuk* n'y déroge pas. La cession de l'objet d'un contrat entraîne en droit musulman un transfert de sa propriété, qui est valable dès lors que le bien est pur et rentable.

Ce transfert ne peut être assuré qu'au moyen d'une passerelle entre les deux contrats qui constituent le fondement de tous les types de *sukuk*. Ce sont les caractéristiques du mandat insérées dans le contrat d'émission qui ont réalisé cette passerelle. Ils ont permis au transfert de l'actif d'avoir lieu entre l'emprunteur et les souscripteurs, de conserver l'actif attaché aux *sukuk* pendant la durée de l'opération et de garantir ainsi la symétrie entre le flux de l'actif sous-jacent et la rémunération des titulaires.

La frontière commune entre les contrats qui constituent la valeur mobilière obligataire est consacrée par la loi et elle garantit la nature obligataire du titre. Le lien simplement causal¹⁰⁶¹ assure l'existence du flux financier¹⁰⁶² et maintient l'émetteur obligataire dans une position de pouvoir quant à la fixation de la rémunération des

¹⁰⁶⁰ M. Kahf et T. Khan, "Principles of Islamic finance", éd. Islamic Development Bank and Islamic Research and Training Institute, research paper, 1992, p. 17.

¹⁰⁶¹ Th. Bonneau et alii, *op. cit.*, p. 438 ; H. Le Nabasque et A. Reygrobellet, « L'inscription en compte des valeurs mobilières », *RD bancaire et fin.*, 2000, p. 261 ; A.-C. Müller, *op. cit.*, n° 239, pp. 195 et 196.

¹⁰⁶² Th. Bonneau et alii, *ibid.*

prêteurs obligataires. Le flux généré par le contrat collatéral est majoritairement conservé par l'émetteur qui n'en verse qu'une somme qui correspond à un intérêt ou une librement fixé. Les deux flux sont connectés dans la personne de l'émetteur.

Le dispositif AAOIFI relatif aux *sukuk* se compose d'abord des règles du droit musulman des contrats de vente strictement appliqué au contrat sous-jacent. S'y ajoutent des règles hétérogènes qui s'appliquent au contrat d'émission. Elles sont issues du contrat de prêt islamique (*qard*), du mandat (*wakâla*) et des principes élaborés par le standard 17 pour garantir la légalité des *sukuk*. L'économie globale de la structure est appréciée au regard des principes d'interdiction de l'usure (*riba*) de l'aléa prohibé (*gharar*) par le Comité de surveillance *chari'atique* saisi pour le lancement de l'opération. Son appréciation est souveraine.

Le *sakk* est ainsi représentatif d'un double droit au profit de son titulaire. Un droit personnel contre l'émetteur qui s'est engagé en vertu du contrat d'émission à exécuter ses termes relatifs au contrat sous-jacent (*asset-backed sukuk*). Le droit personnel est éventuellement assorti d'un droit réel sur l'actif exercé par l'intermédiaire de l'émetteur qui l'exploite et le conserve afin qu'il reste affecté aux *sukuk* jusqu'à leur maturité. Un autre droit personnel aux utilités de l'actif (*asset-based sukuk*) remplace ce droit réel lorsque l'émetteur n'a pas la possession de l'actif pendant l'opération.

En effet, le rattachement de l'actif à l'ensemble des titres peut être interprété comme une affectation de celui-ci pour les besoins de l'opération. En réalité, l'exercice par un titulaire de *sukuk* de ses droits dits « de propriété » représentés dans un *sakk* ne peut dépasser celui du droit de céder son titre sur le marché secondaire. L'unité de l'emprunt *sukukaire* est identique à celle de l'emprunt obligataire puisque l'actif sert d'adossment et de garantie au titre (collatéral). Ce principe empêche toute liquidation de l'actif faite à l'initiative d'un titulaire pour se faire « rembourser » sa quote-part dans l'actif. Sans la prérogative de disposer de sa quote part de l'actif avant la fin naturelle ou anticipée de l'opération, le droit de « propriété » revêt plutôt la caractéristique d'un droit réel accessoire. Par conséquent, même le droit des titulaires de *sukuk al ijâra* qui ont servi à acquérir la pleine propriété de l'actif pour le compte des souscripteurs, est limité aux avantages économiques de l'actif. Même s'il est assorti

de la possession de l'actif par l'émetteur, le droit des titulaires est exposé aux risques d'insolvabilité de l'émetteur.

Les caractéristiques des *sukuk*, leur montage contractuel et les droits des titulaires sont similaires à ceux des porteurs d'obligations de droit commun, lesquelles peuvent être assorties de sûretés ou des garanties. Ces dernières peuvent être des promesses unilatérales croisées, contrats parallèles, sûretés personnelles¹⁰⁶³ ou encore des contrats d'assurance islamique (*takâful*). Tous font que les *sukuk* soient traités de la même façon que des obligations de droit conventionnel par les professionnels du domaine y compris les agences de notation¹⁰⁶⁴.

Pourtant, le standard 17 AAOIFI a énuméré très furtivement les caractéristiques du régime des titres-mêmes. Leur création par émission, leur représentation par inscription en compte, et leur transmission par la négociabilité et les règles qui gouvernent les contrats qui les structurent attestent de cette similitude et sans pour autant préoccuper les juristes de l'AAOIFI. Ils semblent faire prévaloir la structuration contractuelle du *sakk*. En effet, la compatibilité avec la *Chari'a* des composantes du *sakk* et leur assemblage est le fruit de l'intervention des comités de surveillance *chari'atique* pendant la phase de sa création du titre. Et ses caractéristiques intrinsèques élaborés par le dispositif anticipent les problématiques *chari'atiques* auxquelles le *sakk* sera confronté pendant les phases de placement, de détention et de circulation. La petite place réservée à l'inscription en compte et la négociabilité se trouve ainsi justifiée du point de vue du droit musulman.

Malgré quelques spécificités, l'ensemble des caractéristiques intrinsèques et globales des *sukuk*, les règles qui s'y appliquent ainsi que les droits de leurs souscripteurs n'en font pas des titres *sui generis*. Le fait est que le droit positif français considère qu'un titre est qualifié d'obligation dès lors qu'il comporte les caractéristiques légales prévues à l'article L. 213-5 du Code monétaire et financier. C'est un titre négociable qui confère « les mêmes droits de créance pour une même

¹⁰⁶³ Financement de la construction de *Safa Tower* par émission de *sukuk* où l'emprunteur a constitué une garantie personnelle sur les engagements pris par sa filiale *mudârib/SPV* et le locataire de la tour *Safa*.

¹⁰⁶⁴ Standard and Poors, rapport sur « *Qatar Global Sukuk trust certificates due 2010* », 10 September 03, p. 1, où l'agence de notation avait octroyé une notation élevée à *Qatar Global Sukuk* en raison des différentes sûretés supplémentaires constituées pour garantir la bonne fin de l'opération.

valeur nominale¹⁰⁶⁵ » à son titulaire. L'attribution de droits ou de caractéristiques supplémentaires au profit des souscripteurs ne lui retire pas sa qualification obligatoire y compris lorsque les titulaires bénéficient d'une garantie de remboursement du nominal prévue au prospectus¹⁰⁶⁶. L'éventuelle existence d'une garantie sur l'actif au profit des souscripteurs de *sukuk* n'a donc aucune incidence sur leurs caractéristiques légales obligatoires.

Il est essentiel de mentionner que les standards AAOIFI n'ont pas la valeur d'une loi séculière dans la plupart des pays arabo-musulmans. Ils s'appliquent aux institutions financières islamiques ou conventionnelles qui souhaitent s'obliger¹⁰⁶⁷, et leur non-respect n'empêche pas la survie des titres en droit séculier. Toujours est-il que les comités de surveillance *chari'atique* participent aux côtés des professionnels de droit financier, fiscal et juridique (séculier) à l'élaboration des titres. Il est donc peu probable que des *sukuk* ne soient pas visés alors qu'ils sont offerts à la souscription des épargnants.

Si les multiples dérogations aux règles du droit musulman des contrats ont fini par le dénaturer¹⁰⁶⁸, les règles des *sukuk* ont parachevé cette mutation notamment par l'extension de la notion de propriété, aux dépens de la qualité de la règle juridique devenue imprécise, voire dichotome. Le terme *harâm* (interdit) qui entraîne la nullité absolue du contrat quand il porte sur la nature islamiquement impure et non rentable de l'actif, n'invalide pas le contrat entaché de *riba* ou de *gharar*, puisque ses clauses incriminées peuvent être rectifiées, si les parties en avaient manifesté l'intention à travers les stipulations contractuelles. Ajouté à cela que même si une opération est « devenue » non conforme à la *Chari'a*, les comités de surveillance *chari'atique* peuvent souverainement faire application des principes exceptionnels de nécessité (*daroura*), de besoin (*hâja*) et d'intérêt (*maslaha*)¹⁰⁶⁹ afin d'assurer la sécurité de

¹⁰⁶⁵ C. monét. et fin., art. L. 213-5 : « Les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale ».

¹⁰⁶⁶ Cass. civ. 2^{ème}, 23 nov. 2017, *Société Generali SA c/ François X.*, n° 16-22.620. La Cour y avait considéré que l'existence d'une garantie de remboursement du nominal prévue au prospectus ne prive pas le titre de sa nature obligatoire

¹⁰⁶⁷ H. Kelsen, *Théorie générale des normes*, PUF, 1996, pp. 2 et 3 ; E. Millard, « Qu'est ce qu'une norme juridique ? », *Cahier du Cons. Const.*, n° 21, janvier 2007, dossier "la normativité". accessible sur le site internet du Conseil constitutionnel.

¹⁰⁶⁸ K. Bälz, "Shariah risk ? how islamic finance has transformed islamic contract law", Harvard Law School ed., *Islamic legal studies program, occasional paper 9*, sept. 2008, pp. 24 et 25.

¹⁰⁶⁹ Al Ghazâli (châfê'ite), *op.cit.*, vol. II, p. 481 et s. Dans son ouvrage, l'auteur explique la signification de ces principes et précise que, de point de vue juridique, l'intérêt (*maslaha*) est le fait d'assurer sauvegarde des objectifs de la loi (*maqâssid al Chari'a*) qui est la protection de la vie des gens, de leur religion, de leur intégrité physique, mentale, de leurs progénitures, ainsi que de leurs biens. Chacun des ces objectifs est qualifiée de source (*asl*, au pluriel *oussoul*). Tout acte qui ne dessert pas

l'opération et des contrats qui y sont attachés. C'est justement cette flexibilité qui a permis au droit musulman de survivre aux différentes évolutions économiques qu'il a traversées aux cours des siècles¹⁰⁷⁰.

L'émission en France de *sukuk* peut être effectuée sous la forme d'obligations de droit commun émises par l'emprunteur qui pourrait attacher la rémunération de l'emprunt aux revenus d'un actif rentable sur lequel il pourra constituer une sûreté ou une garantie au profit des titulaires. La titrisation de cet actif pourrait également être faite par un fonds commun de titrisation permettant aux titulaires d'être copropriétaires de l'actif tangible, sous réserve d'insertion d'un alinéa à l'article R. 214-218, 1^o¹⁰⁷¹ du Code monétaire et financier, qui autoriserait la titrisation d'actifs non constitués de créances. Dans les deux de figure, l'actif doit rester affecté aux besoins de l'opération (formation, déroulement et dénouement). Les caractéristiques légales des fonds communs de titrisation leur permettent d'affecter un actif aux obligations qu'il aura émis¹⁰⁷². Les *sukuk* pourront pleinement être émis sous la forme obligataire, et se verront recevoir le même traitement que ceux-ci, lorsqu'ils comportent un élément d'extranéité lequel leur donne une envergure internationale. Le prospectus publié dans le cadre de l'offre de *sukuk* au public devra clairement mentionner la nature du droit des souscripteurs : un droit aux revenus issu d'un transfert du droit de jouissance entre les mains de l'émetteur pour le compte des souscripteurs, ou simplement, un droit personnel à son encontre.

cet objectif est une vissicitude (*mufside*), et toute mesure qui vise à l'écarter assure un intérêt. Une mesure ou acte d'intérêt peut s'élever au rang de nécessité (*daroura*) comme elle peut être rangée dans la catégorie des besoins (*hâja*) selon le cas, par rattachement à une des sources précitées (*qiyâs*). Les actes qui ne peuvent prétendre à assurer un intérêt, peuvent également être qualifiés de *daroura* ou *hâja* non pas par application du mécanisme du *qiyâs*, mais par mesure de préférence (*istihsân*) attribuée obligatoirement par un juriconsulte (*mujtahid*).

¹⁰⁷⁰ A.-R. Al Sanhoury, *Massâder al haqq*, op. cit., vol III, p. 38.

¹⁰⁷¹ C. monét. et fin., art. R. 214-218, 1^o : « L'actif de l'organisme de financement peut être composé, pour les organismes de titrisation :

- a) De créances, qu'elles soient régies par le droit français ou un droit étranger, dans les conditions définies à l'article D. 214-219, de liquidités, dans les conditions définies à l'article D. 214-232-4 ;
- b) De titres de capital notamment reçus par conversion, échange ou remboursement de titres de créance ou de titres donnant accès au capital, ou par l'exercice des droits attachés à ces titres ;
- c) De droits issus de prêts ;
- d) De contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance ;
- e) De garanties ;
- f) De sûretés ;
- g) Ou de sous-participations en risque ou en trésorerie ».

¹⁰⁷² Th. Bonneau et alii, op. cit., n° 1540, p. 1021 ; Th. Bonneau, « Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil », *RTD Civ.*, janvier-mars 1991, p. 1 et s.

DEUXIÈME PARTIE. L'APPLICATION DU RÉGIME DES EMPRUNTS OBLIGATAIRES INTERNATIONAUX

Les *sukuk* sont créés par voie d'émission, représentés par inscription en compte des titres (ou dans une *blockchain*), et transmis par voie de négociabilité, ils confèrent à leurs titulaires un droit personnel et un éventuel droit réel. Leur droit personnel est détenu à l'encontre de l'émetteur qui s'est engagé en vertu du contrat d'émission à conclure le contrat sous-jacent et leur rétrocéder les flux financiers produits par ce dernier. Le droit réel conféré aux souscripteurs de *sukuk* du type *asset-backed* est le droit aux fruits de l'actif générés pendant l'opération et éventuellement son produit à la fin prévue ou anticipée de l'opération. Les titulaires sont possesseurs par autrui de l'actif qui sous-tend les *asset-backed sukuk*. Dans la sous-catégorie qui leur donne droit à la pleine propriété, l'exercice de leur droit de disposer (collectivement) de l'actif est suspendu jusqu'à la fin de l'opération. On ne saurait ainsi parler que d'un droit un caractère accessoire et non principal au sens de l'article 544 du Code civil français. Cette caractéristique ne fait pas obstacle à la qualification d'un *sakk* de titre obligataire de droit français. En effet, la jurisprudence française a bien précisé qu'un titre financier est une obligation dès lors qu'il est négociable et qu'il confère les mêmes droits de créance pour la même valeur nominale des autres titres émis dans le cadre de la même opération. L'attribution d'autres droits au profit des souscripteurs ne constitue pas une caractéristique du titre, y compris l'existence d'une garantie de remboursement du nominal prévue au prospectus¹⁰⁷³.

Par conséquent, les *sukuk* doivent raisonnablement bénéficier de la souplesse du régime juridique des obligations¹⁰⁷⁴, qui est d'autant plus importante

¹⁰⁷³ Cass. civ. 2^{ème}, 23 nov. 2017, *Société Generali SA c/ François X.*, n° 16-22.620.

¹⁰⁷⁴ M. Germain et M.-A. Frison-Roche, « Droit des opérations sur capital », *Rev. dr. bancaire et de la bourse*, actualité, sept.-oct. 1992, p. 212.

lorsque l'émission est effectuée à l'étranger¹⁰⁷⁵, c'est-à-dire qu'elle comporte un élément d'extranéité.

La plupart des titres obligataires aujourd'hui jouissent d'une envergure internationale¹⁰⁷⁶. L'extranéité peut être caractérisée à l'un ou l'autre des stades de vie d'un titre, à savoir l'émission, la commercialisation, la détention ou la circulation du titre.

Dans le cadre d'un financement par émission *sukukaire* internationale, la sollicitation des fonds à l'étranger est l'un des éléments d'extranéité caractérisé lors du placement des titres auprès des investisseurs. Profitable à l'économie du pays¹⁰⁷⁷ où l'émetteur a son siège social statutaire, et la structure dédiée à l'émission¹⁰⁷⁸ (véhicule *ad hoc/SPV*), la levée de fonds étrangers se fait souvent auprès de pays qui présentent un taux de liquidité élevé. La sollicitation des fonds des pays du Conseil de coopération du Golfe jouit d'un tel atout, et nous pensons que le premier émetteur de *sukuk* en France ne se limitera pas à cibler l'épargne nationale.

Même si l'émission de *sukuk* français représente un intérêt majeur pour l'économie française et requiert, à notre sens, peu de réformes juridiques, les investisseurs en titres obligataires domestiques, s'intéressent de près au traitement que réserve le droit français à leurs produits financiers et aux droits qui en découlent. Leurs attentes quant au régime juridique des titres sont encore plus nombreuses lorsque les titres revêtent un caractère international.

En effet, les titres financiers obligataires impliquent la présence de nombreux acteurs et comportent ainsi une multiplicité de contrats conclus pour structurer l'opération. Les nombreux rapports juridiques sont soumis à la loi

¹⁰⁷⁵ D. Caramalli, « Détermination et portée du droit applicable à une émission d'obligations par une société française à l'étranger », *Banque et Droit*, Juillet-août, n° 84, p. 4.

¹⁰⁷⁶ Banque de France, « Stat. info » sur le premier trimestre, 2018, 13 juillet 2018, p. 1.

¹⁰⁷⁷ S. Ramadier, « La finance islamique se fixe de nouveaux rendez-vous en France », *Les échos*, 3 sept. 2008, https://www.lesechos.fr/03/09/2008/LesEchos/20249-128-ECH_la-finance-islamique-se-fixe-de-nouveaux-rendez-vous-en-france.htm

¹⁰⁷⁸ Cas des véhicules *ad hoc* situés dans le pays où l'émetteur a implanté son siège social statutaire. Le choix du cas contraire est souvent motivé par des objectifs d'optimisation fiscale.

française¹⁰⁷⁹ dès lors que tous les éléments de l'opération se trouvent en France¹⁰⁸⁰. L'existence d'un élément d'extranéité donne à ces titres une amplitude transfrontalière qui entraîne l'application d'une loi distincte selon la nature du lien juridique considéré. Ainsi, le régime des valeurs mobilières obligataires internationales est composite. Il découle d'une juxtaposition de lois applicables par catégorie de rapports juridiques ce qui le rend ambivalent et complexe¹⁰⁸¹. Le régime des *sukuk* émis en France par un émetteur soumis au droit français ne devrait pas échapper à cette réalité.

La flexibilité du régime juridique des titres obligataires transfrontaliers tel qu'il est issu du droit international privé français et européen laisse aux parties une part importante de liberté dans la désignation de la loi applicable à leurs rapports contractuels (Titre II). Toutefois, cette liberté trouve ses limites dans les règles impératives du pays de situation de l'émetteur (Titre I).

¹⁰⁷⁹ C. com., art. L. 228-38 et s. (issu de la Loi du 24 juillet 1966, n° 66-537, sur les sociétés commerciales, *JORF* 26 juillet 1966).

¹⁰⁸⁰ V. la notion de l'internationalité, *infra*, p. 240 et s.

¹⁰⁸¹ J.-P. Bouère, H. de Vauplane et *alii*, *op. cit.*, n° 29, p. 78.

TITRE I. LES RÈGLES IMPÉRATIVES DE LA LOI DE L'ÉMETTEUR

Le droit français consacre un dispositif juridique propre aux valeurs mobilières. Les valeurs mobilières obligataires présentant une dimension internationale peuvent entraîner un conflit de lois applicables¹⁰⁸². Ainsi, les règles du droit international privé français impliquent l'applicabilité d'une loi prévue par la règle de conflit, ou à titre de loi de police, selon la nature du rapport juridique envisagé.

Les rapports juridiques qui naissent d'un titre obligataire varient en fonction des stades de vie du titre. Son internationalité peut être caractérisée lors de l'émission, du placement, de la détention, ou encore, la circulation des titres.

Nous aborderons la question de la détention des titres que pour démontrer que les difficultés que rencontreront les titulaires de *sukuk* internationaux seront celles qui jalonnent l'exercice par l'obligataire de son droit de propriété sur ses titres obligataires internationaux. Nous ne traiterons pas de la question de la circulation des titres, puisqu'à l'heure actuelle, il n'existe pas de marché secondaire sur lequel les *sukuk* sont amenés à circuler¹⁰⁸³.

Ainsi, lorsque les titres *sukukaires* sont émis en France par un émetteur de droit français, ils relèveront du dispositif français complexe applicable aux emprunts obligataires internationaux (Chapitre I), lequel fait prévaloir ses règles impératives (Chapitre II) nonobstant toute règle de conflit ou stipulations contractuelles contraires.

¹⁰⁸² M. Audit S. Bollée et P. Callé, *Droit du commerce international et des investissements étrangers*, LGDJ, 2^{ème} éd. 2016, n° 472, p. 375. Les auteurs ont fait référence aux efforts d'harmonisation des lois en la matière faits sous l'égide de la Banque Centrale Européenne. V. *European Central Bank – T2S Harmonisation steering group, conflict of law, issues in T2S Markets-A fact finding exercise*, 10 novembre 2015; D. Caramalli, art. précit., p. 3.

¹⁰⁸³ M.A.B.M. Al Amine, *op. cit.*, p. 80 ; Pour un examen approfondi des barrières au développement du marché secondaire des *sukuk*, V. *IIFM, Annual sukuk report*, 2019, pt 4.2.

CHAPITRE I. LA COMPLEXITÉ DU RÉGIME JURIDIQUE DES EMPRUNTS OBLIGATAIRES INTERNATIONAUX

Les titres financiers obligataires sont dotés d'un régime juridique souple¹⁰⁸⁴. La volonté des emprunteurs de diversifier leurs ressources de financement notamment par la sollicitation de l'épargne étrangère, l'informatisation puis la dématérialisation des produits et des opérations financières, ont incité les autorités des pays à assouplir leur réglementation. Le but était d'ouverture les marchés financiers afin de faciliter la circulation des produits et des acteurs étrangers sous réserve de certaines conditions résiduelles.

Bien que l'ouverture des marchés financiers ait facilité de nombreuses opérations d'émission d'obligations impliquant un ou plusieurs éléments d'extranéité, l'internationalisation a engendré de nombreuses difficultés juridiques¹⁰⁸⁵, que le droit peine à résoudre¹⁰⁸⁶.

En effet, l'implication contractuelle de nombreux acteurs communs à une même opération d'émission obligataire multiplie les rapports juridiques qui divergent dans leur nature. L'internationalité complexe et spéciale par rapport à celle des contrats internationaux qui en résulte (Section I) entraîne l'application de plusieurs normes juridiques en même temps à la même opération (Section II).

Section I. L'internationalité des valeurs mobilières en droit français.

La mondialisation des échanges et l'enjeu économique du financement. L'émission de titres financiers a comme vocation première de financer les entreprises : elle assure la rencontre des intérêts des investisseurs et de ceux de l'emprunteur. Alors que les emprunteurs cherchent à attirer les fonds nécessaires pour

¹⁰⁸⁴ M. Germain et M.-A. Frison-Roche, art. précit., p. 212.

¹⁰⁸⁵ P. Bloch et H. de Vauplane, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de la Haye du 13 décembre 2002 », *JDI*, janv.-fév.-mar., 2005, n° 1, p. 4.

¹⁰⁸⁶ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1240, p. 1017 ; J.- C. Marin, (procureur général près la Cour de cassation), « L'impérativité en droit international des affaires : questions d'actualité », 1 février 2018, allocution, https://www.courdecassation.fr/IMG/2018-02-01_Colloque_intervention_Marin.pdf

financer leurs activités, les investisseurs ciblent les opportunités d'investissement qui présentent un taux intéressant de rentabilité de leurs capitaux.

Cependant, les émissions obligataires ne répondent pas seulement aux besoins en financement des entreprises du secteur public et privé. Elles contribuent – à l'échelle macro-économique – à promouvoir la place financière dans laquelle ces opérations se nouent et se dénouent, participant ainsi au financement de l'économie nationale. Et le fait que les titres financiers inscrits en compte dépassent en valeur le produit national brut des pays les plus riches¹⁰⁸⁷ constitue une preuve capitale du rôle joué par les opérations d'émission obligatoire dans l'économie des pays.

Ouverture des marchés financiers. Dans un contexte de mondialisation favorable à l'expansion mondiale des échanges, les États ont assoupli, au fil des années, leurs législations et réglementations des marchés financiers, afin de les ouvrir aux investisseurs, intermédiaires et prestataires de services financiers étrangers¹⁰⁸⁸. Cette ouverture des marchés financiers n'est pas seulement l'apanage du marché européen qui supprime les frontières entre les États membres de l'Union européenne, mais aussi rend les frontières de cette dernière perméable aux émetteurs, investisseurs et intermédiaires financiers.

Dans ce contexte global d'internationalisation des marchés financiers¹⁰⁸⁹ et de la vie des affaires¹⁰⁹⁰ en général, les transactions financières transfrontalières se sont multipliées¹⁰⁹¹.

Faveurs à l'émission de *sukuk* français. À partir de l'année 2007¹⁰⁹², les autorités françaises se sont prononcées en faveur de l'introduction de la finance islamique en France, et notamment au moyen de l'émission de *sukuk* en France.

¹⁰⁸⁷ H. de Vauplane et F. Nizard, « Les titres inscrits en compte en droit international privé », in *Mélanges AEDBF-France*, III, Banque éd., 2001, p. 401.

¹⁰⁸⁸ Th. Bonneau et *alii*, *op. cit.*, n° 1471, p. 945.

¹⁰⁸⁹ Th. Bonneau et *alii*, *op. cit.*, *ibid* ; H. Synvet et A. Tenenbaum, « Les instruments financiers », *Rép. intern. Dalloz*, Janvier 2009, n° 8.

¹⁰⁹⁰ J.-C. Marin, art. précit.

¹⁰⁹¹ Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 3^{ème} éd., 2010, n° 1309, p. 1132.

¹⁰⁹² Autorité des marchés financiers, « *Position sur les critères extra-financiers de sélection des actifs, et application aux OPCVM se déclarant conformes à la loi islamique* », 17 juillet 2007, n° 2007-19, modifié le 26 juin 2018.

En effet, Christine Lagarde, Ministre de l'Économie et des Finances, avait déclaré en 2008, que les *sukuk* représentaient une opportunité pour le financement des entreprises et de l'économie française, et l'intérêt que des investisseurs islamiques expriment pour le marché français, est une véritable aubaine¹⁰⁹³. Par la suite, trois instructions fiscales¹⁰⁹⁴ ont été publiées entre 2009 et 2012. Elles visent notamment à alléger le régime fiscal de ces titres et éviter la double imposition dans certaines structurations. Par ailleurs, l'Autorité des Marchés Financiers s'était également prononcée en 2010 sur les modalités d'élaboration du prospectus *sukuk* après avoir pris une position favorable en 2008, sur leur admission à la négociation sur un marché réglementé français¹⁰⁹⁵.

L'ampleur des émissions internationales dans le monde. Le volume des émissions annuelles de titres obligataires internationaux est en croissance continue¹⁰⁹⁶. La Banque de France affirme que dans la plupart des cas, leur internationalité résulte d'un élément d'extranéité présent au stade de l'émission ou de la détention, comme c'est le cas lorsque les titres sont placés auprès d'investisseurs non résidents en France¹⁰⁹⁷. L'émission de *sukuk* en France pourra profiter de cette globalisation des échanges et des marchés financiers¹⁰⁹⁸.

En effet, l'ouverture des marchés financiers a été consacrée aux articles 34, 35 et 36 de la deuxième Directive Marchés d'Instruments Financiers dite « MIF II¹⁰⁹⁹ », qui a étendu le champ d'application des principes de liberté d'établissement et de prestations de service aux marchés financiers réglementés européens. Depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance de 2017¹¹⁰⁰ qui l'a transposée

¹⁰⁹³ S. Ramadier, « La finance islamique se fixe de nouveaux rendez-vous en France », *Les échos*, 3 sept. 2008.

¹⁰⁹⁴ Direction générale des finances publiques, *Instruction fiscale*, 12 sept. 2012, précit. ; *Instruction fiscale*, 24 août 2010, précit. ; *Instruction fiscale*, 25 févr 2009, précit.

¹⁰⁹⁵ Autorité des marchés financiers, avis sur « L'élaboration des prospectus *sukuk* et les modalités pratique de l'obtention d'un visa en vue de l'admission sur un marché réglementé », n° 2010-06, 27 oct. 2010 ; Rev. AMF, juin 2008, « Position quant à l'admission des *sukuk* à la négociation ».

¹⁰⁹⁶ Banque des Règlements Internationaux (*Bank for International Settlements*), « *Summary of debt securities outstanding* », <https://www.bis.org/statistics/cl1.pdf> fait état d'un dépassement léger du volume des émissions domestiques en 2018 par rapport aux émissions internationales.

¹⁰⁹⁷ Banque de France, « La dette à long terme française reste majoritairement détenue par des non-résidents », Stat. Info, au 31 mars 2018, 13 juillet 2018, p. 1.

¹⁰⁹⁸ Le terme employé souvent en anglais pour désigner les *sukuk* internationaux est « *global sukuk* ».

¹⁰⁹⁹ Directive 2014/35/UE, du Parlement Européen et du Conseil, du 15 mai 2014, concernant les marchés d'instruments financiers, dite « MIF II », et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *JOUE* n° L 173/349, 12 juin 2014.

¹¹⁰⁰ Ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017 relative aux marchés d'instruments financiers et à la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement, *JORF* n° 0149, 27 juin 2017, entrée en application, 1 janvier 2018.

dans le droit interne français¹¹⁰¹, les intermédiaires financiers dont le siège social se situe en Europe sont autorisés à s'établir et offrir leur service en Europe. Ils peuvent agir, directement ou indirectement, sur les marchés financiers réglementés des États membres de l'Union européenne ou des États parties à l'accord sur l'Espace économique européen, afin d'y exécuter des ordres pour le compte de leurs clients (notamment le placement de titres) et négocier des instruments pour leur propre compte¹¹⁰². Par ailleurs, la quête incessante de nouveaux investisseurs a fait que les émetteurs ne se contentent plus de l'investissement national, et sollicitent l'épargne publique au-delà de frontières de leur état d'établissement¹¹⁰³.

Émettre ainsi des titres *sukukaires* en France qui seront souscrits notamment par des investisseurs qui résident en dehors du territoire français confèrera aux *sukuk* leur caractéristique internationale. Par conséquent, le régime des titres obligataires de droit commun leur sera applicable.

Malgré l'absence de définition unanime de la notion d'emprunt obligataire international (Sous-section 1), la doctrine a cité des cas de figures de titres obligataires pouvant être considérés comme internationaux (Sous-section 2).

Sous-section 1. Absence de définition unanime du caractère international d'un titre.

La notion de titre financier international ne bénéficie pas d'une définition consensuelle, et les standards AAOIFI n'abordent même pas cette internationalité.

Absence de mention AAOIFI sur l'internationalité des *sukuk*. L'on pourrait supposer que le Conseil de *Chari'a* de l'AAOIFI a volontairement laissé de côté la question de l'internationalité des *sukuk*. Les règles *chari'atiques*, s'appliquant aux contrats constitutifs des *sukuk*, ne seront pas affectées par une éventuelle dimension

¹¹⁰¹ C. monét. fin., art. L. 422-1, I : « Tout marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen qui fonctionne sans requérir la présence effective de personnes physiques peut offrir, sur le territoire de la France métropolitaine, de la Guadeloupe, de la Guyane, de la Martinique, de La Réunion, de Mayotte et de Saint-Martin, les moyens d'accès à ce marché ».

¹¹⁰² Th. Bonneau et *alii*, *op. cit.*, n° 1475, p. 947 ; Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 1309, p. 1132.

¹¹⁰³ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 8.

internationale des titres. En effet, les interdits portant sur l'usure (*riba*), l'incertitude prohibée (*gharar*), la vente de la dette par la dette (*bay' al dayn bil dayn*), les choses impures et non rentables sont à prendre en considération lors de la structuration des titres. La conformité à la *Chari'a* d'un *sakk* dépend du respect de ses règles par les qualités intrinsèques et l'économie globale du titre.

Carence de définition législative française du caractère international d'une émission. Si le législateur français n'a pas pallié l'absence de définition de la notion « d'émission faite à l'étranger »¹¹⁰⁴, il l'a toutefois fait figurer dans les caractéristiques des titres qui portent sur leurs formes et leurs modes de détention.

D'une part, la loi¹¹⁰⁵ dispose que les personnes non domiciliées en France, et propriétaires de titres financiers admis à la négociation sur un marché réglementé en France, peuvent mandater des intermédiaires pour agir pour leur compte et détenir le compte-titres dont elles sont titulaires. Le fait est que ce type de titres revêt la forme au porteur et son inscription en compte n'est pas obligatoire selon les termes de l'article L. 211-3 alinéa 1^{er} du Code monétaire et financier¹¹⁰⁶. Bien que l'intermédiation des titres étrangers soit considérée comme une recommandation légale¹¹⁰⁷, leur transfert physique est encadré par la loi¹¹⁰⁸ qui leur impose une déclaration préalable lorsque le montant est supérieur à 10 000 euros¹¹⁰⁹, et leur dépôt auprès de l'intermédiaire est effectué en contrepartie d'une inscription comptable.

¹¹⁰⁴ D. Caramalli, art. précit., pp. 3 et 6.

¹¹⁰⁵ C. com, art. L. 228-1 al 7 : « Toutefois, lorsque des titres de capital ou des obligations de la société ont été admis aux négociations sur un ou plusieurs marchés réglementés ou systèmes multilatéraux de négociation agréés en France ou dans un autre Etat membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, ou sur un marché considéré comme équivalent à un marché réglementé par la Commission européenne en application du a du 4 de l'article 25 de la directive 2014/65/ UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/ CE et la directive 2011/61/ UE, et que leur propriétaire n'a pas son domicile sur le territoire français au sens de l'article 102 du code civil, tout intermédiaire peut être inscrit pour le compte de ce propriétaire. Lorsque des titres de capital ou des obligations de la société ont été admis aux négociations uniquement sur un ou plusieurs marchés considérés comme équivalent à un marché réglementé par la Commission européenne en application du a du 4 de l'article 25 de la directive 2014/65/ UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 précitée, cette inscription peut être faite pour le compte de tout propriétaire. L'inscription de l'intermédiaire peut être faite sous la forme d'un compte collectif ou en plusieurs comptes individuels correspondant chacun à un propriétaire ».

¹¹⁰⁶ C. monét. et fin., art. L. 211-3 al. 1^{er} : « Les titres financiers émis en territoire français et soumis à la législation française, sont inscrits soit dans un compte-titres tenus par l'émetteur ou par l'un des intermédiaires mentionnés au 2° à 7° de l'article L. 542-1, soit, dans le cas prévu au second alinéa de l'article L. 211-7, dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé ».

¹¹⁰⁷ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1246, p. 1023.

¹¹⁰⁸ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 82.

¹¹⁰⁹ V. art. L. 151-2 à L. 152-1 concernant l'encadrement du transfert intracommunautaire des valeurs, ou vers ou depuis l'étranger.

D'autre part, la loi précise que lorsque le compte-titres est tenu par un intermédiaire, les titres financiers revêtent la forme au porteur¹¹¹⁰. Depuis que l'inscription en compte s'était imposée aux deux formes de titres, cette distinction a perdu beaucoup de son importance. Toutefois son utilité survit lorsque la recherche de la loi applicable nécessite la détermination du teneur de compte-titres conservateur¹¹¹¹. En effet, le teneur du compte de titres nominatifs est souvent l'émetteur, alors que celui de titres au porteur est un intermédiaire habilité à tenir des comptes-titres, et qui peut être notamment un fonds commun de placement ou un fonds commun de titrisation, selon les termes de l'article L. 211-4 du Code monétaire et financier.

Mais il est également fréquent que la tenue de compte-titres soit confiée à un intermédiaire financier dont les droits seront tenus par un autre, jusqu'à l'inscription du dernier auprès du dépositaire central. On parle de titres multi-intermédiés ou de détention indirecte¹¹¹², ce qui complique davantage leur localisation.

Le critère d'extranéité d'un contrat issu de la définition jurisprudentielle. Il est communément admis en droit international privé français qu'un contrat soit qualifié d'international dès lors qu'il présente au moins un élément d'extranéité¹¹¹³.

En l'absence de définition légale en droit français, ce critère juridique, a initialement été le fruit de la vision doctrinale du Professeur E. Bartin selon laquelle il n'y a pas de contrat international, mais un rayonnement international d'un contrat interne¹¹¹⁴. Il a été appliqué par la jurisprudence parfois, et d'autres fois, celle-ci a eu recours une autre conception plutôt économique de l'internationalité des contrats, laquelle est caractérisée par un mouvement transfrontalier de biens, de capitaux ou de services¹¹¹⁵.

¹¹¹⁰ C. monét. et fin., art. R. 211-2 : « Lorsque le compte-titres est tenu par l'émetteur ou que les titres financiers sont inscrits par l'émetteur dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé, les titres financiers revêtent la forme nominative. Lorsque le compte-titres est tenu par un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3, les titres financiers revêtent la forme au porteur ».

¹¹¹¹ J.-P. Bouère, H. de Vauplane et *alii*, *op. cit.*, n° 25, p. 132 ; C. Lassalas, *L'inscription en compte des valeurs*, thèse Lille, 1997, n° 126, p. 75.

¹¹¹² P. Bloch et H. de Vauplane, art. précit., p. 4 ; G. Langlet et P. Marly, « La localisation des instruments financiers dématérialisés », *Banque et droit*, n° 73, sept.-oct. 2000, p. 3.

¹¹¹³ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 1309, p. 1132 ; Th. Bonneau et *alii*, *op. cit.*, n° 1521, p. 975.

¹¹¹⁴ V. Heuzé, « La notion de contrat en droit international privé », in *Droit international privé, Travaux du Comité français de droit international privé*, Pedone, 2000, p. 319.

¹¹¹⁵ D. Bureau et H. Muir Watt, *Droit international privé*, Thémis/PUF, 2017, n° 921, p. 424.

L'appréciation de ce critère a évolué au fil des années. Pour un courant de la doctrine, le choix de l'un ou l'autre des critères pertinents sur l'extranéité dépend de la question posée¹¹¹⁶. Dans un contexte de conflit de lois, si la question porte sur le régime du contrat international, c'est le critère juridique qui est retenu pour répondre aux questions relatives au contrat ou aux contractants. Dès lors qu'il s'agit d'un contentieux de contrats, le critère économique est celui qui est appliqué pour juger si les contrats litigieux présentent un élément d'extranéité et donc une dimension internationale.

Le manque de définition communautaire du contrat international.

L'absence de convention internationale multilatérale ou texte communautaire comportant des règles substantielles relatives aux instruments financiers¹¹¹⁷ dans tous leurs aspects a fait que le Règlement « Rome I » relatif aux obligations contractuelles¹¹¹⁸ en constitue le droit commun¹¹¹⁹. Nous référons à ce règlement et précisons à la délimitation de son domaine d'application pour exposer le critère d'internationalité des contrats dont il dispose.

En effet, ni la Convention de Rome de 1980, ni le Règlement « Rome I » qui la remplace n'ont défini le contrat international. Seule une délimitation de leur domaine d'application, lequel est cantonné aux obligations contractuelles objet d'un conflit de lois. Et le critère d'internationalité d'un contrat qu'ils ont adopté est surtout le critère économique¹¹²⁰ lequel permet de localiser un contrat eu égard au flux transfrontalier de capitaux qu'il engendre. Ce critère a initialement été adopté par la jurisprudence initiale que nous développerons dans les paragraphes qui suivent.

¹¹¹⁶M.-E. Ancel, P. Deumier, et M. Laazouzi, *Droit des contrats internationaux*, Sirey, 2017, spéc. n° 10, 13 et 25, pp. 5, 7 et 14.

¹¹¹⁷ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 1312, pp. 1132 et 1133.

¹¹¹⁸ Règlement eur. (CE), n° 593/2008, du Parlement européen et du Conseil, sur la loi applicable aux obligations contractuelles (dit « Rome I »), 17 juin 2008, *JOUE n° L 177*, 4 juillet 2008 (remplace la Convention de Rome du 19 juin 1980, art. 1^{er} §1: « Le présent règlement s'applique, dans des situations comportant un conflit de lois, aux obligations contractuelles relevant de la matière civile et commerciale »).

¹¹¹⁹ Synvet et Tenenbaum, art. précit., n° 7.

¹¹²⁰ Règlement eur. (CE) n° 593/2008, dit « Rome I », du 17 juin 2008, précit., considérant (1) : « La Communauté s'est donné pour objectif de maintenir et de développer un espace de liberté, de sécurité et de justice. En vue de l'établissement progressif de cet espace, la Communauté doit adopter des mesures relevant du domaine de la coopération judiciaire dans les matières civiles ayant une incidence transfrontalière, dans la mesure nécessaire au bon fonctionnement du marché intérieur ».

Définition doctrinale de l'internationalité des titres obligataires. La doctrine semble à son tour non unanime quant au caractère international d'un titre obligataire¹¹²¹, question qui ne se pose que pour les titres négociés sur un marché réglementé, puisque les titres financiers dits privés, ou de gré à gré, sont soumis au régime des contrats internationaux et font appliquer la loi d'autonomie¹¹²².

Alors que le Professeur J. Honorat avait considéré que la nationalité de l'émetteur et le lieu de la situation du marché sur lequel les valeurs mobilières sont offertes à l'épargne du public, suffisent à établir l'extranéité ou à l'écarter¹¹²³, les Professeurs Th. Bonneau et F. Drummond ont tenu compte des différentes étapes qui jalonnent la vie d'un titre financier. En effet, pour ce courant de la doctrine, l'étranger signifie le dépassement du territoire français, et l'émission peut être entendue comme la délivrance de titres, ou la première inscription en compte ou encore la rencontre de l'offre et de l'acceptation¹¹²⁴. Cette analyse s'inscrit dans la ligne jurisprudentielle évolutive sur l'internationalité des titres obligataires. Un troisième courant formé du Professeur H. Synvet et de Madame A. Tenenbaum y a ajouté la sollicitation d'investisseurs non résidents en vue de placement des titres comme une caractéristique de leur internationalité¹¹²⁵.

Regard jurisprudentiel sur l'internationalité des valeurs mobilières. Concernant les valeurs mobilières, l'impact technologique sur la dématérialisation des titres a apporté une importante modification à la vision jurisprudentielle du caractère international des titres.

Dans ses conclusions rendues dans *l'affaire Pélissier du Besset contre The Algiers Land*, l'avocat général près la Cour de cassation, M. Matter avait souligné que l'existence d'un flux ou reflux financier transfrontalier suffit à qualifier d'international le contrat qui les génère¹¹²⁶. A cette époque, les valeurs mobilières

¹¹²¹ D. Caramalli, art. précit. p. 3.

¹¹²² H. Causse, *Les titres négociables*, thèse Montpellier, Litec, 1993, p. 276. L'auteur écarte les émissions de titres faite de gré à gré, auxquelles la loi applicable est celle désignée au contrat d'émission.

¹¹²³ J. Honorat, « L'inscription en compte obligatoire des valeurs mobilières françaises », *Deffrénois*, 1985, 22470, n° 11, p. 219.

¹¹²⁴ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 1317, p. 1139.

¹¹²⁵ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 23 et 27.

¹¹²⁶ Cass. civ. 17 mai 1927, *Affaire consorts Pélissier du Besset c/ The Algiers Land and Warehouse company limited*, *Dalloz Jurisp. Gén.* 1928, I, concl. Matter, note Capitant, dite « Affaire Matter ». La Cour y avait relevé l'absence de flux et de reflux

étaient des biens meubles corporels. Mais la ligne de partage dans cette jurisprudence n'ayant pas été assez claire¹¹²⁷, ce critère n'a pas été systématiquement appliqué par la suite.

Dans l'affaire *LVMH*, la cour d'appel de Paris avait jugé en 1989¹¹²⁸ que le lieu de destination des fonds détermine l'existence ou l'absence de dimension d'extranéité d'un contrat et non le lieu de remise de ces fonds. La Cour de cassation avait confirmé ce choix de critère¹¹²⁹. Il s'agissait d'Obligations avec Bons de Souscription en Actions (OBSA) conservées en France alors qu'elles étaient émises par une société française ayant levé les fonds à Luxembourg auprès de souscripteurs français. La cour en avait déduit un caractère international fictif.

Énumération par la Banque des Règlements Internationaux des cas d'emprunts obligataires internationaux. Selon la Banque des Règlements Internationaux (BRI), l'extranéité des titres obligataires est établie dans l'un des trois cas de figure : (i) soit lorsque l'émission a lieu en dehors du marché du pays de l'emprunteur obligataire quelle qu'en soit la monnaie, (ii) ou quand les titres sont émis sur le marché local, soit en devises étrangères ou (iii) à l'intention d'investisseurs étrangers¹¹³⁰. Nonobstant son intérêt, cette énumération n'a pas de valeur normative.

Sous-section 2. Internationalité du contrat et internationalité du titre.

Titre versus contrat. Bien que la valeur mobilière obligataire soit structurée d'un ensemble de contrats¹¹³¹, elle n'est toutefois pas considérée comme un contrat financier, au sens de la loi française.

financier à travers les frontières entre la France et l'Algérie Française pendant cette période, afin de faire application de la loi française.

¹¹²⁷ D. Caramalli, *ét. précit.*, p. 3.

¹¹²⁸ CA Paris, 1^{ère} ch. 2 novembre 1989, *Bonnet-Dian et autres c/ LVMH et autres*, *JCP E* 1990, I, n° 15863, note H. Causse.

¹¹²⁹ Cass. com. 15 juillet 1992, *Rev. sociétés*, 1992, p. 752, note Le Cannu.

¹¹³⁰ Banque des Règlements Internationaux (BRI) / *Bank of International Settlements (BIS)*, Guide to international financial statistics, Jul. 2009, *paper* n° 14. La BRI est une organisation internationale regroupant 60 banques centrales et qui promeut la coopération des autorités monétaires et financières, relaie des travaux de recherche sur des questions de politiques publiques qui les concerne, et effectue des prestations de service bancaires à la communauté des banques centrales. https://www.bis.org/about/profile_fr.pdf

¹¹³¹ J.-P. Bouère, H. de Vauplane et *alii*, *op. cit.*, n° 25, p. 72.

En effet, une *summa divisio* des instruments financiers a été mise en place par le législateur français¹¹³² depuis l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers¹¹³³. Elle vise à doter les titres financiers d'un régime propre distinct de celui des contrats financiers : il résulte de leur obligatoire inscription en compte-titres dont la négociabilité est la conséquence directe.

L'inscription en compte donne aux titres leur caractéristique de négociabilité, laquelle permet à leur titulaire de les céder ou d'y constituer des sûretés. Par conséquent, l'appellation de titre financier reflète sa nature patrimoniale qui confère à son titulaire les prérogatives d'un propriétaire sur son bien et d'envisager ainsi les questions relatives à la propriété¹¹³⁴.

Caractéristiques et régime propre aux titres. Pour un courant de la doctrine, l'émission et l'inscription en compte-titres imposées aux articles L. 211-2¹¹³⁵, L. 211-3¹¹³⁶, sont les deux caractéristiques qui distinguent les titres financiers des contrats¹¹³⁷, depuis que l'ordonnance du 8 janvier 2009. D'autres auteurs ont considéré que la négociabilité est le critère essentiel des titres et leur inscription en compte a la valeur de régime juridique qui établit la propriété du titulaire et lui permet donc de céder le titre et les droits qui y sont attachés et de le nantir, en vertu de l'article L. 211-17 du même Code¹¹³⁸.

Or depuis la dématérialisation obligatoire des valeurs instaurée par la loi de finances pour 1982, l'inscription en compte rend le titre et les droits qu'il représente au profit du titulaire, transmissibles par voie de négociabilité¹¹³⁹. Tous les titres

¹¹³² C. monét. et fin., art. L. 211-1 : « Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers ».

¹¹³³ Ordonnance n° 2009-15, 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, *JORF* n° 0007, 9 janvier 2009.

¹¹³⁴ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 10.

¹¹³⁵ C. monét. et fin., art. L. 211-2 : « Les titres financiers qui comprennent les valeurs mobilières au sens du deuxième alinéa de l'article L. 228-1 du code de commerce, ne peuvent être émis que par l'Etat, une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier, un fonds professionnel de placement immobilier, un fonds de financement spécialisé, ou un fonds commun de titrisation ».

¹¹³⁶ C. monét. et fin., art. L. 211-3 : « Les titres financiers émis en territoire français et soumis à la législation française sont inscrits dans un compte titres tenu soit par l'émetteur soit par l'un des intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'article L. 542-1 C. mon. et fin., soit, dans le cas prévu au second alinéa de l'article L. 211-7 dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé.

L'enregistrement dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé tient lieu d'inscription en compte. (...) ».

¹¹³⁷ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 6.

¹¹³⁸ M. Dubertet et D. Mangenet, art. *précit.*, n° 22.

¹¹³⁹ Loi de finances pour 1982, n° 81-1160 du 30 décembre 1981, *JORF* 31 décembre 1981, art. 94-II. Cette loi avait prévu la dématérialisation par inscription en compte-titres des valeurs mobilières émises en territoire français et soumises à la législation française. L'article fut abrogé par l'ordonnance 2000-1223, et depuis, les titres financiers aussi bien émis en France ou à l'étranger et soumis à la loi française, sont tous obligatoirement inscrits en compte-titres.

financiers sont aujourd'hui inscrits en compte-titres¹¹⁴⁰ ou dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (la *blockchain*).

Les titres sont inscrits au nom du titulaire propriétaire du titre, ou d'intermédiaire selon les dispositions des articles L. 211-4¹¹⁴¹ du Code monétaire et financier et L. 228-1¹¹⁴² du Code de commerce. De plus, et conformément aux dispositions de l'article L. 211-4 précité, l'intermédiaire teneur de compte peut être un fonds commun de placement, un fonds commun de placement immobilier, un fonds de financement spécialisé, ou un fonds commun de titrisation.

¹¹⁴⁰ P. Le Cannu et B. Dondero, *op. cit.*, n° 1103, p.720 : « Il n'est pas de titre financier qui ne soit pas inscrit en compte » ; H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 6. Les auteurs citent le problème de qualification qui peut naître à propos des warrants qui sont légalement classés dans la catégorie des contrats financiers malgré leur émissibilité.

¹¹⁴¹ C. monét. et fin., art. L. 211-4 al 1^{er} : « Le compte titre est ouvert ou l'inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagée est réalisée au nom d'une ou plusieurs titulaires, propriétaires des titres financiers qui y sont inscrits.

Par dérogation, le compte-titres peut être ouvert, ou dans les cas mentionnés aux 1 et 3 ci-après, l'inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé peut être réalisée :

1. au nom d'un fonds commun de placement, d'un fonds commun immobilier, d'un fonds professionnel de placement immobilier, d'un fonds de financement spécialisé, ou d'un fonds commun de titrisation, la désignation du fonds pouvant être substituée à tous les copropriétaires ;
2. Au nom d'un intermédiaire inscrit agissant pour le compte du propriétaire des titres financiers, mentionnée au septième alinéa de l'article L. 228-1 du code de commerce et dans les conditions prévues par le même code ;
3. Au nom d'un intermédiaire inscrit agissant pour le compte d'un ou de plusieurs propriétaires de parts ou d'actions d'organismes de placement collectif, lorsque ces propriétaires n'ont pas leur domicile sur le territoire français au sens de l'article 102 du code civil.

L'intermédiaire inscrit est tenu, au moment de l'ouverture, de son compte-titres ou de son inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé, de déclarer sa qualité d'intermédiaire détenant des titres pour le compte d'autrui.

Un Décret précise les modalités et conditions d'application du présent 3 ».

¹¹⁴² C. com., art. L. 228-1 : « Les sociétés par actions émettent toutes valeurs mobilières dans les conditions du présent livre.

Les valeurs mobilières sont des titres financiers au sens de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier qui confèrent des droits identiques par catégorie.

Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions revêtent la forme de titres au porteur ou de titres nominatifs, sauf pour les sociétés pour lesquelles la loi ou les statuts imposent la seule forme nominative, pour tout ou partie du capital.

Nonobstant toute convention contraire, tout propriétaire dont les titres font partie d'une émission comprenant à la fois des titres au porteur et des titres nominatifs a la faculté de convertir ses titres dans l'autre forme.

Toutefois, la conversion des titres nominatifs n'est pas possible s'agissant des sociétés pour lesquelles la loi ou les statuts imposent la forme nominative pour tout ou partie du capital.

Ces valeurs mobilières, quelle que soit leur forme, doivent être inscrites en compte ou dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé au nom de leur propriétaire, dans les conditions prévues aux articles L. 211-3 et L. 211-4 du code monétaire et financier.

Toutefois, lorsque des titres de capital ou des obligations de la société ont été admis aux négociations sur un ou plusieurs marchés réglementés ou systèmes multilatéraux de négociation agréés en France ou dans un autre Etat membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, ou sur un marché considéré comme équivalent à un marché réglementé par la Commission européenne en application du a du 4 de l'article 25 de la directive 2014/65/ UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/ CE et la directive 2011/61/ UE, et que leur propriétaire n'a pas son domicile sur le territoire français au sens de l'article 102 du code civil, tout intermédiaire peut être inscrit pour le compte de ce propriétaire. Lorsque des titres de capital ou des obligations de la société ont été admis aux négociations uniquement sur un ou plusieurs marchés considérés comme équivalent à un marché réglementé par la Commission européenne en application du a du 4 de l'article 25 de la directive 2014/65/ UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 précitée, cette inscription peut être faite pour le compte de tout propriétaire. L'inscription de l'intermédiaire peut être faite sous la forme d'un compte collectif ou en plusieurs comptes individuels correspondant chacun à un propriétaire.

L'intermédiaire inscrit est tenu, au moment de l'ouverture de son compte auprès soit de la société émettrice, soit de l'intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 du code monétaire et financier qui tient le compte-titres, de déclarer, dans les conditions fixées par décret, sa qualité d'intermédiaire détenant des titres pour le compte d'autrui.

En cas de cession de valeurs mobilières admises aux opérations d'un dépositaire central ou livrées dans un système de règlement et de livraison mentionné à l'article L. 330-1 du code monétaire et financier, le transfert de propriété s'effectue dans les conditions prévues à l'article L. 211-17 de ce code. Dans les autres cas, le transfert de propriété résulte de l'inscription des valeurs mobilières au compte de l'acheteur ou dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé, dans des conditions fixées par décret en Conseil d'Etat ».

Intimement liée à la négociabilité qui en est la conséquence, l'inscription en compte-titres est prévue aux articles L. 211-14 à L. 211-16¹¹⁴³ du Code monétaire et financier constate le droit de propriété de son titulaire et la possibilité de le céder son titre à autrui ou de le nantir. La négociabilité des titres financiers rend aisée leur transmission par virement de compte à compte¹¹⁴⁴, notamment à travers les frontières¹¹⁴⁵.

Le caractère international d'un titre obligataire peut être relevé dans l'une ou l'autre des étapes de vie d'un titre, alternativement ou cumulativement. Et l'élément d'extranéité porte le plus souvent sur l'un des critères de rattachement prévu par les règles de conflit en droit international privé. La seule existence d'une frontière entre la nationalité (de l'émetteur), la devise, ou le lieu de résidence des investisseurs ou encore la nationalité du marché (qui est celle du lieu de sa situation) qualifie le titre d'international, sauf fraude¹¹⁴⁶.

L'influence de la juxtaposition des contrats constitutifs des *sukuk* sur leur négociabilité et leur inscription en compte. L'article 4/1 du standard 17 AAOIFI dispose que les *sukuk* peuvent être émis au nom du propriétaire ou du détenteur afin d'établir les droits et obligations du propriétaire¹¹⁴⁷. Or, selon son article 4/4, la négociabilité n'est pas une caractéristique applicable à tous les *sukuk*, mais dépend du type de contrat sous-jacent¹¹⁴⁸. Les titres ainsi, ne sont transmissibles par leurs titulaires que si le contrat sous-jacent ne leur confère un droit de jouissance sur un actif dont ils ont la possession, exercée par l'émetteur (*asset-backed sukuk*). Le *sakk* est non

¹¹⁴³ C. monét. et fin., art. L. 211-14 : « A l'exception des parts des sociétés civiles de placement immobilier mentionnées à l'article L. 214-114 et des parts des sociétés d'épargne forestière mentionnées à l'article L. 214-121, les titres financiers sont négociables » ; C. monét. et fin., art. L. 211-15 du même code : « Les titres financiers se transmettent par virement de compte à compte ou par inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé mentionné à l'article L. 211-3 » ; C. monét. et fin., art. L. 211-16 : « Nul ne peut revendiquer pour quelque cause que ce soit un titre financier dont la propriété a été acquise de bonne foi par le titulaire du compte-titres dans lequel ces titres sont inscrits ou par la personne identifiée par le dispositif d'enregistrement électronique partagé mentionné à l'article L. 211-3 ».

¹¹⁴⁴ Sur présomption irréfutable de propriété à l'égard des tiers et ses origines jurisprudentielles, V. M. Dubertet et D. Mangenet, art. précit., n° 18.

¹¹⁴⁵ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1240, p. 1017.

¹¹⁴⁶ V. affaire *LVMH*, précit.

¹¹⁴⁷ AAOIFI, standard 17, art. 4/2 : « *Investment sukuk are certificates of equal value issued in the name of the owner or bearer in order to establish the claim of the certificate owner over the financial rights and obligations represented by the certificate* ».

¹¹⁴⁸ AAOIFI, standard 17, art. 4/4 : « *The trading of investment sukuk is subject to the terms that govern trading of the rights they represent* » ; et art. 5/2.

négociable lorsqu'il représente un droit aux revenus d'un actif dont la possession est exercée dans l'intérêt d'autrui (*asset-based sukuk*)¹¹⁴⁹.

Silence de l'AAOIFI sur l'internationalité des *sukuk*. De plus, le dispositif *chari'atique* AAOIFI, qui s'est contenté de dire que la transmission des *sukuk*, peut être effectuée par inscription en compte-titres ou un dispositif électronique, ou par la tradition¹¹⁵⁰, a omis toute mention relative à leur transmission à l'étranger, pourtant prédominante dans la pratique¹¹⁵¹.

Dans ce contexte, les *sukuk* émis en France devront se conformer aux règles *chari'atiques* et aux règles de droit français. Les premières sont issues du standard 17 et des règles *chari'atiques* des contrats sous-jacents. Elles régiront la structuration contractuelle du titre (sélection des actifs tangibles, détermination du prix ou sa déterminabilité en fonction du contrat sous-jacent et la cotation du titre qui doit refléter ce prix). Alors que les règles de droit français gouverneront les conditions relatives à l'émission, l'inscription des *sukuk* en compte-titres, leur placement et leur détention seront partagés entre *lex mercatus* et *lex contractus*.

Section II. Échafaudage de lois applicables

Vu sous l'angle du rapport contractuel entre émetteur et souscripteur, l'emprunt obligataire n'est pas considéré comme un titre de propriété, mais un prêt. Toutefois, le droit international privé permet aux parties d'un prêt obligataire de désigner la loi qui s'appliquera à ce type de prêt dans lequel le prêteur n'est pas l'établissement émetteur¹¹⁵², mais plutôt les investisseurs qui peuvent avoir des lieux de résidence différents. Il serait ainsi inenvisageable de faire appliquer la loi du pays où les prêteurs se situent¹¹⁵³.

¹¹⁴⁹ V. La négociabilité des *sukuk*, p. 156 et s.

¹¹⁵⁰ AAOIFI, standard 17, art. 5/2/3: "The certificates may be traded through any known means that do not contravene the rules of the Shari'a, such as registration, electronic means or actual transmission by the bearer to the purchaser". Notons toutefois que la version arabe de cet article, fait état d'une « inscription en compte », alors que la version anglaise se contente de mentionner une « inscription ».

¹¹⁵¹ M.A.B.M. Al Amine, *op. cit.*, p. 289.

¹¹⁵² H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit. n° 21.

¹¹⁵³ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1041, p. 1019 ; D. Bureau et H. Muir Watt, *op.cit.*, n° 920-1, p. 423.

Multi-rattachement. Le dispositif juridique des titres obligataires internes est issu de différentes règles législatives et réglementaires. En droit interne français, l'émission des titres et les modalités de celle-ci sont régies par les dispositions du Code de commerce, alors que leur commercialisation (placement) l'est par les dispositions du Code monétaire et financier¹¹⁵⁴. Les évolutions technologiques, et le besoin constant des opérateurs commerciaux de nouvelles formes d'instruments financiers ont été à l'origine des réformes qui ont permis l'adaptation du régime de ces instruments financiers aux exigences de la modernité. De point de vue terminologique, on parle de valeurs mobilières lorsque l'instrument financier est au stade de l'émission alors qu'on parle de titre financier après cette étape, et qui porte sur le placement, la commercialisation, la détention et la circulation (négociation)¹¹⁵⁵.

La détermination de la loi applicable est rendue encore moins aisée, du fait du nombre considérable d'acteurs impliqués dans l'opération et de la multitude des contrats que l'opération engendre et qui dispose de multiples points de rattachement. De surcroît, les titres peuvent également être libellés en monnaie étrangère lors de leur émission. Par conséquent, les critères de rattachement devant être pris en compte sont les règles du marché sur lequel les titres seront émis. Ainsi, la réglementation du pays d'implantation du marché réglementé sur lequel les titres seront émis, placés et mis en circulation sera nécessairement une loi applicable à ces aspects du titre financier, laquelle prend en considération le statut du souscripteur et les conditions de paiement¹¹⁵⁶. L'adage *locus regit actum* sera applicable à la forme du contrat ce qui entraîne l'application de la loi du pays dans lequel il a été conclu¹¹⁵⁷. Toutes les conditions relatives à l'émission et à ses modalités, les caractéristiques des titres relèveront de la loi de l'émetteur.

Absence de convention internationale sur les valeurs mobilières. Il n'existe pas de conventions internationales qui comportent des règles substantielles sur

¹¹⁵⁴ La notion d'offre au public de titres financiers (remplaçant l'ancienne notion d'appel public à l'épargne).

¹¹⁵⁵ C. com., art. L. 228-1 traite de l'émission des valeurs mobilières (actions et obligations), alors que l'article L. 211 -2 désigne les titres financiers comme étant les valeurs mobilières au sens de l'article L. 228-1. Le fait est que les dispositions du premier régissent l'émission des valeurs, qui, lorsqu'ils circulent prennent la dénomination de titres. Cf. H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 10.

¹¹⁵⁶ J.-P. Bouère, H. de Vauplane et *alii*, *op. cit.*, n° 31, pp. 79 et 80.

¹¹⁵⁷ H. Roland, *Lexique juridique des expressions latines*, *op. cit.*, p. 209.

les valeurs obligataires¹¹⁵⁸ lesquelles sont exclues du champ d'application de la Convention de Vienne du 11 avril 1980 sur la vente internationale de marchandises¹¹⁵⁹. Ceci rend les règles applicables aux titres encore plus complexes puisque les méthodes et les sources sont variées dans l'ordre international malgré le recours fréquent à la règle de conflit. Certaines dispositions des conventions internationales sont appliquées à des situations précises telles que la Convention de La Haye relative à l'intermédiation des titres alors que le droit européen reste la référence¹¹⁶⁰. En effet, le Règlement « Rome I¹¹⁶¹ » constitue le droit commun applicable aux relations entre les parties au prêt notamment pour les aspects relatifs à la commercialisation des titres par des prestataires de services d'investissement¹¹⁶², à la diffusion du prospectus¹¹⁶³, sur les marchés d'instruments financiers¹¹⁶⁴, etc. Ces sources cohabitent avec les réglementations des marchés financiers lorsque celles-ci auraient détaché des règles matérielles propres aux situations internationales¹¹⁶⁵.

Assemblage de lois applicables selon leurs « aires¹¹⁶⁶ » de compétence. Il en résulte que les titres obligataires internationaux imposent au juge d'appliquer les règles des lois après en avoir délimité les aires de compétence en fonction des cas de figure et la nature du problème. L'application d'une loi unique à l'emprunt obligataire est écartée pour le compte d'un puzzle composé de lois issues de la pratique des émissions « qui organise la juxtaposition des régimes juridiques en présence¹¹⁶⁷ ».

Ainsi quatre règles de conflits peuvent s'appliquer à la même émission d'obligations en fonction de la nature du litige exposé au juge. La (i) loi de situation

¹¹⁵⁸ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 1312, pp. 1132 et 1133.

¹¹⁵⁹ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 1312, p. 1132.

¹¹⁶⁰ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 9 et 10.

¹¹⁶¹¹¹⁶¹ Règlement eur. (CE), n° 593/2008, dit « Rome I », du 17 juin 2008, précit.

¹¹⁶² Directive eur. (UE), n° 2013/37/UE du Parlement européen et du Conseil, 26 juin 2013, concernant la réutilisation des informations du secteur public et modifiant la directive 2003/98/CE, (dite Directive PSI), *JOUE L 175/1*, 27 juin 2013.

¹¹⁶³ Règlement eur. (UE), n° 2017/1129, du Parlement européen et du Conseil, 14 juin 2017, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, (dite Directive Prospectus), *JOUE L 168/12*, 30 juin 2017.

¹¹⁶⁴ Directive eur. (UE), n° 2014/35/UE, du Parlement Européen et du Conseil, 15 mai 2014, concernant les marchés d'instruments financiers (dite « MIF II »), et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *JOUE n° L 173/349*, 12 juin 2014.

¹¹⁶⁵ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 10.

¹¹⁶⁶ Nous avons emprunté ce terme à MM. J.-P. Bouère, H. de Vauplane *et alii*, *op. cit.*, p. 80. L'expression aires de compétence décrit le mieux le morcellement du titre en différents domaines dont la nature de chacun impose qu'il relève d'une loi différente des autres.

¹¹⁶⁷ J.-P. Bouère, H. de Vauplane *et alii*, *op. cit.*, n° 31, pp. 80 et 81.

de la société émettrice (*lex societatis*) s'applique aux conditions relatives à l'émission et à la souscription¹¹⁶⁸ ainsi qu'aux caractéristiques des titres¹¹⁶⁹, alors que la (ii) loi de situation du bien (*lex rei sitae*) régit l'exercice du droit de propriété du titulaire notamment lorsque les titres obligataires sont intermédiés. Les rapports contractuels des parties à l'emprunt obligataire y compris les droits attachés aux titres, sont soumis à la (iii) *lex contractus* ou la loi que les parties ont désignée dans le contrat pour gouverner leurs rapports et qui constitue le principe concernant l'emprunt obligataire en soi¹¹⁷⁰. Cependant, ces règles de conflits et stipulations contractuelles ne sauraient déroger aux (iv) lois impératives, qui, dans le cadre des emprunts obligataires admis à la négociation sur un marché réglementé, se résument à la loi du marché *lex mercatus*¹¹⁷¹ ou plus précisément la loi du pays où l'entreprise de marché se situe. L'entreprise de marché étant située dans le pays où le marché est implanté, ses règles ainsi que les dispositions légales et réglementaires du pays où le marché se situe conditionnent l'accès à ce marché¹¹⁷². Le régime juridique des titres obligataires s'avère ambivalent¹¹⁷³ et spécial¹¹⁷⁴.

Les valeurs mobilières sont légalement classées dans la catégorie des biens meubles¹¹⁷⁵. La règle de leur rattachement au lieu de leur situation ne peut leur être appliquée depuis que leur dématérialisation par inscription en compte-titres ou dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (*blockchain*) est devenue obligatoire. Il est ainsi difficile¹¹⁷⁶ voire impossible¹¹⁷⁷ de les localiser.

¹¹⁶⁸ Y. Loussouarn et M. Trochu, « Conflit de lois en matière de sociétés », *J.-Cl. Sociétés, fasc. 194-20*, 1994, n° 24.

¹¹⁶⁹ J.-P. Bouère, H. de Vauplane et *alii*, *op. cit.*, n° 31, p. 83.

¹¹⁷⁰ Règlement Eur. (CE), n° 593/2008, dit « Rome I », du 17 juin 2008, précit., considérant (18) : « S'agissant de la loi applicable en l'absence de choix, les systèmes multilatéraux devraient être ceux au sein desquels des opérations commerciales sont conduites tels que les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation mentionnés à l'article 4 de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, qu'ils reposent ou non sur une contrepartie centrale ». Par conséquent, les opérations ayant lieu sur un marché réglementé d'instruments financiers sont celles qui aboutissent à l'admission des titres à la négociation sur ce marché même, ce qui renvoie à son lieu de situation.

¹¹⁷¹ Loi du marché où ont lieu les opérations. Expression utilisée par de nombreux auteurs, dont F. J. Garcimartin Alferez et B. Audit et L. d'Avout.

¹¹⁷² Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 1317, p. 1139.

¹¹⁷³ J.-P. Bouère, H. de Vauplane et *alii*, *op. cit.*, n° 29, p. 78.

¹¹⁷⁴ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 988, p. 816 ; J.-P. Bouère, H. de Vauplane et *alii*, *op. cit.*, n° 16, p. 60.

¹¹⁷⁵ C. civ. art. 529 : « Sont meubles par la détermination de la loi les obligations et actions qui ont pour objet des sommes exigibles ou des effets mobiliers, les actions ou intérêts dans les compagnies de finance, de commerce ou d'industrie, encore que des immeubles dépendant de ces entreprises appartiennent aux compagnies. Ces actions ou intérêts sont réputés meubles à l'égard de chaque associé seulement, tant que dure la société. Sont aussi meubles par la détermination de la loi les rentes perpétuelles ou viagères, soit sur l'Etat, soit sur des particuliers ».

¹¹⁷⁶ M.-L. Niboyet et G. de Geouffre de la Pradelle, *Droit international privé*, LGDJ, 6^{ème} éd., 2017, n° 86, p. 82.

¹¹⁷⁷ P. Langlet et P.-G. Marly, « La localisation des instruments financiers dématérialisés », *Banque et dr.*, n° 73, sept.-oct. 2000, p. 3.

Il est à noter que la loi applicable à l'émission de valeurs mobilières obligataires diffère selon que l'émission est de type public faite en vue d'un placement sur le marché réglementé, ou, au contraire, selon qu'elle est de type privé, de gré à gré, ayant lieu en dehors marché réglementé ou des plateformes de négociation (marché organisé). En effet, ces dernières revêtent les caractéristiques d'un contrat international et donc sont soumises à la loi d'autonomie alors que les premières sont tributaires de la loi du marché sur lequel elles seront émises et négociées¹¹⁷⁸.

Par sa souscription au titre financier obligataire ou islamique, l'investisseur devient titulaire d'un ensemble de droits attachés au titre par l'émetteur dès leur émission. Ces droits sont de deux catégories principales : ceux qui sont issus de son rapport juridique direct avec le titre même, et les liens entre les parties aux différents contrats structurant le titre.

Lorsque les *sukuk* seront émis en France par un émetteur soumis au droit français, toutes leurs conditions et modalités d'émission relèveront du droit français. Grâce au passeport européen, l'émetteur de droit français peut également procéder à une émission de titres dans un État membre de l'Union européenne ou État partie à l'espace économique européen et commercialiser ses produits financiers en Europe, ou à l'étranger sous réserve des conditions légales prévues par les réglementations du pays d'accueil applicables.

Quelle que soit la nationalité de l'émetteur, toute émission de titres financiers obligataires ou *sukukaires* admis à la négociation sur un marché réglementé situé en France devra à la fois respecter les conditions d'admission des instruments financiers à la négociation sur ce marché réglementé et accepter l'encadrement de la loi française relative à l'offre au public de titres¹¹⁷⁹.

La loi française de l'émetteur ne s'appliquera pas seulement à titre de loi de conflit, mais également à titre de loi de police.

¹¹⁷⁸ H. Causse, *Les titres négociables*, *op. cit.*, p. 276.

¹¹⁷⁹ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit. , n° 30.

Conclusion du Chapitre I

Compte tenu de la similitude entre les *sukuk* et les valeurs mobilières obligataires de droit français, le régime juridique de ces derniers leur sera applicable lorsqu'ils sont purement internes (domestiques), mais également lorsqu'ils comportent un élément d'extranéité. Les *sukuk* qui seront émis en France comporteront très probablement au moins un élément d'extranéité, tout au moins du fait du lieu de résidence des investisseurs qui seront sollicités notamment dans les pays du Conseil de coopération du Golfe, ce qui leur donnera une dimension internationale.

Les sociétés de droit français habilitées à émettre des obligations, décident de l'internationalité de leur émission. Celle-ci peut être caractérisée soit quand il seront offerts à l'intention d'épargnants résidant habituellement en dehors du territoire français, soit en implantant hors de son territoire le véhicule émetteur (*SPV*) ou encore en libellant les titres de son émission en monnaie étrangère¹¹⁸⁰. La sollicitation d'épargnants dont le lieu de résidence habituelle se situe à l'étranger nous intéresse particulièrement, compte tenu de l'intérêt que représente une opération d'émission de *sukuk* en France pour l'économie française et pour les entreprises cherchant de nouvelles ressources d'investissement.

L'internationalité des *sukuk* sera celle des valeurs mobilières obligataires de droit français. Compte tenu de la multitude des rapports juridiques qu'ils comportent, le régime juridique qui leur sera applicable sera composé de lois distinctes dont chacune sera applicable en fonction de la nature du rapport en question.

Lorsque l'émetteur est situé en France, c'est à la loi française (*lex societatis*) que l'émission de *sukuk* devra être soumise. Elle gouvernera ainsi toutes les conditions et modalités d'émission (habilitation à l'émission, organe décisionnaire compétent, quorum, etc.), les caractéristiques des titres, dont leur aptitude à circuler à l'étranger. L'exercice par les souscripteurs de leur droit de disposer de leur titre par ailleurs sera régi par les règles de la loi de situation du titre (*lex rei sitae*). Celle-ci fut remplacée

¹¹⁸⁰ Banque des Règlements Internationaux (BRI) / *Bank of International Settlements (BIS)*, Guide to international financial statistics, Jul. 2009, *paper* n° 14.

par la loi de situation du compte-titres depuis la dématérialisation de tous les titres financiers.

Dès lors que des investisseurs sont sollicités à l'étranger en vue d'un placement de *sukuk* émis et cotés en France, deux conséquences s'imposent. D'abord, les titres doivent être détenus par un intermédiaire chargé de tenir les comptes qui porteront les titres *sukukaires* en vertu de l'article L. 228-1 al 7 du Code de commerce. Il s'en suit que les problèmes issus de l'exercice de leur droit de disposer de leurs titres *sukukaires* seront régis par la loi désignée dans la convention de tenue de compte-titre conclue avec l'intermédiaire habilité à tenir et conserver les comptes. Pourtant, ce droit était initialement soumis à la loi du lieu de situation du titre, puis du compte-titres.

La deuxième conséquence se situe à l'échelle des règles impératives de marché. Compte tenu du caractère supérieur des intérêts qu'elles protègent, ces règles font échec à l'application de toute règle de conflit ou stipulation contractuelle contraire. L'admission des *sukuk* sur le marché réglementé en France devra être faite conformément à la réglementation française, alors que la sollicitation des épargnants résidant à l'étranger sera gouvernée par les règles de leurs pays de résidence et qui protègent l'épargne publique sur leur territoire. Le respect de la réglementation française relative à l'offre au public de titres s'y ajoutera si au moins une partie du public sollicité réside habituellement en France.

CHAPITRE II LA PRÉÉMINENCE DE LA LOI DE L'ÉMETTEUR

La loi applicable au rapport contractuel est celle qui y a été désignée comme telle par les parties. Ce principe est posé à l'article 3 paragraphe 1 du Règlement « Rome I¹¹⁸¹ ». Il consacre la libre détermination par les parties à un contrat international ou interne¹¹⁸² de la loi qui régira leur contrat. Toutefois, le principe de la loi d'autonomie ne peut faire échec à un ensemble de règles auxquelles on ne peut déroger. Il s'agit des règles impératives de l'État où sont situés tous les éléments du contrat, ou celles de l'Union européenne lorsque les éléments se situent sur le territoire de plusieurs États membres.

Concernant les titres financiers, l'ensemble des règles de conflit ont été reprises dans le projet de l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 avant d'être écartées du texte définitif de l'ordonnance. La doctrine s'en sert encore pour exposer les principes qui régissent le droit des titres financiers en France¹¹⁸³.

L'application de la loi de la société émettrice est intimement liée à la naissance du titre. Sans celle-ci le titre n'existe pas¹¹⁸⁴. Elle détermine les titres pouvant être émis, les conditions de leur émission ainsi que leurs caractéristiques, à savoir, les droits qui y sont attachés y compris leur aptitude à la circulation à l'étranger.

En réalité, deux types de rapports juridiques principaux et distincts ressortent pendant la phase d'émission : l'acte d'émission en soi et le placement des titres (première commercialisation). Sachant que les *sukuk* sont des titres financiers qui sont de nature à être offerts à la souscription du public, leur émission doit tenir compte des règles du lieu de cotation en vertu du principe de territorialité des marchés réglementés. Par conséquent, l'émetteur de titres financiers admis à la cote sur un marché réglementé en France devra se conformer aux règles françaises relatives à

¹¹⁸¹ Règlement eur. (CE), n° 593/2008, dit « Rome I », du 17 juin 2008, précit., art. 3.1 : « Le contrat est régi par la loi choisie par les parties. Le choix est exprès ou résulte de façon certaine des dispositions du contrat ou des circonstances de la cause. Par ce choix, les parties peuvent désigner la loi applicable à la totalité ou à une partie seulement de leur contrat »

¹¹⁸² Règlement eur. (CE) n° 593/2008, dit « Rome I », du 17 juin 2008, précit., art. 3.3 : « Lorsque tous les autres éléments de la situation sont localisés, au moment de ce choix, dans un pays autre que celui dont la loi est choisie, le choix des parties ne porte pas atteinte à l'application des dispositions auxquelles la loi de cet autre pays ne permet pas de déroger par accord ».

¹¹⁸³ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 12.

¹¹⁸⁴ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 16.

l'offre au public de titres financiers. Ceci ressort des articles L. 411-1¹¹⁸⁵ du Code monétaire et financier qui définissent l'offre au public de titres et L. 421-1 I qui définit le marché réglementé¹¹⁸⁶. L'ensemble des règles relatives au marché réglementé applicables à titre de lois de police sont unifiées sous une forme de règle de conflit bilatérale dite *lex mercatus*¹¹⁸⁷. Elles visent à protéger le consommateur épargnant et prévalent sur toute règle de conflit ou prescription contractuelle contraire compte tenu du caractère impératif que revêt la protection de l'épargne sollicitée en vue de placement des titres justifie la nature de lois de police¹¹⁸⁸. La *lex mercatus* permet de prendre en considération les lois de police étrangères relatives à la protection de l'épargne lorsque le placement des titres l'exige, comme c'est le cas de la sollicitation de l'épargne étrangère par une émission faite par un émetteur de titres qui seront cotés en France ou multi-cotés à l'étranger et en France.

Pendant la phase de la création par une société de droit français (structure, véhicule) de *sukuk* qui seront cotés sur marché français, tous les aspects relatifs aux conditions et au processus de l'émission ainsi qu'aux caractéristiques des titres à émettre devront être soumis à la réglementation française. Elle s'y appliquera à titre de la loi de l'émetteur, comme c'est le cas pour les titres obligataires de droit commun émis par une société soumise au droit français (Section I). Les dispositions des articles 5/1/7 du standard 17 AAOIFI exigent la publication systématique d'un prospectus préalablement à la conclusion du contrat de souscription. L'émission des *sukuk* semble ne viser qu'un placement dans le public épargnant. Et dans cas, les dispositions de la loi française prévaudront à titre de lois de police qui est celle du marché réglementé (Section II). Le placement étant un préalable à la cotation des titres

¹¹⁸⁵ C. monét. et fin., art. L 411-1 : « L'offre au public de titres financiers est constituée par l'une des opérations suivantes:
1. Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ;

2. Un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers

¹¹⁸⁶ C. monét. et fin., art. L. 421-1 : « Un marché réglementé d'instruments financiers est un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché. Il est reconnu et fonctionne conformément aux dispositions du présent chapitre ».

¹¹⁸⁷ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1241, p. 1018.

¹¹⁸⁸ Directive eur. (CE), n° 2002/65/CE, du Parlement européen et du Conseil, 23 septembre 2002, concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, *JOCE L 271*, 9 octobre 2002, art. 12 : cité par B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1241, p. 1018, comme un aveu de l'indispensable protection de l'épargne publique sollicitée à travers les frontières, à laquelle le consommateur épargnant ne peut renoncer.

obligataires, il se situe dans l'étape de vie du titre relative à l'émission.

Section I. La compétence de la lex societatis

La nationalité des sociétés et siège social. Même si la notion de nationalité des sociétés a souvent été contestée par de nombreux auteurs¹¹⁸⁹, le législateur français la consacre aujourd'hui sans la définir. Pourtant, la jurisprudence¹¹⁹⁰ a été la première à établir le principe de rattachement des sociétés par leur siège social, avant que le législateur ne le codifie¹¹⁹¹.

Aujourd'hui, la loi française s'impose explicitement comme loi applicable à toute société émettrice dont le siège social se situe sur le territoire français. En effet, l'alinéa premier de l'article L. 210-3 du Code de commerce dispose que « les sociétés dont le siège social est situé en territoire français sont soumises à la loi française ». Aussi, l'alinéa premier de l'article 1937 du Code civil soumet au droit français « toutes les sociétés dont le siège social se situe sur le territoire français ».

L'application de la lex societatis au titre obligataire. Le rattachement des titres obligataires à la loi de leur émetteur ne provient pas d'un texte légal, mais du droit positif établi sur la base des règles de conflit qui régissent la matière des emprunts obligataires. Pourtant le projet d'ordonnance du 8 janvier 2009, avait avancé des règles de conflit relatives aux titres financiers. L'une de celles-ci désignait la loi de l'émetteur comme celle qui détermine (i) les titres susceptibles d'être émis, (ii) les conditions de leur émission et leur annulation, ainsi que (iii) celles relatives à leurs formes. Considérée peu consensuelle dans sa rédaction, la partie du projet d'ordonnance portant sur le conflit de lois n'a pas été retenue dans le texte final¹¹⁹².

¹¹⁸⁹ G. de Labroüe de Vareilles-Sommières, *Les personnes morales*, éd. Pichon, 1902, p. 643 ; J.-P. Niboyet, « Existe-t-il vraiment une nationalité des sociétés ? », *Rev. Crit. DIP*, 1927, p. 402 ; Y. Loussouarn, « La nationalité des sociétés », in, *Travaux du Comité français de droit international privé*, 1966-1969, p. 206.

¹¹⁹⁰ Cass. civ., 20 juin 1870, *Société du débarcadère de Cadix*, S. 70.I.373.

¹¹⁹¹ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1194, p. 984.

¹¹⁹² M. Dubertet et D. Mangenet, art. précit., n° 25.

Dans l'affaire *Royal Dutch*¹¹⁹³, la Cour de cassation avait considéré que la loi de l'émetteur, néerlandais en l'espèce, s'applique à la création et au maintien en vie des titres de capital. Il s'en suit que seule cette loi nationale « détermine, quel que soit le pays où les titres sont détenus, les conditions dans lesquels s'acquiert, se conserve et se perd la qualité d'actionnaire ».

Depuis l'arrêt de la Cour de cassation précité, toutes les conditions d'émission et ses modalités, à savoir l'aptitude de la société émettrice, la procédure d'émission, la forme de la valeur mobilière, l'habilitation de l'organe à décider d'une émission obligataire, l'atteinte du *quorum*, le volume de l'émission, etc., sont régies par la *lex societatis*¹¹⁹⁴. Ainsi, une même et unique loi, celle de l'émetteur, gouverne les conditions d'émission, de souscription aux titres et leurs caractéristiques¹¹⁹⁵.

La doctrine a considéré que la jurisprudence *Royal Dutch* peut également s'appliquer aux obligations¹¹⁹⁶. La décision d'émettre des valeurs mobilières est une prérogative de l'émetteur accordée par le législateur aux sociétés par actions conformément aux dispositions de l'alinéa premier de l'article L. 228-1 du Code de commerce, qui dispose que « les sociétés par actions, émettent toutes valeurs mobilières dans les conditions du présent livre ». La loi leur octroie ce droit tout en imposant certaines limites. La loi de l'émetteur trouve ainsi pleinement à s'appliquer, puisque sans elle « le titre n'existe pas¹¹⁹⁷ ».

Or, la *lex societatis* s'applique systématiquement sur certains aspects de l'émission obligataire (Sous-section 1), alors que son application est facultative concernant d'autres (Sous-section 2).

¹¹⁹³ Cass. Civ. 1^{ère}, 17 octobre 1972, *Affaire Royal Dutch*, *Bull. Civ. I*, n° 204, *Rev. Crit. DIP*, 1973, 520, note Batiffol.

¹¹⁹⁴ *Ibid.*

¹¹⁹⁵ Y. Loussouarn et M. Trochu, art. précit., n° 24 ; J.-P. Bouère, H. de Vauplane et *alii*, *op. cit.*, n° 31, p. 83.

¹¹⁹⁶ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 13.

¹¹⁹⁷ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 16.

Sous-section 1. La stricte application de la *lex societatis*.

(i) Catégories de titres et caractéristiques. Les catégories de titres financiers sont nommément désignées à l'article L. 211-1 II du Code monétaire et financier. La société par action émet soit des titres de capital dont les actions, soit les titres de créance dont les obligations, soit les actions ou parts d'organismes de placement collectif.

Bien que légalement autorisées à émettre tout type de titres, les sociétés par actions doivent respecter les conditions légales relatives à l'émission¹¹⁹⁸. Devant nécessairement être connus par la loi¹¹⁹⁹ nationale de l'émetteur qui en précise les caractéristiques et le régime, les titres obligataires et les titres de capital ne peuvent être émis que par des sociétés par actions, dans des formes connues par cette même loi. L'institution du *trust* et les certificats de *trust* n'étant pas consacrés par la loi française, aucune société de droit français ne saurait émettre des *trust certificates*.

Toutefois, l'émetteur peut attribuer à ses titres des caractéristiques supplémentaires qui ne sont pas prévues par la loi. La Cour de cassation avait estimé que ces caractéristiques ne sont pas exigées par la loi pour caractériser un titre financier d'obligation. Alors que l'article L. 213-5 du Code monétaire et financier définit cette dernière par ses caractéristiques de titre négociable qui confère « les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale¹²⁰⁰ » à son titulaire, l'attribution d'autres droits tels qu'une garantie de remboursement du nominal prévue au prospectus au profit des souscripteurs ne constitue pas une caractéristique du titre¹²⁰¹.

(ii) Conditions d'émissions et d'annulation des titres obligataires : le préalable de la libération du capital. La législation requiert que l'émetteur remplisse certaines conditions avant de pouvoir procéder valablement à une émission

¹¹⁹⁸ C. com., art. L. 228-1 al 1 : « Les sociétés par action émettent toutes valeurs mobilières dans les conditions du présent livre ».

¹¹⁹⁹ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 14.

¹²⁰⁰ C. monét. et fin., art. L. 213-5 : « Les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale ».

¹²⁰¹ Cass. civ. 2^{ème}, 23 nov. 2017, *Société Generali SA c/ François X.*, n° 16-22.620.

d'obligations en France. Ces conditions ont été récemment simplifiées par l'ordonnance du 10 mai 2017¹²⁰² qui en a modernisé certains aspects.

Le capital social de la société émettrice d'obligations doit être entièrement libéré pour pouvoir valablement émettre des titres obligataires. Et à défaut d'avoir établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires, l'émetteur doit procéder à une vérification de l'actif et du passif effectuée par un commissaire désigné par l'organe habilité à décider de l'émission obligataire. C'est ce dont dispose l'article L. 228-39 du Code de commerce¹²⁰³.

Les entreprises qui ne sont pas légalement autorisées à émettre des titres dans le public courent le risque de voir annuler tous les contrats relatifs à l'opération, comme en disposent les articles L. 412-3 du Code monétaire et financier et l'article 1841 du Code civil¹²⁰⁴.

L'annulation. Selon les termes de l'article L. 228-74 du Code de commerce, les obligations ayant été remboursées ou annulées ne sauraient être remises en circulation par l'émetteur.

¹²⁰² Ordonnance n° 2017-970, 10 mai 2017 tendant à favoriser le développement des émissions obligataires, *JORF* n° 0110 du 11 mai 2017.

¹²⁰³ C. com, art. L. 228-39 : « A peine de nullité des contrats conclus ou des obligations émises, l'émission d'obligation par une société par actions n'ayant pas établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires doit être précédée d'une vérification de l'actif et du passif.

Cette vérification est assurée par un ou plusieurs commissaires désignés par l'organe de la société ayant qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations. Ces commissaires sont soumis aux incompatibilités prévues à l'article L. 822-11-3. Le ou les commissaires établissent, sous leur responsabilité, un rapport sur la valeur des actifs et des passifs de la société, qui est soumis à l'organe de la société ayant qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations préalablement à sa décision ou à son autorisation.

Les dispositions du premier alinéa ne sont pas applicables à l'émission d'obligations qui bénéficient de la garantie de sociétés ayant établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires. Elles ne sont pas non plus applicables à l'émission d'obligations qui sont gagées par des titres de créance sur l'Etat, sur les autres collectivités publiques ou sur des entreprises concessionnaires de l'Etat ou de toute autre collectivité publique ou subventionnées par ces mêmes collectivités et ayant établi le bilan de leur premier exercice.

L'émission d'obligations est interdite aux sociétés dont le capital n'est pas intégralement libéré sauf si les actions non libérées ont été réservées aux salariés en application des articles L. 3332-18 à L. 3332-24 du code du travail, et sauf si elle est faite en vue de l'attribution aux salariés des obligations émises au titre de la participation de ceux-ci aux fruits de l'expansion de l'entreprise ».

¹²⁰⁴ C. monét. et fin., art. L. 412-3 : « Les manquements aux interdictions édictées aux articles du code de commerce cités à l'article L. 412-2 sont sanctionnés par la nullité des contrats conclus ou des titres émis » ; art. L. 412-2 : « Les interdictions d'émettre des valeurs mobilières, de procéder à une offre au public de titres financiers ou de faire admettre des titres sur un marché réglementé sont édictées par les articles L. 223-11, L. 227-2 et le premier alinéa des articles L. 228-39 et L. 252-10 du code de commerce » ; C. civ., art. 1841 : « Il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de procéder à une offre au public de titres financiers, d'émettre des titres négociables ou de procéder à une offre au public, au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, de parts sociales, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres ou parts sociales émis ».

(iii) Formes des titres. La forme et la transmission des titres trouvent leur source dans la *lex societatis*¹²⁰⁵. Les titres financiers doivent revêtir l'une des formes légales, à savoir être un titre nominatif ou au porteur. Cette forme est rattachée à la fois à l'inscription en compte du titre, et à son caractère international, selon les termes des articles L. 211-3, L. 211-4, R. 211-2 du Code monétaire et financier, et L. 228-1 al 7 du Code de commerce. Comme nous l'avons déjà souligné, les titres obligataires dont les titulaires résident à l'étranger ont la forme au porteur et sont inscrits en compte tenu par un intermédiaire financier.

Sur la base d'une décision de justice implicite en la matière¹²⁰⁶, la forme a été considérée par la doctrine comme « consubstantielle » au titre, ce qui lui exclut l'application de toute autre loi que celle de l'émetteur¹²⁰⁷.

(iv) Obligation d'inscription en compte-titres et négociabilité. Depuis la loi de finance pour 1982¹²⁰⁸ les valeurs mobilières émises en France par un émetteur français ont été dématérialisées. Hormis le cas des titres des sociétés d'épargne forestière ou des sociétés civiles de placement immobilier¹²⁰⁹, tous les titres doivent être inscrits en compte-titres tenu par l'émetteur pour les titres nominatifs ou par un intermédiaire pour les titres au porteur. Cette écriture comptable permet de constater les droits créés par l'émetteur du titre au profit du souscripteur dont le nom est porté (i) sur un compte-titres tenu par l'émetteur (cas des titres nominatifs) ou l'intermédiaire (teneur de compte conservateur) devant impérativement être inscrit auprès du dépositaire central (Euroclear). Il peut également être inscrit (ii) dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP/*blockchain*).

Quand le titre est inscrit en compte il devient négociable, c'est-à-dire transmissible par simple écriture comptable dans les registres de l'émetteur ou de

¹²⁰⁵ R. Roblot, « La dématérialisation des valeurs mobilières », *ANSA*, 1984, n° 3 et 14.

¹²⁰⁶ Cass. com., 13 février 1967, *Bull. civ. III*, n° 67 et *Rev. crit. dr. int. privé*, 1968.52, note Loussouarn.

¹²⁰⁷ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 16.

¹²⁰⁸ Loi de finances pour 1982, précit., art. 94-II. Cette loi avait prévu la dématérialisation par inscription en compte-titres des valeurs mobilières émises en territoire français et soumises à la législation française. Il fut abrogé par l'ordonnance 2000-1223, et depuis, les titres financiers aussi bien émis en France ou à l'étranger et soumis à la loi française, sont tous obligatoirement inscrits en compte-titres.

¹²⁰⁹ C. monét. et fin., art. L. 211-14 : « A l'exception des parts des sociétés civiles de placement immobiliers mentionnées à l'article L. 214-114 et les sociétés d'épargne forestière mentionnés à l'article L. 214-121, les titres financiers sont négociables ».

l'intermédiaire. L'inscription en compte permet au titulaire d'en céder la propriété par virement de compte à compte, tel que la loi dispose dans les articles L. 211-14, 15 et 16 du Code monétaire et financier. L'inscription en compte du titre au nom du titulaire le rend propriétaire de son titre, d'où le principe d'inopposabilité des exceptions relative au droit de propriété du titulaire de bonne foi et régulièrement inscrit en compte, lequel est consacré à l'article L. 211-16 du Code monétaire et financier¹²¹⁰. Instituée pour empêcher qu'un opérateur se prévale d'exceptions afin d'échapper à une demande d'exécution d'un transfert, cette inopposabilité des exceptions constitue la base de sécurité des marchés financiers¹²¹¹. *A contrario*, les exceptions inhérentes à la dette sous-jacente sont opposables au créancier, contrairement au régime classique des cessions de créances, aujourd'hui codifié aux articles 1323 et 1324 du Code civil. Il s'en suit que le titulaire du compte n'a pas une position plus sûre du fait de la négociabilité du titre (formelle) alors qu'il bénéficie de l'inopposabilité des exceptions du fait de la négociabilité de son droit que le titre constate¹²¹².

Or, l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier soumet l'obligation d'inscription en compte-titres à deux conditions cumulatives : l'émission doit avoir lieu en France et l'émetteur doit être soumis au droit français. L'inscription des titres peut également être faite dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (*blockchain*) depuis l'ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017¹²¹³, qui « tient lieu d'une inscription en compte », selon les termes de l'alinéa 2° de l'article L. 211-3.

Dispense limitée de l'inscription en compte. Parallèlement, la législation française prévoit que lorsque les investisseurs ne sont pas domiciliés en France, la tenue de leur compte-titres doit être faite par un intermédiaire agissant pour leur compte, sous réserve d'admission sur le marché réglementé, la forme au porteur n'ayant dans ce contexte aucune incidence sur cette inscription. C'est ce qui ressort des

¹²¹⁰ C. monét. et fin., art. L. 211-16 : « Nul ne peut revendiquer pour quelque cause que ce soit un titre financier dont la propriété a été acquise de bonne foi par le titulaire du compte-titres dans lequel ces titres sont inscrits ».

¹²¹¹ Th. Bonneau et *alii*, Droit financier, *op. cit.*, n° 826, p. 513.

¹²¹² M. Dubertet et D. Mangenet, art. précit., n° 14 à 18.

¹²¹³ Ordonnance n° 2017-1674, 8 décembre 2017, relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers, *JORF* n°0287, du 9 décembre 2017. Elle a été adoptée pour l'application de la Loi n° 2016-1691, dite « Sapin II », 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, *JORF* n° 0287, du 10 décembre 2016.

articles L. 211-3, L. 211-4, R. 211-2 du Code monétaire et financier et L. 228 al 7 du Code de commerce.

L'article R. 211-7 du Code monétaire et financier élucide la dispense de l'inscription en compte qui peut être déduite des termes de l'article L. 211-3 précité. Elle ne concerne que les certificats représentatifs de titres financiers (*depository receipts*) émis par des sociétés soumises au droit français, mais destinés à circuler à l'étranger, de manière exclusive, sur demande de l'émetteur. Ces certificats sont émis par Euroclear France¹²¹⁴ dépositaire central des titres financiers français, conformément à l'article 8.1 du Règlement de fonctionnement¹²¹⁵.

Mention sommaire dans le standard 17 AAOIFI. Le dispositif AAOIFI relatif aux *sukuk* mentionne furtivement leur inscription en compte. L'article 4/1 du standard 17 dispose que les *sukuk* « *are (...) issued in the name of the owner or bearer in order to establish the claim of the certificate owner over the financial rights and obligations represented by the certificate* ». Aucune mention n'y est faite lorsque ces titres ont une envergure transfrontalière. Il en résulte que l'émission de *sukuk* soumis au droit français et destinés à être placés auprès d'épargnants étrangers en vue d'être admis à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext France, implique leur inscription en compte-titres détenus par un ou plusieurs intermédiaires financiers dont certains seront certainement situés à l'étranger.

Toutefois, les *sukuk* seront légalement considérés comme des biens, tel que c'est le cas pour les titres financiers et bénéficieront de ce fait d'un statut réel¹²¹⁶ qui les rattache à loi de leur situation physique. Cette territorialité a été modifiée dans

¹²¹⁴ Par agrément délivré le 13 juillet 2016, l'AMF a approuvé la modification des règles de fonctionnement d'Euroclear France au titre du règlement Européen (UE) n° 909/2014 du Parlement Européen et du Conseil, du 23 juillet 2014, concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union Européenne et les dépositaires centraux de titres, et modifiant les directives 98/26/CE et 2014/65/UE ainsi que le Règlement Européen (UE) n° 236/2012 dit CSDR (*Central Securities Depository Regulation*). Cet acte vise à instaurer un cadre harmonisé d'agrément et de supervision des activités des dépositaires centraux de titres. https://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/94661465-3cb5-4c31-95e4-0c9abab94c7b_fr_1.0_rendition

¹²¹⁵ Euroclear France (dépositaire central), Règles de fonctionnement, art. 8.1 : « Euroclear France peut, conformément aux dispositions de l'article R. 211-7 du code monétaire et financier, émettre à destination de l'étranger des certificats représentatifs de Titres Financiers français. L'émission de tels certificats est faite dans l'intérêt général des marchés, en considération, notamment, des usages en vigueur sur les places étrangères ».

¹²¹⁶ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 7.

ses contours et renvoie à la question de détention du titre par un teneur de compte-conservateur¹²¹⁷.

En effet, la nature juridique des titres financiers dématérialisés a suscité beaucoup de controverses notamment au sujet du droit du titulaire ou porteur d'un titre dont la seule matérialisation est représentée par une simple inscription comptable. Alors qu'il était largement admis que ces derniers jouissent d'un droit réel sur leur titre, lorsqu'il était encore émis sur un support en papier, l'inscription en compte des titres financiers remet en cause ce droit et rompt le lien entre la chose et son titulaire¹²¹⁸. Notons que la dématérialisation ne s'est pas arrêtée aux frontières des titres financiers mêmes. Elle touche la négociation des actifs et le paiement des opérations. Ainsi non seulement les biens et les échanges sur les marchés financiers ont été dématérialisés, mais également l'économie entière¹²¹⁹.

(v) L'organe compétent pour décider de l'émission. Le régime juridique des émissions obligataires a été assoupli par l'ordonnance du 10 mai 2017. L'article L. 228-40¹²²⁰ dudit Code, permet désormais au conseil d'administration de la société par actions, ou à son directoire, « de déléguer à toute personne de son choix », le pouvoir de décider d'une émission d'obligations et d'en fixer les modalités, sauf stipulation expresse contraire dans les statuts. Ce choix se limitait au directeur ou directeurs délégués avant la réforme.

Sous-section 2. La *lex societatis* optionnelle.

Il existe quelques dispositions de la loi de l'émetteur (français) qui lui permettent de s'affranchir d'autres règles légales, dès lors que l'émission comporte des éléments d'extranéité. Cette mesure vise à encourager les opérations de financement par émission de titres transfrontaliers. Parmi celles-ci on note le caractère facultatif de

¹²¹⁷ V. *infra*, sur les rapports relatifs à la tenue du compte, p. 316 et s.

¹²¹⁸ H. de Vauplane et F. Nizard, « Les titres inscrits en compte en droit international privé », *Mélanges AEDBF-France*, III, Banque éd., 2001, p. 401.

¹²¹⁹ H. de Vauplane, « Des titres papiers aux titres digitaux », *Revue économique financière*, 2018, n° 129, p. 89.

¹²²⁰ C. com., art. L. 228-40 : « Le conseil d'administration, le directoire, le ou les gérants ont qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations, sauf si les statuts réservent ce pouvoir à l'assemblée générale ou si celle-ci décide de l'exercer.

Le conseil d'administration ou le directoire peut déléguer, à toute personne de son choix, les pouvoirs nécessaires pour réaliser, dans un délai d'un an l'émission d'obligations et en arrêter les modalités.

Les personnes désignées rendent compte au conseil d'administration ou au directoire dans les conditions déterminées par ces organes ».

la constitution d'une masse d'obligataires et l'exonération fiscale des prélèvements qui frappent les produits financiers.

(i) **La dispense de constituer une masse d'obligataires.** Les obligataires sont représentés par un ou plusieurs représentants¹²²¹, révocables par l'assemblée¹²²² d'une masse d'obligataires dotée de la personnalité civile¹²²³. Le représentant est mandaté pour représenter la masse et effectuer tout acte de gestion au nom de celle-ci afin d'assurer la défense des intérêts communs des obligataires¹²²⁴.

L'article L. 228-90 du Code de commerce dispose notamment que l'émetteur français de titres obligataires étrangers est dispensé de toutes les dispositions relatives à la constitution d'une masse d'obligataires, sauf stipulation expresse contraire au contrat d'émission¹²²⁵. Si ce dernier décide de constituer une masse, la mention en est faite au contrat d'émission, et la loi qui y sera applicable est la *lex contractus*, et non plus la loi de l'émetteur¹²²⁶.

Compte tenu du fait que l'émission en France de *sukuk* s'orientera vers un placement des titres dans des pays à haut taux de liquidité, l'émetteur, tout comme celui de titres obligataires classiques, pourra s'affranchir de la constitution d'une masse d'obligataires. Les articles L. 228-46 et suivants du Code de commerce, imposent cette organisation à l'émetteur d'obligations domestiques. Alors que la prise des décisions de la masse était faite en assemblée générale, l'ordonnance du 10 mai 2017¹²²⁷ a permis qu'elle puisse désormais se faire « à l'issue d'une consultation écrite, y compris par voie électronique, si le contrat d'émission le prévoit et selon les modalités de délai et

¹²²¹ C. com., art. L. 228-47.

¹²²² C. com., art. L. 228-52.

¹²²³ C. com., art. L. 228-46 al. 1 : « Les porteurs d'obligations d'une même émission sont groupés de plein droit pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile ».

¹²²⁴ C. com., art. L. 228-53.

¹²²⁵ C. com., art. L. 228-90 : « Sauf clause contraire du contrat d'émission, les dispositions des articles L. 228-46 à L. 228-69, L. 228-71, L. 228-72, L. 228-76 à L. 228-81 et L. 228-83 à L. 228-89 ne sont pas applicables aux sociétés dont les emprunts sont soumis à un régime légal spécial, ni aux emprunts garantis par l'Etat, les départements, les communes ou les établissements publics ni aux emprunts émis à l'étranger par des sociétés françaises ».

¹²²⁶ Sur la disparition de la constitution de masse d'obligataires, V. Th. Bonneau, « La réforme 2017 des émissions obligataires », *JCP E*, 2017, act. 427 ; H. Le Nabasque, « Le déclin annoncé de la masse des obligataires », *RD bancaire et fin.*, 2017, repère 3.

¹²²⁷ Ordonnance, n° 2017-970, 10 mai 2017, tendant à favoriser le développement des émissions obligataires, *JORF n° 0110*, 11 mai 2017.

de formes définies par celui-ci »¹²²⁸. Ceci devrait fortement alléger la procédure de prise de décisions au sein de la masse, lorsque les investisseurs se trouvent à l'étranger.

(ii) Exonération fiscale. La flexibilité du régime juridique des emprunts obligataires s'étend également à l'exonération accordée par l'article 131 quater du Code général des impôts¹²²⁹. Ils sont exonérés du prélèvement sur les produits de placement à revenu fixe.

Afin d'éviter tout amalgame et conflit supplémentaire, il a été fortement conseillé par les auteurs H. Synvet et A. Tenenbaum, que le contrat d'émission fasse la part entre les aspects soumis à la *lex societatis* par choix de l'émetteur et ceux qui seront régis par la *lex contractus*¹²³⁰.

Section II. Les lois de police

Il a été longtemps admis en droit international privé français que les lois de police prévalent pour faire appliquer à un instrument financier qui comporte un élément d'extranéité, la loi du marché financier sur lequel les échanges ont lieu (*lex mercatus*). La Directive 2004/39 dite « MIF ¹²³¹ » devenue Directive 2014/65/UE appelée couramment « MIF II¹²³² » a considéré que « le droit public régissant les négociations effectuées dans le cadre des systèmes d'un marché réglementé est celui de l'État membre d'origine dudit marché réglementé ».

La loi de l'émetteur (*lex societatis*) qui s'impose sur l'émission des valeurs mobilières, cède devant la *lex mercatus* du marché prospecté « par anticipation de sa compétence territoriale¹²³³ » qui s'appliquera à titre de loi de police.

¹²²⁸C. com., art. L. 226-46-1.

¹²²⁹ CGI, art. 131 quater : « Les produits des emprunts contractés hors de France avant le 1^{er} mars 2010 et dont la date d'échéance n'est pas prorogée à compter de cette date, ainsi que les emprunts conclus à compter du 1^{er} mars 2010 mais assimilables à un emprunt conclu avant cette date, par des personnes morales françaises, ou par des fonds communs de créances régis par les articles L. 214-169 à L. 214-176 du code monétaire et financier sont exonérés du prélèvement prévu au III de l'article 125 A.

¹²³⁰ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 25.

¹²³¹ Directive eur. (CE) 2004/39, « dite MIF », précit., art. 4 §1, 14 et 36.

¹²³² Directive eur. (UE) 2014/65/UE du 15 mai 2014, « dite MIF II », précit., art. 44-4 : « Sans préjudice de toute disposition applicable du règlement (UE) n° 596/2014 et de la directive 2014/57/UE, le droit public régissant les négociations effectuées dans le cadre des systèmes d'un marché réglementé est celui de l'État membre d'origine dudit marché réglementé ».

¹²³³ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1240, p. 1017.

Concrètement, l'ensemble des lois impératives relatives aux instruments financiers qui s'appliquent en tant que lois de police, constituent une règle bilatérale de conflit désignant la loi du lieu (du marché) comme prévalant sur toute autre loi¹²³⁴. Leur prééminence découle du rôle qu'elles exercent dans la sauvegarde de l'intégrité des marchés, la sécurité de l'épargne, et le maintien de la stabilité de l'économie.

Les textes de droit financier qui sont spécifiques à la protection de l'investisseur imposent à l'émetteur d'instruments financiers destinés à être offerts à la souscription du public de remplir un certain nombre d'obligations. Parmi celles-ci figure l'obligation à l'égard du souscripteur de faire preuve de transparence sur la nature et les caractéristiques de ces instruments, ainsi que sur sa situation financière et sur tout fait pertinent pouvant avoir une influence sur le cours de ces instruments, ou sur sa situation financière¹²³⁵. Ces informations doivent être publiées dans un document dit prospectus, conformément aux dispositions du Règlement 2017 précité. Cette obligation d'information et de transparence préserve la sécurité, la fluidité et l'efficacité du marché et garantit la compétition loyale sur le marché, entre les différents titres financiers¹²³⁶. Elle s'applique lorsque l'offre s'adresse à l'épargne française ou en vue d'une cotation sur le marché réglementé français.

Les lois de police sont les règles à l'application desquelles aucune disposition contractuelle ou règle de conflit ne peut déroger (Sous-section 1). Dans le domaine des marchés d'instruments financiers, elles sont regroupées sous l'appellation de loi du marché (Sous-section 2).

¹²³⁴ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1241, p. 1018.

¹²³⁵ Règlement eur. (UE) n° 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil, 14 juin 2017, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, (dite Directive Prospectus), *JOUE L 168/12* du 30 juin 2017, notamment le considérant (7) : « Le présent règlement a pour objet de garantir la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés tout en renforçant le marché intérieur des capitaux. La fourniture d'une information qui, selon la nature de l'émetteur et des valeurs mobilières, est nécessaire pour permettre aux investisseurs de prendre une décision d'investissement en connaissance de cause garantit, conjointement aux règles de conduite, la protection des investisseurs. En outre, cette information constitue un moyen efficace de renforcer la confiance dans les valeurs mobilières, contribuant ainsi au bon fonctionnement et au développement des marchés de valeurs mobilières. La façon appropriée de rendre cette information disponible consiste en la publication d'un prospectus ».

¹²³⁶ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1041, p. 1018.

Sous-section 1. La définition de la loi de police

Si l'alinéa premier de l'article 3 du Code civil français oblige les résidents sur le territoire français à se soumettre aux lois de police et de sûreté¹²³⁷, le législateur n'a toutefois pas défini cette notion. Il a laissé au juge le soin¹²³⁸ de désigner, au besoin, tout texte législatif comme ayant la valeur d'une loi de police.

Définition par le droit européen. L'article 9 du Règlement « Rome I¹²³⁹ », dispose qu'une « loi de police est une disposition impérative dont le respect est jugé crucial par un pays pour la sauvegarde de ses intérêts publics tels que son organisation politique, sociale ou économique, au point d'en exiger l'application à toute situation entrant dans son champ d'application, quelle que soit par ailleurs la loi applicable au contrat d'après le présent règlement ». Son application s'impose au juge qui relève que l'affaire qui lui est soumise entre dans son champ d'application.

Définition doctrinale. Ph. Francescakis définit les lois de police sous un angle politique. Il s'agit de certaines lois nationales qui jouissent de la valeur de lois de police dans le droit international privé de certains pays en raison de leur faculté à sauvegarder l'organisation politique, sociale ou économique du pays¹²⁴⁰.

Pour P. Mayer, ce sont des règles qui sont si impératives pour le droit du pays dont elles émanent, qu'elles sont applicables, quelle que soit la loi désignée par

¹²³⁷ C. civ., art. 3 : « Les lois de police et de sûreté obligent tous ceux qui habitent le territoire ».

¹²³⁸ Notons un cas d'un texte de loi auquel la valeur de loi de police a été accordée par le législateur : C. cons., art. L. 711-2, à propos d'application des textes sur le surendettement aux consommateurs français, quel que soit leur lieu de résidence, dès lors que le créancier est établi sur le sol français.

¹²³⁹ Règlement Eur. (CE), n° 593/2008, « Rome I », précit., art. 9: 1. « Une loi de police est une disposition impérative dont le respect est jugé crucial par un pays pour la sauvegarde de ses intérêts publics, tels que son organisation politique, sociale ou économique, au point d'en exiger l'application à toute situation entrant dans son champ d'application, quelle que soit par ailleurs la loi applicable au contrat d'après le présent règlement.

2. Les dispositions du présent règlement ne pourront porter atteinte à l'application des lois de police du juge saisi.
3. Il pourra également être donné effet aux lois de police du pays dans lequel les obligations découlant du contrat doivent être ou ont été exécutées, dans la mesure où lesdites lois de police rendent l'exécution du contrat illégale. Pour décider si effet doit être donné à ces lois de police, il est tenu compte de leur nature et de leur objet, ainsi que des conséquences de leur application ou de leur non-application ».

¹²⁴⁰ CJCE, 23 novembre 1999, n° C-369-96, *affaire Arblade*, commentaires Ph. Francescakis ; Ph. Francescakis, « Conflit de lois », *Rev. crit. DIP*, 1974, 3°, p. 275.

la règle de conflit de ce pays. Contrairement aux dispositions d'ordre public, elles n'ont pas un contenu qui justifie leur application systématique. Elles s'appliquent sur décision judiciaire lorsque les situations qui sont soumises au juge (i) présentent un rattachement spatial avec l'état duquel elles émanent, et (ii) mettent en cause son organisation politique, économique ou sociale¹²⁴¹. Et c'est au juge qu'il appartient de qualifier une règle ou un texte de loi de police¹²⁴². C'est la raison pour laquelle, la méthode des lois de police est d'origine doctrinale et jurisprudentielle¹²⁴³.

Il en résulte, que le juge saisi d'un contentieux relatif à la validité ou à l'exécution d'un contrat international, et qui relève de la loi de police du for, doit tenir compte de son impérativité pour la faire appliquer au contrat litigieux¹²⁴⁴, quelle que soit la règle de conflit normalement applicable et la loi désignée¹²⁴⁵ et même si elle n'appartient pas à l'ordre juridique habituellement compétent¹²⁴⁶. Pour ce faire, il doit recourir à un critère de rattachement pour apprécier l'éventuelle applicabilité d'une loi de police à l'affaire dont il est saisi¹²⁴⁷. Ce critère est souvent bilatéralisé, puisque la plupart des États modernes défendent les mêmes intérêts généraux pour la protection desquels ils appliquent un critère identique de rattachement¹²⁴⁸.

Le Règlement « Rome I » avait distingué trois types de lois de police. Celles qui sont impératives, nationalement, communautairement ou internationalement. Elles sont consacrées respectivement dans les articles 3 paragraphes 3 et 4, et l'article 9 dudit Règlement. Chaque disposition constitue une source issue d'un système juridique distinct, présentant des lois de police qui font échec à l'application du principe de la loi d'autonomie, et donc à la volonté des parties dans le choix de la loi qui gouverne leurs liens contractuels.

Sur le plan européen, un contrat « dont le rattachement ne dépasse pas le territoire des États membres de l'Union européenne, doit toujours se conformer aux

¹²⁴¹ P. Mayer, « Lois de police », *Rép. int. Dalloz*, 1998, vol. II, n° 2 et 4, p. 2.

¹²⁴² P. Mayer, art. précit., n° 2 et 13, pp. 2 et 3.

¹²⁴³ *Ibid.*, n° 11, p. 2.

¹²⁴⁴ D. Bureau et H. Muir Watt, *op. cit.*, n° 909, p. 397

¹²⁴⁵ Règlement eur. (CE), n° 593/2008, « Rome I », précit., art. 9 §2 : « Les dispositions du présent règlement ne pourront porter atteinte à l'application des lois de police du juge saisi ».

¹²⁴⁶ P. Mayer, « Lois de police », *Rép. int. Dalloz*, 1998, n° 2 et 3, p. 2.

¹²⁴⁷ *Ibid.*, n° 3, p. 2.

¹²⁴⁸ *Ibid.*, n° 33, p. 5.

dispositions du droit communautaire auxquelles on ne peut déroger¹²⁴⁹ ». On cite les lois protectrices d'une des parties à l'accord, telle que le consommateur, le travailleur salarié, l'assuré¹²⁵⁰, etc.

Or, lorsque les règles impératives (du *for*) qui s'appliquent à titre de loi de police, sont regroupées ensemble, elles entraînent la formulation d'une règle de conflit bilatérale désignant la loi du marché¹²⁵¹.

Sous-section 2. La place de la *lex mercatus* dans le droit des titres obligataires internationaux

La protection de l'épargne publique investie dans les instruments financiers, l'information des investisseurs ainsi que le maintien d'un bon fonctionnement de leur marché relèvent de la mission de l'Autorité des marchés financiers. Dans le cadre de ses fonctions portant sur les instruments financiers, elle s'assure que les entreprises émettrices de titres respectent la réglementation applicable en la matière, et mettent les moyens nécessaires pour se conformer aux règles de conduite homologuées. Elle joue un rôle de régulateur du marché français et coopère avec les régulateurs des autres États, notamment membres de l'Union européenne. Afin de remplir sa mission, l'Autorité des marchés financiers édicte des règles compilées dans un règlement général régulièrement mis à jour pour l'application duquel elle peut prendre des décisions ayant une portée individuelle. Dans le but de s'assurer que les principes codifiés dans son Règlement général soient bien entérinés par les entreprises qui se livrent notamment à des offres au public d'instruments financiers, l'Autorité des marchés financiers peut procéder à la publication d'instructions et de recommandations¹²⁵².

¹²⁴⁹ D. Bureau et H. Muir Watt, *op. cit.*, n° 895, pp. 385 et 386.

¹²⁵⁰ P. Mayer, art. précit., n° 19, p. 4.

¹²⁵¹ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1018, p. 1241.

¹²⁵² C. monét. et fin., art. L. 621-1 : « L'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers, les unités mentionnées à l'article L. 22ç-7 du code de l'environnement et les actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 du présent code donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé et dans tous autres placements offerts au public. Elle veille également à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers, d'unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement et d'actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 du présent code. Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et international. Elle veille à la qualité de l'information fournie par les sociétés de gestion pour la gestion de placements collectifs sur leur stratégie d'investissement et leur gestion des risques liés aux effets du changement climatique.

Si les règles relatives au fonctionnement des marchés financiers en France et aux émissions de titres offerts au public sur celui-ci sont édictées par le législateur et par l'Autorité des marchés financiers, l'admission à la cote est la prérogative de l'entreprise qui gère le marché réglementé (Euronext France)¹²⁵³. Il convient de souligner que ni la gestion du marché réglementé, ni la négociation et encore moins la compensation ne relèvent de la liberté d'établissement ou de prestation de services consacrées par le Traité du Fonctionnement de l'Union européenne (TFUE).

La caractéristique essentielle d'une émission obligataire est de mettre en rapport, un emprunteur unique face à une collectivité de souscripteurs. Et le droit international privé français relatif aux titres financiers qui les gouvernent consacre l'unicité de la loi applicable aux emprunts obligataires comportant un élément d'extranéité : la loi d'autonomie prévue au contrat d'émission matérialisé par le prospectus¹²⁵⁴.

En réalité, l'unicité de la loi applicable à l'emprunt obligataire doit être entendue *stricto sensu* dans la limite des liens contractuels entre parties, et sans préjudice des règles impératives des lois de marché. Le terme emprunt renvoie aux liens contractuels entre parties, alors que le mot titre désigne le lien de propriété entre le titulaire et son titre, puisque ce dernier est considéré comme un bien cessible. Ce lien de propriété se trouve toutefois très controversé du fait de la dématérialisation des titres par simple inscription en compte-titres ou dans une *blockchain*.

Toutefois lorsque le marché réglementé est visé par l'opération d'émission, l'accès des titres et leur négociation sont tributaires d'une offre adressée au public. Cette dernière est fortement assujettie aux règles de protection de l'épargne du pays de situation du marché et qui s'imposent notamment à l'émetteur et à

Dans l'accomplissement de ses missions, l'Autorité des marchés financiers prend en compte les objectifs de stabilité financière dans l'ensemble de l'Union européenne et de l'Espace économique européen et de mise en œuvre convergente des dispositions nationales et de l'Union européenne en tenant compte des bonnes pratiques et recommandations issues des dispositifs de supervision de l'Union européenne. Elle coopère avec les autorités compétentes des autres Etats.

Elle veille également à ce que les entreprises soumises à son contrôle mettent en œuvre les moyens adaptés pour se conformer aux codes de conduite homologués mentionnés à l'article L. 611-3-1 ».

¹²⁵³ C. monét. et fin., art. L. 421-14- al. 1 et 2.

¹²⁵⁴ J.-P. Bouère, H. de Vauplane et *alii*, *op. cit.*, n° 31, p. 79 ; L. Chammas et Ch. Sevennec, « Obligations », *J.-Cl.*, Banque crédit bourse, Fasc. n° 1870, mise à jour du 26 avril 2018, n° 20 et 21.

l'intermédiaire chargé de placer les titres. La volonté des parties ne saurait aucunement faire échec à leur application, même en présence d'une règle de conflit.

Bien que dans la plupart des cas, la loi de situation du marché (*lex mercatus*) est celle de l'émetteur (*lex societatis*), ce dernier peut faire admettre ses titres à la négociation sur un marché étranger, voire effectuer une multi-cotation de ses titres moyennant conditions.

Par conséquent, la loi du lieu du marché prévaut dès lors que celui-ci effectue la cotation des titres financiers sur un de ses segments, qu'ils soient nationaux ou étrangers. Les règles du marché réglementé sont souvent édictées et mises à jour par l'autorité des marchés financiers qui se situent sur son territoire. Cette disposition implique l'application de la loi de sa nationalité, pourtant elle peut prendre en considération un droit étranger¹²⁵⁵.

§1. L'unicité de la loi du marché : la spécificité du prêt obligataire

L'emprunt obligataire n'est pas un prêt classique. Sa spécificité se manifeste à la fois à travers la réglementation du droit interne et international.

En effet, la loi de situation du marché financier, la *lex mercatus*, s'applique aux instruments financiers négociés sur le marché réglementé, à la place de la loi de résidence du souscripteur consommateur, laquelle gouverne les rapports issus d'un prêt bancaire classique¹²⁵⁶. La règle de conflit rattache le crédit classique au lieu de résidence du prêteur pour lui appliquer sa loi. Alors que cette règle est facile à appliquer, car le prêteur est l'établissement de crédit, l'emprunt obligataire engendre une multitude de prêteurs (souscripteurs) ayant des lieux de résidence distincts les uns des autres. L'application de la règle de conflit nuit à l'unité de la législation applicable¹²⁵⁷.

¹²⁵⁵ M. Audit, S. Bollée et P. Callé, *op. cit.*, n° 480, p. 378.

¹²⁵⁶ Règlement Eur. CE, n° 593/2008, « Rome I », précit., art. 4 §2 : « Lorsque le contrat n'est pas couvert par le paragraphe 1 ou que les éléments du contrat sont couverts par plusieurs des points a) à h) du paragraphe 1, le contrat est régi par la loi du pays dans lequel la partie qui doit fournir la prestation caractéristique a sa résidence habituelle ».

¹²⁵⁷ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1041, p. 1019 ; D. Bureau et H. Muir Watt, *op.cit.*, n° 920-1, p. 423.

La volonté politique et le pragmatisme du droit communautaire¹²⁵⁸, a entraîné la consécration du principe de l'applicabilité de la loi du marché sur lequel se réalisent les émissions obligataires de dimension internationale. La loi du marché est celle de l'État qui a agréé l'entreprise qui gère le marché en question. Selon les Professeurs Bernard Audit et Louis d'Avout, cette règle telle qu'elle ressort des termes des articles 4 paragraphe 1, 14) et 36 de la Directive des « MIF », confère à l'agrément administratif de l'entreprise de marché la valeur de rattachement à la totalité du système juridique y compris ses règles impératives de droit privé.

De plus, les titres financiers admis à la négociation sur le marché réglementé en France doivent également être soumis aux normes du marché établies par Euronext, seule entreprise de marché agréée en France¹²⁵⁹. Une fois l'entreprise de marché a explicitement admis les titres à la négociation sur l'un de ses marchés réglementés, l'émetteur pourra donner son accord exprès de se soumettre aux règles de ce marché, et ses titres pourront y être cotés. Toutefois, l'accord exprès n'est pas exigé lorsque les titres objet de l'admission ont préalablement été cotés sur le marché d'un autre État membre de l'Union européenne¹²⁶⁰.

§2. Les règles générales et la territorialité des marchés réglementés

Au stade de leur émission, la conformité avec la réglementation du marché des titres admis à la négociation sur un marché réglementé doit être observée aussi bien pour les titres domestiques que pour les titres étrangers (émission par une société étrangère en vue d'un placement sur le marché français) et ce, quelle que soit la règle de conflit. C'est une loi de police, qui ne s'applique pas aux titres de créance négociés de gré à gré¹²⁶¹ puisque ces derniers sont par essence des contrats, non inscrits en

¹²⁵⁸ B. Audit et L. d'Avout, *ibid.*

¹²⁵⁹ Directive eur. (CE), n° 2004/39 devenue Directive 2014/35/UE du 15 mai 2014, dite « MIF II », précit., art. 44 §4 : « Sans préjudice de toute disposition applicable du règlement (UE) n° 596/2014 et de la directive 2014/57/UE, le droit public régissant les négociations effectuées dans le cadre des systèmes d'un marché réglementé est celui de l'État membre d'origine dudit marché réglementé ».

¹²⁶⁰ C. monét. et fin., art. L. 421-14, II : « L'accord exprès de l'émetteur est requis dans le cas des instruments mentionnés aux 1 et 2 du II de l'article L. 211-1 qui ne sont pas déjà admis aux négociations sur un autre marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen.

Lorsqu'un instrument financier mentionné aux 1 ou 2 du II de l'article L. 211-1 est déjà admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, il peut être admis aux négociations sur un marché réglementé sans le consentement de l'émetteur. Dans ce cas, l'entreprise de marché en informe l'émetteur, qui n'est tenu de son côté à aucune obligation d'information vis-à-vis de l'entreprise de marché ».

¹²⁶¹ M. Audit, S. Bollée et P. Callé, *op. cit.*, n° 474, p. 376.

compte et donc non négociables¹²⁶². Et le standard 17 AAOIFI, impose la publication d'un prospectus à toute émission de *sukuk* ce qui implique le caractère public de l'offre. Ces *sukuk* sont, par principe, admis à la négociation sur un marché réglementé, lorsque les investisseurs ciblés ne sont pas « qualifiés » au sens de l'article L. 411-2, II, 2° du Code monétaire et financier.

Contrairement à la règle selon laquelle les rapports contractuels conclus à l'occasion d'une émission d'obligation sont soumis à la *lex contractus*, l'admission des titres à la négociation sur un marché réglementé, ainsi que leur négociation, établit un lien entre le titre et le territoire sur lequel le marché est implanté. Cette territorialité du marché des titres impose que leur admission à la négociation et la négociation elle-même sur ce marché se fasse conformément aux exigences de la législation du lieu de sa situation.

Si les lois de police sont des lois impératives dont le respect est nécessaire à la protection des intérêts publics d'un État, le critère d'application de la législation demeure territorial¹²⁶³ et l'admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé (admission à la cote) est le premier aspect de la compétence de la loi du marché¹²⁶⁴.

À la lumière de la Directive Marchés Financiers « MIF » précitée, un marché réglementé est défini en droit français comme un système multilatéral permettant la rencontre d'acquéreurs et de vendeurs en vue de conclure des contrats portant sur des instruments financiers qui y sont admis à la négociation¹²⁶⁵. Les règles de fonctionnement du marché quant à la rencontre des ordres sont non discrétionnaires¹²⁶⁶. L'accès aux marchés Euronext n'est ouvert qu'aux personnes ayant la qualité de membre de marché. Il s'agit d'établissements de crédits et d'entreprises

¹²⁶² Il s'agit des parts de sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) et les parts de sociétés d'épargne forestière (SEF). Qualifiés de titres financiers, ils ont pourtant été exclus par l'article L. 211-14 C. monét. et fin. du régime légal des titres caractérisé par leur inscription en compte et leur négociabilité conséquente. V. Dubertet et D. Manganet, art. précit., n° 8, sur l'ambivalence subséquente de la notion de titre financier.

¹²⁶³ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1041, p. 1019 ; M. Audit, S. Bollée, et P. Callé, *op. cit.*, n° 480, p. 378.

¹²⁶⁴ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 1316 et 1317, pp. 1137 à 1139.

¹²⁶⁵ C. monét. et fin., art. L. 421-1 I : « Un marché réglementé d'instruments financiers est un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché ».

¹²⁶⁶ C. monét. et fin., art. L. 421-1.

d'investissement établis en France ou dans un État membre de l'Union européenne ou partie de l'espace économique européen. L'établissement est entendu au sens du siège social ou d'une succursale¹²⁶⁷.

Notons que l'admission à la négociation sur un marché réglementé est une notion qui a toujours existé, mais, à l'instar de beaucoup de notions du droit financier, ne bénéficie d'aucune définition législative¹²⁶⁸. Alors que le droit français connaissait la notion d'appel public à l'épargne, l'ordonnance du 22 janvier 2009¹²⁶⁹ avait opéré une scission de cette notion, pour introduire et distinguer la notion d'offre au public de celle de l'admission de titres à la négociation sur un marché réglementé. La première est une offre portant exclusivement sur des titres qui peuvent être admis à la négociation sur un marché réglementé ou pas. Et dans ce cas, ils sont souvent négociés sur des plateformes de négociation. Cette ordonnance a achevé la transposition de la Directive dite Prospectus de 2003 en droit français, laquelle fut remplacée récemment par le Règlement Prospectus du 14 juin 2017¹²⁷⁰.

Nonobstant certaines exceptions très spécifiques¹²⁷¹, l'émetteur qui souhaite faire admettre des titres à la négociation sur un marché réglementé procède le plus souvent en les offrant au public¹²⁷². Cette offre est faite directement par ses soins, ou par un mandataire ou préposé afin de communiquer les informations nécessaires à une souscription éclairée par le public.

Le public visé peut être sollicité par des publicités contenant ces informations, notamment celles diffusées sur le site internet de l'émetteur. Celui-ci peut avoir recours au démarchage financier, etc. La transmission de ces informations au public est soumise aux dispositions de la Directive Prospectus révisée par le

¹²⁶⁷ Directive eur. (UE), n° 2014/35/UE, du Parlement Européen et du Conseil, du 15 mai 2014, concernant les marchés d'instruments financiers, dite « MIF II », précit., art. 34 et 35.

¹²⁶⁸ Ch. Cardon, Q. Durand et L. Faugérolas, « Offre au public et admission de titres financiers à la négociation sur un marché réglementé », *Lextenso*, date d'actualisation, 13 juin 2018, n° 002.

¹²⁶⁹ Ordonnance n° 2009-083, 22 janvier 2009, relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, *JORF 0019*, 23 janvier 2009.

¹²⁷⁰ Règlement eur. (UE), n° 2017/1129, du Parlement européen et du Conseil, 14 juin 2017, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, (dite Directive Prospectus), *JOUE L 168/12*, 30 juin 2017.

¹²⁷¹ C. monét. et fin., art. L. 411-2. Notons parmi ces cas, la proposition de titres faite à des investisseurs qualifiés, ou à un cercle restreint, ou à des prestataires de services d'investissement agissant pour le compte de tiers ou encore celle dont le montant est inférieur au seuil réglementaire.

¹²⁷² Ch. Cardon, Q. Durand et L. Faugérolas, art. précit., n° 048.

Règlement Prospectus, la Directive dite « Transparence révisée »¹²⁷³ en 2013 et le Règlement Abus de Marché de 2014¹²⁷⁴ ainsi que la Directive 2002¹²⁷⁵ sur la commercialisation à distance d'instruments financiers auprès du consommateur, et leurs applications en droit français.

Conséquences de l'acceptation expresse des règles Euronext. L'article L. 421-14 du Code monétaire et financier dispose clairement que la décision d'accepter des instruments financiers à la négociation revient à l'entreprise de marché qui le gère et conformément à ses règles. Ces règles qui garantissent une négociation libre, sous réserve d'équité d'ordre et d'efficacité, doivent avoir été acceptées de manière expresse par l'émetteur, sauf à avoir été préalablement acceptées sur le marché d'un autre État membre de l'Union européenne ou partie de l'Espace économique européen. La décision est rendue publique, tel que l'impose l'article L. 421-15 du Code monétaire et financier.

Les règles d'Euronext relatives au marché sont codifiées aux livres I et II d'Euronext¹²⁷⁶. Elles contiennent des règles de conduite et de contrôle visant à protéger les marchés ainsi que les règles d'admission comme membre de marché, d'admission à la cote et à la négociation.

L'Autorité des marchés financiers a déjà affirmé sa position favorable à ce sujet le 2 juillet 2008¹²⁷⁷. Et la Société Legendre, émetteur des premiers *sukuk* et adossés à des actifs sis en Afrique (dispositifs photovoltaïques) a été poursuivi en justice¹²⁷⁸ pour avoir manqué aux obligations d'information et de loyauté figurant au

¹²⁷³ Directive eur. (UE), n° 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil, 22 octobre 2013, modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE, *JOUE L 294/13*, 6 novembre 2013.

¹²⁷⁴ Règlement eur. (UE), n° 596/2014, du Parlement européen et du Conseil, 16 avril 2014, sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *JOUE L 173/1*, 12 juin 2014.

¹²⁷⁵ Directive eur. (CE), n° 2002/65/CE, du Parlement européen et du Conseil, 23 septembre 2002, concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, *JOCE L 271*, 9 octobre 2002.

¹²⁷⁶ Euronext, *Rule books*, livre I et livre II, <https://www.euronext.com/fr/regulation/regulated-markets>

¹²⁷⁷ AMF, avis sur « L'élaboration des prospectus *sukuk* et les modalités pratique de l'obtention d'un visa en vue de l'admission sur un marché réglementé », n° 2010-06, 27 oct. 2010 ; Rev. AMF, juin 2008, « Position quant à l'admission des *sukuk* à la négociation ».

¹²⁷⁸ TGI de Paris, ordonnance en référé, 2 juin 2015, n° RG 54/008, où le tribunal a acté la cessation par la Société Legendre de commercialiser tous ses produits financiers émis et rémunérés à 7% faite en exécution de l'assignation faite par l'AMF le 9 et 10 avril 2015.

règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers. La société Legendre fut ultérieurement sanctionnée par la commission des sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers ¹²⁷⁹ à une interdiction d'exercice de conseil en investissement et à 500.00 euros d'amende pour réception directe des fonds du public en violation des dispositions de l'article L.541-6 du Code monétaire et financier¹²⁸⁰.

Tout émetteur de titres financiers proposés sur le marché français qui contrevient aux règles de ce marché est passible de sanctions par la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers. Dans l'*affaire des titres de capital Deutsche Bank*¹²⁸¹, l'Autorité des marchés financiers avait reproché à la succursale londonienne de cette banque d'affaires allemande d'avoir proposé uniquement à sa clientèle britannique de souscrire aux titres d'une société de droit français dont les actions étaient admises à la négociation sur le marché français et cotées sur le marché Eurolist d'Euronext à Paris. En faisant de la sorte, la succursale s'était affranchie des règles du marché financier français qui assurent la rencontre des intérêts des vendeurs et des acquéreurs de titres sur une base non discrétionnaire, conformément à l'article L. 421-1, I du Code monétaire et financier¹²⁸².

Il est important de souligner que la Directive 2001/24/CE du 4 avril 2001 sur l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit consacre l'application de la loi du marché aux contrats conclus par les établissements de crédit émetteur d'instruments financiers, qui se trouvent en situation de déconfiture. En effet, alors que le principe prévoit l'applicabilité de la loi d'origine de la banque en cas de procédures collectives ouvertes à son encontre¹²⁸³, la loi du lieu de sa situation (succursale)

¹²⁷⁹ AMF, Com. des sanctions, Décision à propos des sociétés Global Patrimoine Investissement, Kalys Investissements et Louis Sanguinetti, 7 juin 2016.

¹²⁸⁰ N. Ducros, « Legendre, interdiction d'exercer et 500.000 euros d'amende », *AGEFI Actifs*, 23 juin 2016, www.agefiactifs.com/investissements-financiers/article/legendre-patrimoine-interdiction-dexercer-et-74312.

¹²⁸¹ AMF, Commission des sanctions, *Affaire Deutsche Bank AG et al.*, 23 novembre 2006, *Bull. Joly Bourse*, 2007, n° 2, p. 213, note Arsouze; texte de la sanction disponible sur <https://www.journal-officiel.gouv.fr/publications/balo/pdf/2007/0627/200706270709769.pdf>, Cf. également de la même autorité, *Affaire Vivendi Universal et al.*, 7 juin 2007, *Bull. Joly Bourse*, 2007, n° 4, p. 468 ; texte de la sanction disponible sur <https://www.journal-officiel.gouv.fr/publications/balo/pdf/2007/0627/200706270709769.pdf>.

¹²⁸² C. monét. et fin., art. L.421-1, I : « Un marché réglementé d'instruments financiers est un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché. Il est reconnu et fonctionne conformément aux dispositions du présent chapitre ».

¹²⁸³ Directive eur. (CE), n° 2001/24/CE du Parlement européen et du Conseil, du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, *JOCE n° L 125 du 05/05/2001*, art. 23 : « S'il est important de retenir le principe selon lequel la loi de l'État membre d'origine détermine tous les effets des mesures d'assainissement ou des procédures de liquidation, qu'ils soient procéduraux ou substantiels, il faut cependant prendre en considération que ces effets peuvent entrer en conflit

prévaudra. La loi de situation de l'établissement s'appliquera aux contrats que l'établissement de crédit aura conclus dans le cadre d'une opération relative à des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé¹²⁸⁴. Cette règle de conflit a pour but de sauvegarder la sécurité des transactions et préserver l'intégrité des marchés réglementés situés sur le territoire d'un État membre de l'Union.

Or la territorialité des marchés financiers n'implique pas seulement l'application de la loi de situation du marché où les titres seront cotés ou négociés. La *lex mercatus* s'étend également aux obligations qui pèsent sur l'émetteur ou l'intermédiaire mandaté pour placer les titres auprès des investisseurs.

§3. *Les obligations d'information*

Les titres financiers sont placés auprès du public épargnant souvent à l'initiative de l'émetteur qui se fait généralement assister par des intermédiaires qui vont rechercher des investisseurs financiers à l'étranger pour commercialiser les titres. En revanche, ces derniers peuvent également prendre l'initiative de venir investir dans des instruments émis sur un marché étranger. Dès lors que les investisseurs sont sollicités par le marché, ou par des intermédiaires chargés de placer les titres, les conditions de l'offre au public de titres sont remplies, et l'épargne doit être protégée par la législation¹²⁸⁵.

Les législations françaises et européennes imposent à l'émetteur de titres admis à la négociation sur le marché réglementé et aux prestataires de services d'investissement chargés de les placer auprès des épargnants, de respecter notamment des obligations d'information du public, afin de protéger l'épargne publique, et préserver la transparence, l'intégrité et l'efficience du marché cible¹²⁸⁶. Il s'agit d'une composante fondamentale des principes qui gouvernent les marchés financiers. La

avec les règles normalement applicables dans le cadre de l'activité économique et financière de l'établissement de crédit et de ses succursales dans les autres États membres. Le renvoi à la loi d'un autre État membre représente dans certain cas un tempérament indispensable au principe de l'applicabilité de la loi de l'État d'origine ».

¹²⁸⁴ Directive eur. (CE), n° 2001/24/CE, précit., art. 24 : « Ce tempérament (au principe de l'applicabilité de loi de l'Etat d'origine de l'établissement de crédit objet de procédures collectives) est particulièrement nécessaire afin de protéger les travailleurs liés à l'établissement par un contrat de travail, d'assurer la sécurité des transactions portant sur certains biens ainsi que de préserver l'intégrité des marchés réglementés qui fonctionnent conformément au droit d'un État membre, sur lesquels sont négociés des instruments financiers ».

¹²⁸⁵ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 26 et 27.

¹²⁸⁶ M. Audit, S. Bollée et P. Callé, *op. cit.*, n° 480, p. 378.

diffusion de titres dans le public renvoie à la notion d'offre au public de titres financiers.

Notion d'offre au public de titres. Le droit français considère que la sollicitation de l'épargne française faite par un émetteur, ou un mandataire ou préposé constitue une offre de titres¹²⁸⁷. L'article L. 411-1 du Code monétaire et financier¹²⁸⁸ définit l'offre au public de titres au sens du Règlement européen 2017/1129. Elle englobe les cas où l'émetteur diffuse une communication complète sur les conditions de l'offre et des titres offerts, adressée à des personnes à l'issue de laquelle elles pourront décider de souscrire ou d'acheter. Il y a également offre au public de titres lorsqu'un intermédiaire place les titres auprès du public.

La diffusion d'informations dans le public est issue de la notion d'offre au public de titres, notion qui a succédé à l'appel public à l'épargne. Instaurée par la Directive dite « Prospectus » de 2003, puis par l'ordonnance du 22 janvier 2009, l'offre au public de titres a été modifiée par la Directive du 24 novembre 2010, et enfin par le Règlement européen du 14 janvier 2017, dit Règlement Prospectus¹²⁸⁹. Entré définitivement en vigueur le 21 juillet 2019, le Règlement Prospectus (parfois dit Directive Prospectus révisée) est d'application directe en droit interne des États membres de l'Union européenne. Même s'il n'a pas opéré de profonds changements quant aux éléments fondamentaux mis en place depuis la Directive Prospectus de 2003¹²⁹⁰, ce règlement a introduit des modifications significatives. Parmi celles-ci, un élargissement de la notion d'offre au public de titres a été jugée si « totalisante » qu'elle

¹²⁸⁷ A. Pietrancosta, « L'offre au public de titres et admissions aux négociations sur un marché », *Lextenso*, actualisation du 31 janvier 2019, n° 018, p. 14.

¹²⁸⁸ C. monét. fin., art. L. 411-1 : « Il est interdit aux personnes ou entités n'y ayant pas été autorisées par la loi de procéder à une offre au public, au sens du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017, de titres financiers ou de parts sociales, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres ou parts sociales émis. Il leur est interdit, à peine des mêmes nullités, d'émettre des titres négociables.

Il est également interdit à toute personne ou entité de procéder à une offre au public portant sur les titres financiers ou sur les parts sociales émis par une autre personne ou entité n'ayant pas elle-même été autorisée par la loi à faire une offre au public de ses titres financiers ou de ses parts sociales, à peine de nullité des contrats conclus. L'offre au public de titres financiers est constituée par l'une des opérations suivantes :

1. Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ;

2. Un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers ».

¹²⁸⁹ Règlement Européen (UE), n° 2017/1129, du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé et abrogeant la directive 2003/71/CE, *JOUE L 168/12*, le 30 juin 2017.

¹²⁹⁰ Ch. Cardon, Q. Durand et L. Faugérolas, art. précit., n° 003.

a empiété sur la ligne de démarcation avec la notion de placement privé.¹²⁹¹ Ces modifications présentent peu d'intérêt pour notre étude, puisqu'elle porte sur les notions principales de l'offre de titres adressée au public.

L'offre au public de titres peut être qualifiée d'admission à la négociation sur un marché réglementé dès lors que les titres sont destinés à la cote ou admis à la négociation sur ce marché. Les titres offerts au public hors marché réglementé font souvent les transactions sur des systèmes multilatéraux de négociation (SMN) ou *Multi Trade Facility (MTF)*. Du point de vue des titres financiers, l'introduction en bourse est le point de divergence entre la notion d'offre au public de titres et d'admission à la négociation sur un marché réglementé instaurées par la Directive Prospectus révisée depuis.

Il en résulte que la sollicitation de l'épargne publique entraîne pour l'initiateur/émetteur, l'obligation d'établir un document d'information dit prospectus, auquel s'ajoute un devoir d'information continue lorsque les titres sont admis à la cote. Contrairement à la notion d'appel public à l'épargne, l'offre au public de titres, éventuellement admis à la cote, est sans incidence sur le statut de la société émettrice¹²⁹².

Le prospectus. Les dispositions relatives au prospectus découlent du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers, de la Directive « Prospectus révisée » (le Règlement Prospectus de 2017) et les recommandations de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF) dite *ESMA (European Securities Market Authority)*.

Dès lors que le public épargnant est visé par l'opération, l'émission doit être assortie d'un prospectus à publier soumis au contrôle étroit de l'Autorité des marchés financiers et à son aval. L'article L. 412-1¹²⁹³ du Code monétaire et financier met à la

¹²⁹¹ A. Pietrancosta, « Offre au public de titres et admissions aux négociations sur un marché », art. précit., n° 54.

¹²⁹² Ch. Cardon, Q. Durand et L. Faugérolas, art. précit., n° 40.

¹²⁹³ C. monét. et fin., art. L. 412-1- I : « Sans préjudice des autres dispositions qui leur sont applicables, les personnes ou les entités qui procèdent à une offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé doivent, au préalable, publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document destiné à l'information du public, portant sur le contenu et les modalités de l'opération qui en fait l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de

charge de l'émetteur une obligation de publier des documents informatifs à l'attention des investisseurs préalablement à la réalisation de l'offre au public de titres ou à leur admission à la négociation sur un marché réglementé. Ces documents sont le prospectus, la note d'opération et le résumé. Ils comportent toute information essentielle¹²⁹⁴ relative à l'émetteur, son activité, les risques et sa situation financière appuyée par les résultats financiers réalisés, ainsi que les informations propres aux titres objet de l'émission¹²⁹⁵.

Etabli selon les modalités prévues par le Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers, le projet de prospectus doit être déposé à l'Autorité des marchés financiers¹²⁹⁶, qui est censée le viser dans les vingt jours en cas de première admission

l'opération, dans des conditions prévues par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Ce document est rédigé en français ou, dans les cas définis par le même règlement général, dans une autre langue usuelle en matière financière. Il comprend un résumé et doit être accompagné, le cas échéant, d'une traduction du résumé en français, sauf si l'opération est une admission aux négociations sur un marché réglementé sans offre au public au sens de l'article L. 411-1.

Aucune action en responsabilité civile ne peut être intentée sur le fondement du seul résumé, y compris sa traduction, sauf si son contenu est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux informations contenues dans les autres parties du document mentionné au premier alinéa, ou s'il ne fournit pas, lu en combinaison avec les autres parties du document mentionné au premier alinéa, les informations essentielles permettant d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces titres financiers. Le résumé comprend un avertissement clair à cet effet.

Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions dans lesquelles les offres au public de titres financiers ou les admissions de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé qui ne justifient pas une information du public à raison soit de leur nature ou de leur volume, soit de la nature de l'émetteur ou des investisseurs visés, soit de la nature ou de la valeur nominale des instruments financiers concernés, sont dispensées de l'établissement de tout ou partie du document mentionné au premier alinéa.

II. – Le règlement général fixe également les conditions dans lesquelles il est procédé à l'information du public lorsque des titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation soumis aux dispositions du II de l'article L. 433-3.

Le règlement général peut tenir compte du fait que les titres financiers sont négociés ou non sur un marché d'instruments financiers autre qu'un marché réglementé et, le cas échéant, des caractéristiques de celui-ci. Il peut prévoir que certaines règles ne sont applicables qu'à certains marchés d'instruments financiers, à la demande de la personne qui les gère.

III. – Les personnes ou les entités qui procèdent à une offre de titres financiers mentionnée au 1 du I de l'article L. 411-2, à une offre de ce type portant sur des parts sociales dans les conditions prévues à l'article 11 de la loi n° 47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération ou à une autre offre définie à l'article L. 411-2 du présent code et proposée par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement ou d'un conseiller en investissements participatifs au moyen d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers doivent, au préalable, publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document synthétique destiné à l'information du public et présentant les caractéristiques de l'opération et de l'émetteur, dans les cas et selon les modalités précisés par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Ce règlement général détermine les cas et modalités de dépôt auprès de l'Autorité des marchés financiers, préalablement à sa diffusion, du document établi lors d'une offre mentionnée au 1 du I dudit article L. 411-2 ».

¹²⁹⁴ Règlement eur. (UE), n° 2017/1129, dit « Règlement Prospectus », précit., y a ajouté, dans son article 6 §1 la mention de l'actif le passif, des pertes et profits, des perspectives financières de l'émetteurs, des garants éventuels, les droits attachés aux titres et les raisons de l'émission.

¹²⁹⁵ RG AMF, art. 212-7 : « Le prospectus contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur, notamment s'il s'agit d'une société à faible capitalisation boursière ou d'une petite et moyenne entreprise et des titres financiers qui font l'objet de l'offre au public ou dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée, sont nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'offre au public ou dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée, ainsi que les droits attachés à ces titres financiers et les conditions d'émission de ces derniers. Pour les sociétés à faible capitalisation boursière et les petites et moyennes entreprises, ces informations sont adaptées à leur taille et, le cas échéant, à leur historique ».

¹²⁹⁶ RG AMF, art. 212-1 : « Les personnes ou entités mentionnées à l'article 211-1 établissent, préalablement à la réalisation de toute offre au public ou de toute admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers sur le territoire de l'Espace économique européen, un projet de prospectus et le soumettent au visa préalable de l'AMF ou de l'autorité de contrôle

à la négociation sur un marché réglementé et dans un délai de dix jours pour les autres cas¹²⁹⁷. Il peut être rédigé en langue anglaise, ce qui est souvent le cas du fait des usages en matière financière, mais la rédaction en français est exigée pour le résumé¹²⁹⁸ tel que l'impose l'article L. 412-1, sauf lorsque l'offre s'adresse aux professionnels (investisseurs qualifiés).

La diffusion de la documentation informative doit avoir lieu au plus tard au début de l'opération, et de préférence par voie électronique, selon les termes des articles 212-26 et 27 du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers.

Champ de la réglementation européenne. La Directive Prospectus révisée, tout comme les autres textes du droit communautaire dérivé, s'applique dans la limite du territoire des États membres de l'Union européenne. Le Règlement Prospectus a élargi la notion d'offre au public de titres¹²⁹⁹ au détriment de la clarté de sa définition¹³⁰⁰. Il impose une obligation de publication d'un prospectus dès lors qu'une offre de titres au public est formulée, laquelle est caractérisée, selon les termes du considérant (7)¹³⁰¹ par la fourniture d'information permettant « aux investisseurs de

compétente d'un autre État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ; Art. 212-2 : « Le projet de prospectus est soumis au visa préalable de l'AMF dans les cas suivants :

1. L'émetteur a son siège statutaire en France et l'offre au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé porte :
 - a. Sur les titres financiers mentionnés au I de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier ; ou
 - b. Sur les titres financiers mentionnés au II de l'article susvisé lorsque l'émetteur a choisi l'AMF pour viser son prospectus.
2. L'offre au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé est réalisée en France et porte :
 - a. Sur les titres financiers mentionnés au II de l'article susvisé lorsque l'émetteur a choisi l'AMF pour viser son prospectus ; ou
 - b. Sur les titres financiers mentionnés au IV de l'article susvisé.
3. L'émetteur a son siège statutaire hors de l'Espace économique européen et l'offre au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé porte sur des titres financiers mentionnés au I de l'article susvisé dès lors que :
 - a. La première offre au public ou admission aux négociations sur un marché réglementé a été réalisée en France après le 31 décembre 2003, sous réserve du choix ultérieur de l'émetteur lorsque l'offre n'a pas été réalisée par l'émetteur ;
 - b. La première offre au public a été réalisée dans un État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, autre que la France, après le 31 décembre 2003 sur décision d'un initiateur autre que l'émetteur, et ce dernier choisit de réaliser en France la première offre au public dont il est l'initiateur.
4. Dans les cas autres que ceux mentionnés aux 1° à 3°, l'AMF peut accepter, à la demande de l'autorité compétente d'un autre État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, de viser le projet de prospectus ».

¹²⁹⁷ RG AMF, art. 212-21 al. 4 : « L'AMF notifie son visa dans les dix jours de négociation qui suivent la date de dépôt ».

¹²⁹⁸ A. Pietrancosta, « Offre au public de titre et admissions aux négociations sur un marché », art. précit., n° 053 : l'auteur parle de la seule partie du prospectus, réellement accessible à l'investisseur.

¹²⁹⁹ Règlement Européen (UE), n°2017/1129, du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017, dit « Règlement Prospectus », concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé et abrogeant la directive 2003/71/CE, *JOUE L 168/12*, le 30 juin 2017.

¹³⁰⁰ A. Pietrancosta, « L'offre au public de titres et admissions aux négociations sur un marché », art. précit., n° 020, p. 17. L'auteur a jugé l'élargissement de la notion d'offre au public de titres si « totalisant », qu'il a diminué la frontière qui distingue offre au public d'un placement privé.

¹³⁰¹ Règlement eur. (UE), n° 2017/1129, du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017, dit « Règlement Prospectus », considérant (7) : « Le présent règlement a pour objet de garantir la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés tout

prendre une décision d'investissement ». Cette obligation s'impose lorsque les investisseurs sollicités sont résidents d'un État membre. *A contrario*, lorsque les investisseurs sollicités sont exclusivement des non-résidents de l'Union européenne, le Règlement Prospectus ne s'applique pas¹³⁰².

Par conséquent, la société de droit français qui souhaite émettre des *sukuk* dont le placement est prévu uniquement auprès d'investisseurs résidents d'un État tiers à l'espace économique européen peut se passer de la publication d'un prospectus. Mais elle devra en communiquer toutes les informations par le biais des intermédiaires financiers chargés du placement à l'étranger. Toutefois, compte tenu des dispositions du standard 17 AAOIFI, la publication d'un prospectus à destination du public constitue la règle de base de la sollicitation de l'investisseur en *sukuk*. L'émetteur de droit français pour émettre en France des *sukuk* qui seront placés uniquement à l'étranger aura l'obligation de publier un prospectus¹³⁰³, en vertu des dispositions du standard 17 AAOIFI et non de celle de la Directive Prospectus révisée et ses textes d'application en droit français. En revanche, le prospectus et ses règles de diffusion dans le public devront se conformer aux réglementations du marché des instruments financiers dans les États ciblés par l'opération.

Communication périodique d'informations réglementées. L'information du public et des autorités ne s'arrête pas à la date de l'émission. Elle continue pendant la vie des titres émis. La Directive Transparence précitée a ainsi mis en place un devoir de communication périodique d'informations intéressant l'opération. Cette obligation fut incorporée au Code monétaire et Financier ainsi que dans le Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers.

en renforçant le marché intérieur des capitaux. La fourniture d'une information qui, selon la nature de l'émetteur et des valeurs mobilières, est nécessaire pour permettre aux investisseurs de prendre une décision d'investissement en connaissance de cause garantit, conjointement aux règles de conduite, la protection des investisseurs. En outre, cette information constitue un moyen efficace de renforcer la confiance dans les valeurs mobilières, contribuant ainsi au bon fonctionnement et au développement des marchés de valeurs mobilières. La façon appropriée de rendre cette information disponible consiste en la publication d'un prospectus ».

¹³⁰² H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 38 et 39. Les auteurs ont traité de la Directive Prospectus 2003 toujours en vigueur lors de la publication de leur article en 2009.

¹³⁰³ Le volume des prospectus publié dans le cadre d'une émission de *sukuk chari'atiques* dépasse deux cent pages. Ainsi, nous avons préféré citer deux liens vers les prospectus en question. https://www.db.com/mea/en/media/Deutsche_Bank_-_Sipchem_Sukuk_Offering_Circular.pdf (à propos des *sukuk Saudi International Petrochemical company*, 1999 ; <http://www.danagas.com/en-us/Investors/Tab%200006%20OFFERING%20CIRCULAR.pdf> à propos des *sukuk Dana Gas*, 2017.

En effet, les dispositions des articles L. 451-1-2, I¹³⁰⁴ et III¹³⁰⁵ du Code monétaire et financier imposent aux dirigeants des sociétés cotées de publier et de communiquer à l'Autorité des marchés financiers un rapport financier qui comporte les comptes annuels, le rapport financier semestriel auxquels sont joints les rapports des commissaires aux comptes, et ce, respectivement dans les quatre et trois mois suivants la clôture de l'exercice.

Il en va de même concernant la publication et la communication à l'Autorité des marchés financiers de toute information privilégiée¹³⁰⁶ le concernant et toute opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours du titre objet de l'émission pour laquelle il a recueilli l'admission à la cote en France. Ces informations privilégiées s'ajoutent aux informations dites « réglementée » issues des

¹³⁰⁴ C. monét. et fin., art. L. 451-1-2, I : « Les émetteurs français dont des titres de capital, ou des titres de créance dont la valeur nominale est inférieure à 1 000 euros et qui ne sont pas des instruments du marché monétaire, au sens de la directive 2004/39/CE du Parlement et du Conseil, du 21 avril 2004, précitée, dont l'échéance est inférieure à douze mois, sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, publient et déposent auprès de l'Autorité des marchés financiers un rapport financier annuel dans les quatre mois qui suivent la clôture de leur exercice.

Ce rapport financier annuel est tenu à la disposition du public pendant dix ans, selon des modalités prévues par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Il comprend les comptes annuels, les comptes consolidés le cas échéant, un rapport de gestion, une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité de ces documents et le rapport des commissaires aux comptes ou des contrôleurs légaux ou statutaires sur les comptes précités ».

¹³⁰⁵ C. monét. et fin., art. L. 451-1-2, III : « Les émetteurs mentionnés aux I et II et soumis aux obligations définies au I, dont des titres de capital ou des titres de créance sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, publient également et déposent auprès de l'Autorité des marchés financiers un rapport financier semestriel dans les trois mois qui suivent la fin du premier semestre de leur exercice.

Ce rapport financier semestriel, qui est tenu à la disposition du public pendant dix ans, comprend des comptes complets ou condensés pour le semestre écoulé, présentés sous forme consolidée le cas échéant, un rapport semestriel d'activité, une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité de ces documents et le rapport des commissaires aux comptes ou des contrôleurs légaux ou statutaires sur l'examen limité des comptes précités.

Les commissaires aux comptes font état, dans leur rapport d'examen limité, de leurs conclusions sur le contrôle des comptes complets ou condensés et de leurs observations sur la sincérité et la concordance avec ces comptes des informations données dans le rapport semestriel d'activité ».

¹³⁰⁶ Règlement eur. (UE), n° 596/2014, du Parlement européen et du Conseil, 16 avril 2014, sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *JOUE L 173/1*, 12 juin 2014, art. 17 § 1 : « Aux fins du présent règlement, la notion d'« information privilégiée » couvre les types d'information suivants :

- a) une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés;
- b) pour les instruments dérivés sur matières premières, une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs instruments dérivés de ce type ou qui concerne directement le contrat au comptant sur matières premières qui leur est lié, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours de ces instruments dérivés ou des contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés et lorsqu'il s'agit d'une information dont on attend raisonnablement qu'elle soit divulguée ou qui doit obligatoirement l'être conformément aux dispositions législatives ou réglementaires au niveau de l'Union ou au niveau national, aux règles de marché, au contrat, à la pratique ou aux usages propres aux marchés ou aux marchés au comptant d'instruments dérivés sur matières premières concernés ;
- c) pour les quotas d'émission ou les produits mis aux enchères basés sur ces derniers, une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs instruments de ce type, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours de ces instruments ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ;
- d) pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers, il s'agit aussi de toute information transmise par un client et ayant trait aux ordres en attente du client concernant des instruments financiers, qui est d'une nature précise, qui se rapporte, directement ou indirectement, à un ou plusieurs émetteurs ou à un ou plusieurs instruments financiers et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours de ces instruments financiers, le cours de contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ».

articles 221-1¹³⁰⁷, 223-1¹³⁰⁸ et 222-6, I¹³⁰⁹ du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, et doit être exacte précise et sincère.

Les cas de manquements à l'obligation d'information passibles de sanctions. Le contexte très encadré des marchés financiers et la réglementation bien protectrice de l'épargne entraînent la sanction de toute offre au public de titres ou leur admission à la négociation sur un marché réglementé effectuées en violation des dispositions de celle-ci. Les sanctions sont de nature civile, pénale et administrative.

La nullité des contrats et des titres, ainsi que l'engagement de la responsabilité civile ou pénale des dirigeants des sociétés ayant procédé à une telle pratique illicite, peut ainsi être prononcée.

Les sanctions civiles. Le législateur, et les autorités financières ont bien précisé¹³¹⁰ qu'en dehors de cas précis, la responsabilité civile de l'émetteur ne

¹³⁰⁷ RG AMF, art. 221-1 : « Au sens du présent titre :

1° Lorsque les titres financiers de l'émetteur sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le terme : « information réglementée » désigne les documents et informations suivants :

- a) Le rapport financier annuel mentionné à l'article 222-3 ;
- b) Le rapport financier semestriel mentionné à l'article 222-4 ;
- c) Le rapport sur les paiements aux gouvernements prévu à l'article L. 225-102-3 du code de commerce ;
- d) Les informations et rapports mentionnés à l'article 222-9 sur le gouvernement d'entreprise ;
- e) [Supprimé par l'arrêté du 27 février 2017]
- f) L'information relative au nombre total de droits de vote et au nombre d'actions composant le capital social mentionnée à l'article 223-16 ;
- g) Le descriptif des programmes de rachat mentionné à l'article 241-2 ;
- h) Le communiqué précisant les modalités de mise à disposition d'un prospectus mentionné à l'article 212-27 ;
- i) L'information privilégiée publiée en application de l'article 17 du règlement sur les abus de marché (règlement n° 596/2014/EU) ;
- j) Un communiqué qui précise les modalités de mise à disposition ou de consultation des informations mentionnées à l'article R. 225-83 du code de commerce ;
- k) Les informations publiées en application de l'article 223-21 ;
- l) La déclaration relative à l'autorité compétente en application de l'article 222-1 ;
- m) Les informations relatives à un franchissement de seuil de participation devant être transmises à l'AMF en application des articles L. 233-7-II du code de commerce et 223-14 I, premier alinéa.

Lorsque l'émetteur a sollicité ou approuvé la négociation de ses titres financiers sur un système multilatéral de négociation opérant sur le territoire français s'il s'agit d'un titre financier négocié exclusivement sur un système multilatéral de négociation ou lorsque l'émetteur a approuvé la négociation de ses titres financiers sur un système organisé de négociation opérant sur le territoire français s'il s'agit d'un titre financier exclusivement négocié sur un système organisé de négociation, le terme : « information réglementée » désigne les documents et informations mentionnés aux « points g, h et i » .

2° Le terme « personne » désigne une personne physique ou une personne morale.

Les dispositions du présent titre sont également applicables aux dirigeants de l'émetteur, de l'entité ou de la personne morale concernés ».

¹³⁰⁸ RG AMF, art. 223-1 : « L'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère ».

¹³⁰⁹ RG AMF, art. 222-6 I : « Le rapport semestriel d'activité indique au moins les événements importants survenus pendant les six premiers mois de l'exercice et leur incidence sur les comptes semestriels. Il comporte une description des principaux risques et des principales incertitudes pour les six mois restants de l'exercice ».

¹³¹⁰ C. monét. et fin., art. L. 412-1, I, al 2 : « Aucune action en responsabilité civile ne peut être intentée sur le fondement du seul résumé, y compris sa traduction, sauf si son contenu est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux informations contenues dans les autres parties du document mentionné au premier alinéa, ou s'il ne fournit pas, lu en combinaison avec les autres parties du document mentionné au premier alinéa, les informations essentielles permettant d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces titres financiers. Le résumé comprend un avertissement clair à cet effet » ; RG AMF,

saurait être engagée concernant le contenu du résumé. Les manquements ou agissements engageant la responsabilité de l'émetteur sont caractérisés soit par l'insuffisance, la contradiction, la fausseté des informations fournies dans le résumé, ou encore leur discordance avec les éléments inclus dans les différentes pièces composant le prospectus.

L'absence de responsabilité des émetteurs, taxée de « bouclier anti-responsabilité des concepteurs de l'opération¹³¹¹ », doit nécessairement être mentionnée au prospectus sous l'intitulé « avertissement ». Les contrats d'émission et de souscription conclus sur la base des prospectus n'ayant pas été entachés de carence, de négligence ou de malveillance dans la transmission de l'information relative à l'offre demeurent pleinement valides.

Les sanctions pénales. La diffusion de fausse information constitue un délit qui rend le dirigeant passible de 5 ans d'emprisonnement et cent millions d'euros d'amende¹³¹².

Les sanctions administratives. L'Autorité des marchés financiers, qui est habilitée à demander la cessation de toute pratique susceptible de porter atteinte à la protection des épargnants ou au bon fonctionnement des marchés¹³¹³, peut prononcer également des sanctions administratives par la Commission des Sanctions en cas de commission d'un délit boursier (manipulation de cours, délit d'initié, etc.) par la société émettrice.

art. 212-8-III, 4° : « Le prospectus comporte également un avertissement mentionnant que les personnes qui ont présenté le résumé, y compris le cas échéant sa traduction et en ont demandé la notification au sens de l'article 212-41, n'engagent leur responsabilité civile que si le contenu du résumé est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus, ou s'il ne fournit pas, lu en combinaison avec les autres parties du prospectus, les informations essentielles permettant d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces titres financiers ».

¹³¹¹ A. Pietrancosta, « Offre au public de titres financiers et admission à la négociation sur un marché », art. précit., n° 052.

¹³¹² C. monét. et fin., art. L. 465-3-2,1 ; RG AMF, 212-8-111-4° .

¹³¹³ RG AMF, art. 213-1 : « L'AMF peut suspendre l'offre au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé pendant dix jours de négociation consécutifs au plus, chaque fois qu'elle a des motifs raisonnables de soupçonner que l'offre au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé est contraire aux dispositions législatives ou réglementaires qui lui sont applicables » ; C. monét. et fin., art. L. 621-8-1, II : « L'Autorité des marchés financiers peut suspendre toute opération mentionnée à l'article L. 412-1 pour une durée qui ne peut excéder une limite fixée par son règlement général lorsqu'elle a des motifs raisonnables de soupçonner qu'elle est contraire aux dispositions législatives ou réglementaires qui lui sont applicables ».

L'Autorité des marchés financiers peut interdire l'opération :

1° Lorsqu'elle a des motifs raisonnables de soupçonner qu'une émission ou une cession est contraire aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables ;

2° Lorsqu'elle constate qu'un projet d'admission aux négociations sur un marché réglementé est contraire aux dispositions législatives ou réglementaires qui lui sont applicables ».

Information permanente. Aux côtés de l'information ponctuelle par publication du Prospectus, et de l'information périodique existe une information permanente qui doit être publiée par l'émetteur de titres. Les articles 7 paragraphe 1 du Règlement européen sur les abus de marché dit « MAR¹³¹⁴ » et 223-6 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers¹³¹⁵ disposent que doit être portée à l'attention du public toute information privilégiée susceptible d'affecter sensiblement le cours des instruments financiers objet de l'opération. Et dans ce sens, les sociétés qui s'appêtent à effectuer une émission de titres obligataires de type publique doivent s'y conformer.

Par conséquent, la publication d'informations ponctuelles, périodiques et permanentes intéressant l'émetteur ou affectant sa situation ou la valeur de ses titres fera partie des obligations de l'émetteur des *sukuk* en France.

La transmission d'informations claires et suffisantes sur des titres financiers s'impose dès lors qu'ils sont offerts à la souscription du public par l'émetteur. L'article L. 411-1 du Code monétaire et financier relatif à l'offre au public de titres qualifie également d'offre au public, le placement des titres auprès des investisseurs pour le compte de leur émetteur¹³¹⁶.

§4. La place prépondérante de la lex mercatus dans le placement des titres

Placement direct et indirect. Le placement des titres financiers auprès du public épargnant est fait soit directement par un préposé de l'émetteur ou par le biais

¹³¹⁴ Règlement eur. (UE), n° 596/2014, du Parlement européen et du Conseil, 16 avril 2014, sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *JOUE L 173/1*, 12 juin 2014, art. 7 §1 a) : « une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ».

¹³¹⁵ RG AMF, art. 223-6.

¹³¹⁶ C. monét. et fin., art. L. 411-1. Notons également la limite posée à l'article L. 411-2 relative au montant minimal calculé sur une période de 12 mois, et fixé par le RG AMF.

d'un intermédiaire financier mandaté pour l'exécution de cette mission. La notion de placement est l'une des deux formes de l'offre au public de titres.

L'article 2, d) du Règlement Prospectus¹³¹⁷ dispose qu'il y a offre au public dès lors qu'une communication a été adressée à des personnes leur transmettant assez d'informations sur l'offre et les titres à offrir pour leur permettre d'y souscrire ou d'en acheter. La forme de la communication et le moyen de sa transmission n'ont aucune incidence sur qualification. L'émetteur peut passer par les services d'un intermédiaire financier qui placera ses valeurs mobilières auprès des épargnants. Ce placement indirect de titres dans le public constitue la deuxième catégorie d'offre au public au sens de la Directive Prospectus révisée. Cette disposition est reprise à l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier. En lieu et place du prospectus, l'intermédiaire devra se soumettre aux règles de bonne conduite édictées par l'Autorité des marchés financiers, parmi lesquelles figure l'obligation d'information de l'investisseur¹³¹⁸.

Intermédiation aux fins de placement de titres financiers. Le recours des émetteurs de titres financiers à des intermédiaires peut être fait pour le placement d'instruments financiers ou la gestion d'un portefeuille composé de ceux-ci. L'intermédiation aux fins de placement est encadrée par la législation surtout compte tenu du risque qu'elle pourrait causer à l'épargne du public, d'où son classement dans la catégorie d'offre au public de titres. L'accès à la qualité de prestataire de services d'investissement est conditionné par l'obtention d'un agrément par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution¹³¹⁹.

Le droit français transposant la Directive Prospectus a rebaptisé le placement des titres¹³²⁰ en « service d'investissement », dont la liste énumérative et

¹³¹⁷ Règlement eur. (UE) n° 2017/1129 du Parlement Européen et du Conseil, 14 juin 2017, précit., art. 2, d) : Aux fins du présent règlement, on entend par offre au public de valeurs mobilières, « une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou souscrire ces valeurs mobilières. Cette définition s'applique également au placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers ».

¹³¹⁸ RG AMF, Livre III, Chapitre IV.

¹³¹⁹ C. monét. et fin., art. L. 532-1 al 1^{er} : « Pour fournir des services d'investissement, les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille, doivent obtenir un agrément. Cet agrément est délivré par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. Il n'est pas requis pour l'exercice pour un ou plusieurs exercices mentionnés à l'article L. 321-2 ».

¹³²⁰ A. Pietrancosta, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance du 22 janvier 2009 », *RTD Fin.*, 2009/1-2, p. 18. ; Daigre J.-J. et François B., « Commentaire de l'ordonnance du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne », *Rev. sociétés* 2009, p. 3 ; *Contra*, B. Bréhier et H. Boucheta, « La réforme de l'appel public à l'épargne », *JCP E*, 2009, 1191 où les auteurs

exhaustive figure à l'article L. 321-1 du Code monétaire et financier¹³²¹. Les services peuvent être effectués pour le compte de l'émetteur, comme c'est le cas du placement, ou pour le compte des titulaires d'instruments financiers à la recherche d'un acquéreur afin de les céder sur le marché secondaire. Selon l'accord convenu entre les parties au contrat de placement, le placement peut être garanti ou non¹³²².

Cette liste fait apparaître la prise ferme d'instruments financiers effectuée auprès d'un émetteur ou de leur cédant, en vue de les revendre. Cette insertion a fait couler beaucoup d'encre sur l'incompatibilité de la notion de placement telle qu'elle est entendue par le droit européen, avec celle de services d'investissement consacrée par le droit français. En effet, une prise ferme comporte deux ventes successives. Dans le premier contrat, l'intermédiaire souscrit auprès de l'émetteur un certain nombre de titres, puis dans un deuxième accord il les cède à un tiers, encore faut-il qu'il trouve acquéreur. Ainsi, la prestation de services d'investissement n'est pas suffisamment caractérisée du point de vue juridique pur. Toutefois, le législateur n'a pas retenu l'absence de mandat de placement et de liens tripartites dans une prise ferme, comme critères suffisants pour écarter sa qualification de « prestation de services d'investissement », eu égard à l'économie générale du contrat de souscription conclu et à la finalité de l'opération¹³²³.

plaident en faveur d'une interprétation *lato sensu* de la notion de placement, dépassant la strictes limites de la prestation de services d'investissement prévue au Code monétaire et financier ; Ch. Cardon, Q. Durand et L. Faugérolas, art. précit., n° 068.

¹³²¹ C. monét. et fin., art. L. 321-1 : « Les services d'investissement portent sur les instruments financiers énumérés à l'article L. 211-1 et sur les unités mentionnées au L. 229-7 du Code de l'environnement et comprennent les services et activités suivants :

1. La réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers ;
2. L'exécution d'ordres pour le compte de tiers ;
3. La gestion de portefeuille de titres pour le compte de tiers ;
4. La gestion de portefeuille pour le compte de tiers » ;
5. Le conseil en investissement ;
- 6-1. La prise ferme ;
- 6-2. Le placement garanti ;
7. Le placement non garanti ;
8. L'exploitation d'un système multilatéral de négociation au sens de l'article L. 424-1 ;
9. L'exploitation d'un système organisé de négociation au sens de l'article L. 425-1 ».

¹³²² C. monét. et fin., art. D. 321-1, 6-2 : « Constitue le service de placement garanti le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers ou sur une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement et de lui garantir un montant minimal de souscriptions ou d'achats en s'engageant à souscrire ou acquérir les instruments financiers non placés » ; art. D. 321-1, 7 « Constitue le service de placement non garanti le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers ou sur une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement sans lui garantir un montant de souscription ou d'acquisition ».

¹³²³ C. monét. et fin., art. L. 321-1, commentaire n° IV.

Sollicitation étayée d'informations suffisantes. Il en résulte que la condition nécessaire à la qualification d'offre de titres adressée au public est celle d'une sollicitation étayée d'informations suffisantes à la prise d'une décision de souscrire ou d'acheter des titres, qu'elle ait été faite sur un support matériel (prospectus) ou à travers les services d'un prestataire.

Protection de l'épargnant raison d'être de la notion d'offre au public de titres. Si la législation française relative aux marchés d'instruments financiers a pour but de protéger l'épargne publique et d'assurer le bon fonctionnement des marchés, cette protection est exigée aussi bien de l'émetteur que du prestataire chargé du placement des titres qui doivent notamment s'acquitter des obligations légales d'information à l'égard des investisseurs.

La protection des épargnants tient compte principalement de leur qualité. Les informations diffusées sur l'opération et les produits proposés à la souscription doivent être clairement explicitées dans le prospectus, dont la conformité aux dispositions en vigueur est vérifiée par l'Autorité des marchés financiers. Cette protection s'étend au prestataire de services d'investissement lorsqu'il sollicite le public directement, et qui se soumet également au contrôle de l'Autorité des marchés financiers quant au respect des règles de conduite¹³²⁴. Dès lors qu'une population non avertie d'investisseurs est sollicitée aux fins de placement, le régime de l'offre au public s'applique.

Le consommateur, investisseur profane. L'investissement dans les produits financiers engendre des risques importants lorsque l'investisseur n'en maîtrise pas les rouages. Une protection accrue est opérée par la législation et la réglementation¹³²⁵ qui tient compte du lieu de réalisation de la prestation de services d'investissement, lorsque l'investisseur sollicité en vue d'un placement est un investisseur profane¹³²⁶.

¹³²⁴ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 26.

¹³²⁵ L. Chammas et Ch. Sevennec, art. précit., n° 135.

¹³²⁶ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1041, p. 1018.

La loi « Hamon » du 17 mars 2014¹³²⁷ et l'ordonnance du 14 mars 2016¹³²⁸ combinées, modifiées par loi du 21 février 2017¹³²⁹ ont opéré une distinction entre le consommateur, le non-professionnel et le professionnel des instruments financiers. Inspiré par le Règlement européen du 26 février 2014¹³³⁰, l'article liminaire du Code de la consommation considère que le consommateur est « toute personne physique qui agit à des fins qui n'entrent pas dans le cadre de son activité commerciale, industrielle, artisanale, libérale ou agricole ». Or, la qualité de consommateur avait été attribuée par la jurisprudence à toute personne physique ou morale qui acquiert un bien ou une prestation sans rapport direct avec l'activité professionnelle qu'elle exerce¹³³¹. Pourtant le Code de consommation réformé écarte du champ de sa protection. Il qualifie de non professionnelle, la personne morale qui agit « à des fins non professionnelles ».

Loi du lieu du placement. La préservation des intérêts de la partie faible est considérée une loi de police. La loi du pays où le placement est réalisé s'applique impérativement à titre de loi de police, pour des raisons d'ordre public¹³³². Contrairement au schéma d'un crédit bancaire, le prêteur n'est pas l'établissement de crédit, mais le souscripteur aux titres, qui de surcroît est la partie faible à l'opération. Sa protection s'impose ainsi puisque le rapport de dépendance classique entre prêteur et emprunteur est renversé¹³³³. La territorialité du dispositif protecteur de l'épargne publique en instruments financiers ne fait ainsi aucun doute¹³³⁴.

Or, le dispositif relatif au placement et à la commercialisation d'instruments financiers comporte des textes européens qu'il convient de mettre en parallèle avec la réglementation française sur le démarchage financier¹³³⁵, ce dernier constituant une des

¹³²⁷ Loi n° 2014-344, 17 mars 2014, relative à la consommation, *JORF* n° 0065, 18 mars 2014.

¹³²⁸ Ordonnance n° 2016-301, 14 mars 2016, relative à la partie législative du Code de la consommation, *JORF* n° 0064, 16 mars 2016.

¹³²⁹ Loi n° 2017-203, 21 février 2017, ratifiant les ordonnances n° 2016-301 du 14 mars 2016 relative à la partie législative du code de la consommation et n° 2016-351 du 25 mars 2016 sur les contrats de crédit aux consommateurs relatifs aux biens immobiliers à usage d'habitation et simplifiant le dispositif de mise en œuvre des obligations en matière de conformité et de sécurité des produits et services, *JORF* n° 0045, 22 février 2017.

¹³³⁰ Règlement eur. (UE), n° 254/2014, du Parlement européen et du Conseil, 26 février 2014, relatif à un programme « consommateurs » pluriannuel pour la période 2014-2020 et abrogeant la décision n° 1906/2006/CE, *JOUE L 84/42*, 20 mars 2014.

¹³³¹ Cass. civ. 1ère, 24 janvier 1995, n° 92-18.227 : Bull. civ. I n° 54 ; Cass. 1° civ. 25-11-2015 n° 14-20.760 : RJDA 2/16 n° 107.

¹³³² B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 1041, p. 1018.

¹³³³ A. Couret H. Le Nabasque et *alii*, *op. cit.*, n° 618, p. 425.

¹³³⁴ A. Pietrancosta, « Offre au public de titres financiers et admission à la négociation sur un marché », art. précit., n° 102, p. 67.

¹³³⁵ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 58, 59 et 145 à 150.

méthodes d'accès aux investisseurs du grand public, lequel fait un usage fréquent d'internet.

Démarchage bancaire et financier. Le démarchage fait partie des différents moyens utilisés par les prestataires de services d'investissement pour atteindre leur investisseur cible. Deux éléments fondent la définition légale du démarchage : l'action de prendre contact avec une personne qui ne l'a pas sollicité, et le lieu de cette sollicitation.

En effet, l'article L. 341-1 du Code monétaire et financier considère que le démarchage bancaire et financier est la « prise de contact non sollicitée, par quelques moyens que ce soit, avec une personne physique ou une personne morale déterminée, en vue d'obtenir de sa part un accord (notamment) sur la réalisation d'une opération sur instruments financiers, sur la fourniture d'un service d'investissement ou d'une prestation de conseil en investissement ». Le lieu de la prise de contact importe pour caractériser le démarchage. Sauf dans le cas de prise de contact dans les locaux du prestataire (sollicitation inversée), toute démarche visant à prendre contact avec le consommateur relève du démarchage bancaire et financier, notamment le déplacement au domicile de ce dernier¹³³⁶.

Le critère basé sur la qualité de l'investisseur démarché ainsi que sur le lieu de la prise de contact a été établi par le législateur dès 2006¹³³⁷, pour éviter que le cumul des règles françaises sur le démarchage et des règles européennes applicables à la commercialisation à distance de services financiers « ne fausse la concurrence au détriment des établissements français¹³³⁸ ».

La protection de l'épargne publique motive l'encadrement légal et réglementaire strict de son exercice, qui ne peut être fait que par des personnes agréées, pour des produits bien déterminés¹³³⁹. Ce sont les entreprises, qu'elles soient françaises

¹³³⁶ C. monét. et fin., art. L. 341-1.

¹³³⁷ Loi n° 2006-387, du 31 mars 2006, relative aux offres publiques d'acquisition, *JORF* n° 78, 1 avril 2006 ; puis ordonnance n° 2016-301, du 14 mars 2016, relative à la partie législative du Code de la consommation, *JORF* n° 0064, 16 mars 2016.

¹³³⁸ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 146.

¹³³⁹ C. monét. et fin. art. L. 341-3 pour les personnes habilitées et L. 341-10 concernant les produits pouvant faire l'objet d'un démarchage financier.

ou dont le siège statutaire se situe dans un État partie de l'espace économique européen, qui peuvent démarcher les investisseurs, après l'obtention d'un agrément. Seuls peuvent recourir ou exercer ce démarchage les professionnels français qui sont principalement les établissements de crédit, les sociétés de financement au sens de l'article L. 511-1 du même code, les sociétés d'assurances, les organismes de placement collectifs définis à l'article L. 543-1, ainsi que des établissements ou entreprises équivalents agréés dans un autre État membre de l'Union européenne habilités à intervenir sur le territoire français. En parallèle, ne peuvent faire l'objet de démarchage¹³⁴⁰ les produits financiers qui n'ont pas été admis à la négociation sur les marchés réglementés au sens de l'article L. 423-14, ou qui n'ont pas été autorisés, par voie de décret pris en Conseil des ministres, à être commercialisés sur le territoire français en application de l'article L. 151-2 dudit code. La Cour de cassation a jugé que ces conditions s'imposent aussi bien aux entreprises des autres États membres qu'aux entreprises françaises¹³⁴¹.

Par ailleurs, lors de sa mission, le démarcheur bancaire et financier agréé doit décliner sa qualité en présentant sa carte de démarchage aux personnes démarchées lorsqu'il se déplace à leur domicile, lieu de travail, ou lieux non destinés à la commercialisation de produits ou d'instruments ou services financiers¹³⁴².

Soulignons que l'ouverture du marché unique aux services financiers opérée par la Directive « MIF II¹³⁴³ » a permis aux prestataires de services d'investissements d'effectuer leurs opérations et prestations sur le marché d'un autre État partie de l'espace économique que celui où ils ont leur siège social statutaire¹³⁴⁴.

¹³⁴⁰ C. monét. et fin., art. L. 341-10.

¹³⁴¹ Cass. crim., 11 mai 2000, n° 99-84.362, Bull. Joly Bourse, 2000.458, note Th. Granier. Aujourd'hui l'interdiction faite à une entreprise agréée par un Etat membre de l'Union Européenne, de solliciter l'épargne française en vue d'opérations sur titres admis sur le marché américain (hors UE), n'est plus d'actualité.

¹³⁴² C. monét. et fin., art. L. 341-8 : « Toute personne se livrant à une activité de démarchage bancaire ou financier en se rendant physiquement au domicile des personnes démarchées, sur leur lieu de travail ou dans les lieux non destinés à la commercialisation d'actifs numériques, de services sur actifs numériques ou de produits, instruments et services financiers, doit être titulaire d'une carte de démarchage délivrée par la personne pour le compte de laquelle elle agit, selon un modèle fixé par arrêté du ministre chargé de l'économie.

Cette carte doit être présentée à toute personne ainsi démarchée ».

¹³⁴³ Directive eur. (UE) 2014/35/UE, du Parlement Européen et du Conseil, du 15 mai 2014, concernant les marchés d'instruments financiers, dite « MIF II », précit., art. 34 et 35.

¹³⁴⁴ C. monét. et fin., art. L. 422-1, I : « Tout marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen qui fonctionne sans requérir la présence effective de personnes physiques, peut offrir sur le territoire de la France les moyens d'accès à ce marché ».

Démarchage par internet pour la fourniture de services financiers. La question du droit applicable au démarchage qui précède cette fourniture de services pose quelques difficultés.

D'abord, le placement de titres effectué par les services d'un intermédiaire se fait sur la base d'un mandat.

La Convention de La Haye du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation est susceptible de s'appliquer. Toutefois, elle ne tient pas compte des qualités du représenté¹³⁴⁵. Selon les termes de l'article 11 c), les rapports entre le mandant et le mandataire représentant sont soumis à l'application de la loi désignée au contrat de représentation, alors que ceux qui lient l'intermédiaire aux tiers sont régis par la loi « où il a agi »¹³⁴⁶.

Dans les deux premiers paragraphes de l'article 6¹³⁴⁷, le Règlement « Rome I » fait prévaloir la loi du lieu de résidence habituelle sur la loi d'autonomie, dès lors qu'un consommateur est une des parties au contrat.

Toutefois, et conformément au considérant 26¹³⁴⁸ et le paragraphe 4 de l'article 6 du Règlement Rome I¹³⁴⁹, la réglementation protectrice du consommateur est écartée dès lors que l'objet du contrat porte sur tous les droits et obligations relatifs

¹³⁴⁵ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 137.

¹³⁴⁶ Convention de la Haye, 14 mars 1978, applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation, art. 11 c) : « (...) La loi interne de l'Etat dans lequel l'intermédiaire a agi est applicable si l'intermédiaire a agi en bourse ou pris part à une vente aux enchères ». <https://assets.hech.net/docs/076498f2-c8d7-48ab-aa75-1335c97740c8.pdf>

¹³⁴⁷ Règlement eur. (CE), n° 593/2008, « Rome I », précit., art 6, § 1 : « Sans préjudice des articles 5 et 7, un contrat conclu par une personne physique (ci-après « le consommateur »), pour un usage pouvant être considéré comme étranger à son activité professionnelle, avec une autre personne (ci-après « le professionnel »), agissant dans l'exercice de son activité professionnelle, est régi par la loi du pays où le consommateur a sa résidence habituelle, à condition que le professionnel :

a) exerce son activité professionnelle dans le pays dans lequel le consommateur a sa résidence habituelle, ou
b) par tout moyen, dirige cette activité vers ce pays ou vers plusieurs pays, dont celui-ci,
et que le contrat rentre dans le cadre de cette activité.

§2. Nonobstant les dispositions du paragraphe 1, les parties peuvent choisir la loi applicable à un contrat satisfaisant aux conditions du paragraphe 1, conformément à l'article 3. Ce choix ne peut cependant avoir pour résultat de priver le consommateur de la protection que lui assurent les dispositions auxquelles il ne peut être dérogé par accord en vertu de la loi qui aurait été applicable, en l'absence de choix, sur la base du paragraphe 1 ».

¹³⁴⁸ Règlement eur. (CE), n° 593/2008, « Rome I », précit., considérant (26) : « (...) Lorsqu'il est fait référence aux modalités ou conditions d'émission ou offres au public de valeurs négociables, ou à la souscription et au remboursement de parts de fonds communs de placement, cette référence devrait englober tous les aspects liant l'émetteur ou l'offrant au consommateur, à l'exclusion de ceux touchant à la fourniture de services d'investissement ».

¹³⁴⁹ Règlement Eur. CE, n° 593/2008, « Rome I », précit., art. 6 §4 d) : « Les paragraphes 1 et 2 ne s'appliquent pas aux droits et obligations qui constituent des instruments financiers, et aux droits et obligations qui constituent les modalités et conditions qui régissent l'émission ou l'offre au public et les offres publiques d'achat de valeurs mobilières, et la souscription et le remboursement de parts d'organismes de placement collectif, dans la mesure où ces activités ne constituent pas la fourniture d'un service financier ». Cet article a repris l'article 5 de la Convention de Rome de 1980.

aux instruments financiers sauf lorsque ceux-ci constituent une fourniture de service d'investissement. C'est uniquement dans ce dernier cas que les lois de police protectrices du consommateur écartent la libre désignation de la loi qui gouvernera un contrat relatif à des instruments financiers¹³⁵⁰.

Parallèlement, la Directive du 2 septembre 2002 relative à la commercialisation à distance de services financiers¹³⁵¹ dispose que le consommateur devra toujours être protégé contre les communications non sollicitées, notamment celles faites à distance, et ce sans préjudice de l'application de la Convention de Rome¹³⁵². Les techniques de communication non sollicitées utilisées sont citées à l'article 10 : il s'agit du télécopieur (fax) et du système automatisé d'appel.

La Convention de La Haye méconnaît la notion de consommateur. Et la protection prévue par la Convention de Rome du consommateur-acquéreur ou simplement démarché dans son pays de résidence habituelle, pour l'acquisition de fourniture de services d'investissement, ne concerne que la fourniture de biens meubles corporels et les services les concernant. Pour sa part, la Directive de 2002 traite de la commercialisation à distance de services financiers mais ne mentionne pas internet comme techniques de communication. Toutefois, la combinaison des articles 1 et 6 paragraphe 4 d) du Règlement « Rome I » permet d'affirmer que les dispositions protectrices du consommateur ne s'appliquent aux contrats portant sur des instruments financiers que lorsque ces derniers ont pour objet la fourniture d'un service d'investissement¹³⁵³.

Pour permettre au consommateur résident en France de profiter de la protection du droit de la consommation du pays de sa résidence habituelle, lorsqu'il contracte un contrat de fourniture transfrontalière de services financiers ou lorsqu'il a

¹³⁵⁰ D. Bureau et H. Muir Watt, *op. cit.*, n° 920-1, p. 423.

¹³⁵¹ Directive eur. (CE), n° 2002/65/CE, du Parlement européen et du Conseil, 23 septembre 2002, concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, *JOCE L 271*, 9 octobre 2002, considérant (8) : « En outre, la présente directive, et notamment ses dispositions relatives aux informations concernant les clauses contractuelles sur la législation applicable au contrat et/ou la juridiction compétente, est sans préjudice de l'applicabilité à la commercialisation à distance des services financiers du règlement (CE) n° 44/2001 du Conseil du 22 décembre 2000 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale et de la convention de Rome de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles ».

¹³⁵² Directive eur. (CE), n° 2002/65/CE, du Parlement européen et du Conseil, 23 septembre 2002, concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, *JOCE L 271*, 9 octobre 2002, considérant (25) et l'article 10.

¹³⁵³ D. Bureau et H. Muir Watt, *op. cit.*, n° 920-1, p. 423.

été démarché dans ce but à travers le réseau internet, le caractère actif de la sollicitation doit être établi¹³⁵⁴. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV/*IOSCO*) et la Commission des opérations de bourse (COB) avaient indiqué que la sollicitation est constituée dès lors qu'elle est active, du point de vue d'un faisceau d'indices. Dans la liste des principaux indices figurent : la langue utilisée (celle du consommateur ou pas), des moyens d'accès au site (faciles ou pas), des références aux lois et réglementations nationales en vigueur dans l'État de résidence du consommateur, etc¹³⁵⁵.

Démarchage et sollicitation. Par conséquent, le régime du démarchage bancaire et financier, lequel est plus restreint que celui de la sollicitation¹³⁵⁶ s'applique, dès lors que la prise de contact se fait entre professionnels, peu importe que la fourniture de services financiers à distance ait suivi ou pas. Lorsqu'il s'agit d'un consommateur, la législation sur le démarchage issu de l'article L. 121-20-10 du Code de la consommation prévaut, si la prise de contact n'a pas abouti à une réelle fourniture de services financiers à distance (souscription/conclusion d'un achat)¹³⁵⁷. La diffusion de simples informations publicitaires ne peut relever de la législation sur le démarchage financier, sauf si les éléments suffisent à mettre le démarché en mesure de souscrire ou

¹³⁵⁴ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit. n° 138.

¹³⁵⁵ COB, recomm. n° 99-02, relative à la promotion ou la vente de produits de placement collectif ou de services de gestion sous mandat via internet, Bull. COB, n° 337, 1999 ; OICV/*IOSCO*, rapport sur Internet et les services financiers, recommandations fondamentales, Bull. COB, n° 329, 1998.

¹³⁵⁶ L'expression « prise de contact » est employée souvent en l'absence d'éléments d'extranéité, alors qu'on parle de sollicitation dans le cas contraire. De point de vue sémantique, les deux termes s'équivalent.

¹³⁵⁷ C. cons., art. L. 121-20-10 : « En temps utile et avant qu'il ne soit lié par un contrat, le consommateur reçoit des informations fixées par décret en Conseil d'Etat, portant notamment sur :

- 1° Le nom, l'adresse professionnelle du fournisseur et, s'il y a lieu, de son représentant et de son intermédiaire ;
- 2° Les documents d'information particuliers relatifs aux produits, instruments financiers et services proposés requis par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur ou, en l'absence de tels documents, une note d'information sur chacun des produits, instruments financiers et services proposés et indiquant, s'il y a lieu, les risques particuliers que peuvent comporter les produits proposés ;
- 3° Les conditions de l'offre contractuelle, notamment le prix total effectivement dû par le consommateur, ou, lorsqu'un prix exact ne peut être indiqué, la base de calcul du prix permettant au consommateur de vérifier ce dernier, les modalités selon lesquelles sera conclu le contrat et en particulier le lieu et la date de signature de celui-ci ;
- 4° L'existence ou l'absence du droit de rétractation, ainsi que ses modalités d'exercice ;
- 5° La loi applicable aux relations précontractuelles ainsi qu'au contrat, et l'existence de toute clause concernant le choix d'une juridiction.

Les informations communiquées par le fournisseur au consommateur sur les obligations contractuelles sont conformes à la loi applicable au contrat en cas de conclusion de celui-ci.

Ces informations, dont le caractère commercial doit apparaître sans équivoque, sont fournies de manière claire et compréhensible par tout moyen adapté à la technique de communication à distance utilisée.

Les dispositions du présent article sont applicables sans préjudice de l'application des obligations législatives et réglementaires spécifiques à chaque produit, instrument financier ou service proposé.

Le décret en Conseil d'Etat mentionné au premier alinéa fixe également les modalités particulières applicables en cas de communication par téléphonie vocale ».

d'acheter des instruments financiers, ce qui exige qu'un contrat ou pré-contrat puisse y être joint¹³⁵⁸.

Si le point commun entre le démarchage et la sollicitation (offre au public de titres) réside dans la prise de contact en vue de commercialiser des instruments financiers, le ciblage des épargnants constitue une différence majeure. Le démarchage vise un investisseur nommément désigné dans les communications qui lui sont transmises, alors que le champ de la sollicitation est plus large¹³⁵⁹, puisque les moyens de « publicité de toute nature », utilisés par l'initiateur ou le prestataire intermédiaire, s'adressent au public en général, selon les termes de la Commission des opérations de bourse¹³⁶⁰.

Lorsque le démarchage a pour objectif la réception-transmission, exécution d'ordre pour le compte de tiers ou la fourniture d'instruments financiers, le délai de rétractation de 14 jours ne s'applique pas,¹³⁶¹ mais seulement un délai de réflexion de 48 heures¹³⁶². Le démarcheur devra se soumettre aux règles déontologiques de bonne conduite édictées à l'article L. 341-11 et suivants du Code monétaire et financier. Lors du démarchage et avant de formuler l'offre qui doit communiquer une information complète sincère et fidèle sur les produits financiers objet de la commercialisation, le démarcheur doit recueillir de la personne démarchée l'information nécessaire sur sa situation financière, ses objectifs et son expérience dans le placement d'instruments financiers¹³⁶³.

¹³⁵⁸ C. monét. et fin., art. L 341-2.

¹³⁵⁹ Th. Bonneau et *alii*, *op. cit.*, n° 1656, p. 1097 ; H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 59.

¹³⁶⁰ COB, *recomm. n° 99-02*, précit., *ibid.*

¹³⁶¹ C. monét. et fin., art. L 341-16, III, 1° : « Le délai de rétractation prévu au premier alinéa du I ne s'applique pas aux services de réception-transmission, exécution d'ordres pour le compte de tiers mentionnés à l'article L. 321-1 ainsi qu'à la fourniture d'instruments financiers mentionnés à l'article L. 211-1 ».

¹³⁶² C. monét. et fin., art. L 341-16, IV, al 1^{er} : « En cas de démarchage effectué selon les modalités prévues au huitième alinéa de l'article L. 341-1, les personnes mentionnées aux articles L. 341-3 et L. 341-4 ne peuvent recueillir ni ordres ni fonds de la part des personnes démarchées en vue de la fourniture de services de réception-transmission et exécution d'ordres pour le compte de tiers mentionnés à l'article L. 321-1 ou d'instruments financiers mentionnés à l'article L. 211-1, avant l'expiration d'un délai de réflexion de quarante-huit heures ».

¹³⁶³ C. monét. et fin., art. L. 341-11 : « Avant de formuler une offre portant sur des instruments financiers, des actifs numériques, un service sur actifs numériques, un service d'investissement ou un service connexe, les démarcheurs s'enquêtent de la situation financière de la personne démarchée, de son expérience et de ses objectifs en matière de placement ou de financement. Ces dispositions ne s'appliquent pas dans le cas des envois effectués dans les conditions prévues au V de l'article L. 341-4, sans préjudice du respect des obligations d'information et de conseil dues aux souscripteurs et aux clients en application de s articles L. 214-23-1 et L. 533-11 à L. 533-16.

Les démarcheurs fournissent à la personne démarchée, sur support papier ou sur un autre support durable, d'une manière claire et compréhensible, les informations qui lui sont utiles pour prendre sa décision. En cas de démarche à domicile, sur leur lieu de travail ou dans les lieux non destinés à la commercialisation de produits, instruments et services financiers ou par téléphone, la fourniture de ces informations sur tout autre support durable que le papier requiert le consentement du client ».

Les intermédiaires étrangers et la sollicitation de l'épargne française.

Dès lors que la prise de contact est faite par une entreprise étrangère à l'espace économique européen, elle est qualifiée de sollicitation surtout lorsque les titres objet de la prise de contact seront cotés sur un marché étranger¹³⁶⁴. Cette notion est plus vaste que celle du démarchage, demeuré restreint aux sollicitations individuelles.

Selon la Commission des opérations, « tout acte tendant à proposer ou conseiller au public des valeurs mobilières, des contrats à terme ou des produits négociés sur des marchés étrangers ¹³⁶⁵» est une sollicitation de l'épargne nationale française.

La législation française opère une protection du consommateur nettement prononcée lorsqu'ils sont sollicités par des prestataires de services d'investissement étrangers. Toute prestation de service d'investissement ou équivalent faite par leur succursale française est soumise à un agrément préalable. Pour fournir ce type de services, les prestataires de service d'investissement français ou agréés dans un État membre de l'Union européenne bénéficient de la liberté d'établissement et la libre prestation de service instaurées par le Traité de Rome, sous réserve d'agrément dans leur état d'origine. L'institution d'un marché unique entre les pays européens est essentiellement caractérisée par la suppression des frontières économiques entre les États membres, et l'instauration de la libre circulation des marchandises, des personnes, des capitaux, la libre prestation de services et liberté d'établissement à l'intérieur des frontières de l'Europe. Les restrictions à la libre circulation des capitaux qui se limitent aujourd'hui essentiellement aux investissements directs entre États tiers et les États membres de l'Union européenne. Toutefois, des travaux au sein de la Commission européenne ont permis très récemment de prendre des mesures mettant en place une

¹³⁶⁴ C. monét. et fin., art. D. 423-3 : « Les personnes domiciliées ou ayant leur siège social hors du territoire de la République sont autorisées à solliciter le public en France en vue d'opérations sur un marché étranger reconnu de valeurs mobilières, de contrats à terme ou de tous produits financiers, lorsqu'elles ont été agréées par l'autorité de contrôle compétente dans leur pays d'origine et après que les autorités compétentes françaises se sont assurées que les règles de compétence, d'honorabilité et de solvabilité auxquelles sont soumises ces personnes sont équivalentes à celles qui sont applicables en France ».

¹³⁶⁵ COB, rapport annuel pour 1991, Bull. mens., avril 1995, n° 290, p. 11.

véritable union de marchés des capitaux entre les États membres et la facilitation des investissements transfrontaliers avec les États tiers sous réserve d'équivalence¹³⁶⁶.

L'exclusion du droit de la consommation. Si la protection de l'investisseur en instruments financiers internationaux par le droit de la consommation de son pays de résidence a été écartée par le Règlement « Rome I » au profit de la *lex mercatus*, une marge y est toutefois réservée pour certaines activités constitutives de fourniture de services financiers¹³⁶⁷.

En effet, l'article 1 paragraphe 2 d)¹³⁶⁸, appuyé par le considérant 28 du Règlement « Rome I »¹³⁶⁹ a expressément exclu de son champ d'application les obligations issues de la négociabilité des instruments financiers négociables. Or, les droits que le contrat d'émission confère aux titulaires et porteurs de titres financiers ne dérivent pas de la négociabilité des titres¹³⁷⁰, et ne bénéficient de la protection du droit de la consommation que si le souscripteur jouit de la qualité de consommateur agissant à titre individuel. Ceci se manifeste dans le cadre de gestion d'instruments financiers et de conseil, conformément à l'article 6 paragraphe 4 d) du Règlement « Rome I » précité¹³⁷¹.

¹³⁶⁶ Commission eur., communication, « Union des marchés des capitaux : progrès accomplis dans la création d'un marché unique des capitaux au service d'une Union économique et monétaire solide », 15 mars 2019, p. 2. <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2019/FR/COM-2019-136-F1-FR-MAIN-PART-1.PDF>

¹³⁶⁷ Règlement eur. (CE), n° 593/2008, « Rome I », précit., art. 6 §4 d) : La loi du consommateur ne s'applique pas « aux droits et obligations qui constituent des instruments financiers, et aux droits et obligations qui constituent les modalités et conditions qui régissent l'émission ou l'offre au public et les offres publiques d'achat de valeurs mobilières, et la souscription et le remboursement de parts d'organismes de placement collectif, dans la mesure où ces activités ne constituent pas la fourniture d'un service financier ».

¹³⁶⁸ Règlement eur. (CE), n° 593/2008, « Rome I », précit., art. 1 § 2 d) : « Sont exclus du champ d'application du présent règlement, les obligations nées des lettres de change, chèques, billets à ordre ainsi que d'autres instruments négociables, dans la mesure où les obligations nées de ces autres instruments négociables dérivent de leur caractère négociable ».

¹³⁶⁹ Règlement eur. (CE), n° 593/2008, « Rome I », précit., considérant (28) : « Il est important de veiller à ce que les droits et obligations qui constituent un instrument financier ne soient pas couverts par la règle générale applicable aux contrats avec les consommateurs étant donné que ceux-ci pourraient conduire à l'applicabilité de différentes lois à chacun des instruments émis, modifiant ainsi leur nature et empêchant leur commercialisation et leur offre fongibles. De la même façon, lorsque de tels instruments sont émis ou offerts, la relation contractuelle établie entre l'émetteur ou l'offrant et le consommateur ne devrait pas nécessairement être soumise à l'application obligatoire de la loi en vigueur dans le pays de résidence habituelle du consommateur, étant donné la nécessité de garantir l'uniformité des modalités et conditions d'une émission ou d'une offre. Le même principe devrait s'appliquer en ce qui concerne les systèmes multilatéraux couverts par l'article 4, §1 h), pour lesquels on devrait garantir que la loi en vigueur dans le pays de résidence habituelle du consommateur n'interférera pas avec les règles applicables aux contrats conclus au sein de ces systèmes ou avec l'opérateur de tels systèmes ».

¹³⁷⁰ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 21.

¹³⁷¹ D. Bureau et H. Muir Watt, *op. cit.*, n° 920-1, p. 423.

Par ailleurs, le législateur a estimé que, ne pouvant être entendu comme un crédit classique régi par le droit de la consommation, l'emprunt obligataire ne saurait être soumis à la réglementation sur l'usure¹³⁷².

La protection par le droit de la consommation de l'investisseur profane en titres obligataires, se fait dans les seuls cas de prestation de services financiers relatifs à la gestion du portefeuille de titres et de conseil en investissement, alors que le dispositif propre aux marchés financiers s'applique pour les autres cas de figure. Un contrat dont l'objet est la fourniture de services financiers à un consommateur est régi par l'article L. 343-2 du Code monétaire et financier, lorsqu'il a été conclu à distance à l'issue d'un démarchage. Tenu des règles de bonne conduite, le démarcheur doit pouvoir fournir toutes les informations permettant de décliner son identité, sa qualité, la dénomination de l'entreprise pour le compte de laquelle il effectue le démarchage, les documents d'information sur les produits et services proposés ainsi que toutes les informations légales et juridiques intéressant les services financiers. Ces informations doivent avoir été transmises à l'investisseur avant toute conclusion de contrat ou d'avant-contrat conformément à l'article L. 342-12 du Code précité.

¹³⁷² Loi n° 2003-721, 1 août 2003 pour l'initiative économique, *RTD Com.* 2003, p. 786, note D. Legeais ; Rép. Min. n° 1827, *J.O. Sénat*, 2 janvier 2003, p. 43.

Conclusion du Chapitre II

L'ensemble des règles juridiques de droit international privé français qui s'appliquent aux valeurs mobilières obligataires constituent un régime complexe où une loi distincte s'applique à un aspect juridique du titre obligataire en fonction de sa nature. Les *sukuk* qui seront émis en France par une société de droit français relèveront du même régime.

L'émission est un acte qui émane de la volonté et surtout de l'aptitude d'une société à émettre des obligations, laquelle lui est octroyée par la loi où son siège social est situé¹³⁷³. La jurisprudence *Royal Dutch* de 1972 a considéré que la loi qui a gouverné la création des actions est celle qui décide de leurs conditions d'acquisition de conservation et de perte (la qualité d'actionnaire). Le droit positif a établi des règles de conflits en matière d'emprunts obligataires qui font application des termes de cette jurisprudence. La structure émettrice de droit français se conformera aux conditions et aux modalités légales françaises lorsqu'elle émettra des obligations dont la forme et les caractéristiques sont également prévues par la loi française. Ceci sera également le cas pour les *sukuk*. En effet, nous avons démontré que les *sukuk* pourraient être émis sous une forme obligataire, éventuellement assortie d'un droit réel accessoire sur l'actif sous-jacent au profit des titulaires. L'adjonction d'un tel droit est sans incidence sur la qualification obligataire d'un titre¹³⁷⁴. Ce qui s'applique aux obligations devrait être appliqué aux titres financiers ayant les mêmes caractéristiques, ce qui est le cas du *sakk*.

Représentatifs d'un droit de créance, les *sukuk* de droit français devront être créés par émission, représentés par inscription en compte et transmis par voie de négociabilité conformément aux dispositions des articles L. 211-3 et suivants du Code monétaire et financier, et de l'article L. 228-38 et suivants du Code de commerce.

L'article L. 228-90 du Code de commerce dispense l'émetteur de la constitution d'une masse représentative des obligataires et dotée de la personnalité juridique,

¹³⁷³ C. com., art. L. 210-3 : « La loi française est applicable à toute société qui se situe sur son territoire ».

¹³⁷⁴ Cass. civ. 2^{ème}, 23 nov. 2017, *Société Generali SA c/ François X.*, n° 16-22.620. La Cour avait considéré que l'existence d'une garantie de remboursement du nominal prévue au prospectus est sans incidence sur le caractère obligataire du titre.

lorsque tous les souscripteurs sont domiciliés de manière habituelle à l'étranger. Néanmoins, nous estimons que la constitution de cette masse permettrait à l'opération d'émission de *sukuk* de mieux répondre aux prescriptions du standard 17 AAOIFI en termes de représentation et de protection des intérêts des titulaires, surtout que les émissions de *sukuk* dans le monde confèrent ce rôle au véhicule émetteur (*SPV*) qui à l'origine n'a pas cette vocation.

Par ailleurs, les opérations d'émission de *sukuk* sont nécessairement du type public. Imposée à l'article 5/1/7 du standard 17, la publication d'un prospectus explicatif ayant la valeur d'une offre à contracter entraînerait logiquement la nullité de l'émission de *sukuk* faite en méconnaissance de cette obligation. Ce document informatif vaudra sollicitation et fourniture d'information suffisante en vue d'une souscription ou de rachat, au sens de l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier et du Règlement n° 2017//1129 du 14 juin 2017. Nous sommes ainsi fondés à croire que les *sukuk* émis en France tombent dans le champ de la législation relative à l'offre au public de titre laquelle est issue de la Directive Prospectus révisée.

Lorsque les titres obligataires admis à la cote en France ont une envergure internationale, leur placement auprès des épargnants devra être fait dans le respect des dispositions de la loi française, selon la règle confirmée par l'article 44-4 de la Directive « MIF II ». La loi française s'appliquera en tant que loi de police, compte tenu de la règle de territorialité du marché dont l'aspect premier est celui de l'admission des titres à la négociation sur le marché réglementé¹³⁷⁵. Elle prévaut nonobstant toute règle de conflit ou stipulation contractuelle contraire tels qu'en disposent l'article 3 du Code civil et l'article 9 § 1 et §2 du Règlement « Rome I ». En effet, le respect des dispositions relatives aux marchés et produits financiers étant crucial et impératif pour la sauvegarde des intérêts de l'État où le marché est implanté, la loi française s'appliquera à titre de loi de police pour toutes les questions relatives à la cote et à la commercialisation des *sukuk* qui y sont admis.

S'y imposeront ainsi toutes les règles françaises qui protègent l'épargne publique en instruments financiers et assurent le bon fonctionnement du marché et qui sont pour

¹³⁷⁵ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 1316 et 1317, pp. 1137 et 1139.

la plupart compilées par l’Autorité des marchés financiers dans son Règlement général auxquelles s’ajoutent les règles d’Euronext relatives aux conditions d’accès des opérateurs à son marché réglementé. L’offre au public de titres en fait partie intégrante.

Les *sukuk* qui seront émis et cotés en France relèveront pleinement des dispositions des articles L. 411-1 et suivants du Code monétaire et financier. Elles imposent que le projet de prospectus obtienne le visa de l’Autorité des marchés financiers avant sa publication ou la transmission par l’intermédiaire mandaté aux fins de placer les *sukuk* auprès du public¹³⁷⁶. L’exigence d’un prospectus par le standard 17 AAOIFI imposera également sa transmission par l’intermédiaire financier habilité, lorsque l’épargne publique visée réside à l’étranger.

Lorsque la transmission du prospectus se fait à la suite d’une prise de contact individualisée dans le public résident en France, la législation française sur le démarchage financier s’appliquera. La qualité de personne physique n’ayant pas sollicité la prise de contact fait tomber ce dernier dans le champ d’application du démarchage et le lieu de la prise de contact est un élément qui est pris en compte. Seule la personne physique pourra bénéficier de la protection du droit de la consommation sur le démarchage qui lui garantit un délai de réflexion de quarante-huit heures et un délai de rétractation de quatorze jours conformément aux termes de l’article L. 341-16 du Code monétaire et financier. Elle lui garantit aussi et surtout d’être démarchée par une personne agréée en qualité de prestataire de services d’investissement¹³⁷⁷, inscrite en France, dans un État membre de l’Union ou un État partie de l’espace économique européen.

Les règles de marché étant bilatéralisées, l’émission de *sukuk* à placer à l’étranger devra respecter les dispositions du pays où le prospectus sera diffusé et qui sont protectrices de leurs épargnes publiques. La diffusion du prospectus sur internet n’écartera la législation sur le démarchage que s’il s’adresse au grand public sans prise de contact individuelle.

¹³⁷⁶ C. monét. et fin., art. L. 412-1.

¹³⁷⁷ Essentiellement un établissement de crédit, une société de financement, une assurance ou un organisme de placement collectifs.

Conclusion du Titre I

La création dans le marché réglementé en France (NYSE-EURONEXT) d'un segment consacré à la cotation des *sukuk* et l'exigence de la publication d'un prospectus accordent aux *sukuk* le même traitement réservé aux titres obligataires de droit commun admis à la cote sur un marché réglementé. Par conséquent, leurs émetteurs devront répondre aux réglementations françaises relatives aux informations devant être publiées dans le prospectus et transmises à l'intermédiaire chargé du placement, et accepter les règles de Marché d'EURONEXT de manière expresse et publique. Cette exigence s'impose que les titres soient domestiques ou qu'ils comportent un ou plusieurs éléments d'extranéité. Ces règles de fonctionnement du marché réglementé géré par EURONEXT garantissent que les titres financiers qui y sont admis soient négociés librement mais dans le respect des principes d'équité d'ordre et d'efficacité. Elles contiennent des règles de conduite et de contrôle applicables aux opérateurs dont le but est de protéger les marchés et préserver les règles d'admission comme membre de marché et d'admission des titres à la cote et à la négociation.

Compte tenu des divers rapports juridiques que les valeurs mobilières obligataires internationales engendrent, leur régime juridique issu des dispositions du droit international privé français, entraîne la juxtaposition de plusieurs lois dont chacune s'applique à un de ces liens juridiques. Alors que la loi d'autonomie est consacrée pour régir les contrats qui structurent les valeurs mobilières obligataires admises à la négociation sur le marché réglementé, d'autres lois prévalent compte tenu de leur impérativité. Les lois de police regroupées sous l'appellation de lois de marché et les textes d'ordre public prévalent, quels que soient les règles de conflit applicables ou le choix des parties. Étant donné que l'émission d'obligation par une société de droit français est une faculté octroyée à la société émettrice par le législateur français, l'acte d'émission par celle-ci doit également s'y conformer. Ceci sera également applicable aux émissions de *sukuk*. Les conditions et les modalités d'émission, la forme et les caractéristiques des titres, dont leur éventuelle négociation à l'étranger, doivent toutes s'y conformer.

La loi française prévaudra également à titre de loi de police, essentiellement pour assurer le respect de la réglementation protectrice de l'épargne publique en titres

financiers. Cet impératif justifie l'application de la réglementation relative à l'offre au public dès lors que les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, ce qui est le cas des *sukuk*. De ce fait, l'émission de *sukuk en France* remplit les caractéristiques d'une offre au public de titres au sens de l'article L. 411-1 et suivants du Code monétaire et financier et à l'article 2 d) du Règlement Prospectus, dès lors qu'elle implique une communication d'information sur des titres qui suffit pour qu'un investisseur décide d'y placer ses fonds. Depuis le Règlement Prospectus le 14 juin 2017, la publication du prospectus est devenue obligatoire également lorsque l'émission s'adresse à des investisseurs qualifiés, désormais qualifiée d'offre au public de titres. L'émetteur devra ainsi faire preuve notamment d'une transparence accrue quant au produit offert à la souscription du public, quant à sa propre situation financière et capitalistique, quant à l'actif sous-jacent ainsi que toute information pouvant influencer sur le cours de ses titres offerts à la souscription du public directement ou indirectement.

Lorsqu'un prestataire de services d'investissement prend en charge le placement des titres auprès du public épargnant, la réglementation de son lieu de résidence habituelle s'applique à titre de loi de police. Sa protection se fait ainsi par les dispositions du droit de la consommation, qui prévalent nonobstant toute règle de conflit ou stipulations contraires. Bilatéralisée, cette règle entraîne la prise en considération des réglementations de l'État étranger¹³⁷⁸ dès lors que les épargnants qui y résident ont été sollicités par le prestataire de services d'investissement en vue d'un placement en titres *sukukaires*. Ces règles visent à protéger les consommateurs épargnants en instruments financiers qui se situent sur le territoire de l'État qui les a adoptées.

En dehors du strict cadre du lien spatial de l'émission de titres obligataires ou islamiques avec la loi de l'émetteur et la loi du marché, les parties pourront organiser leurs rapports contractuels conformément à une loi qu'elles désignent. Elle est généralement choisie en raison des dispositions qui garantissent le mieux leurs intérêts.

¹³⁷⁸ P. Mayer, art. précit., n° 33, p. 5.

TITRE II. LA PLACE DE LA VOLONTÉ DES PARTIES DANS LA DÉSIGNATION DE LA LOI APPLICABLE A LEURS LIENS CONTRACTUELS.

Liberté. La liberté des parties de choisir la loi à laquelle elles souhaitent soumettre leurs rapports contractuels - dite « loi d'autonomie » - est la « pierre angulaire du système de règles de conflits de lois en matière d'obligations contractuelles ». C'est la règle de conflit consacrée par le droit international privé français par référence au Règlement « Rome I ¹³⁷⁹ ».

Négociabilité. Sauf exception marginale, les titres financiers sont négociables et de ce fait, ils sont perçus par le législateur comme des biens, susceptibles de cession et de sûretés réelles. De plus, lorsqu'ils sont souscrits par des personnes qui résident en dehors du territoire français, ils doivent être tenus par un intermédiaire et revêtir la forme au porteur¹³⁸⁰.

Juxtaposition de lois applicables. L'ambivalence du régime juridique¹³⁸¹ des valeurs mobilières comportant un élément d'extranéité est due aux multiples liens juridiques de nature différente qui sous-tendent leur structuration. Il s'en suit une juxtaposition de lois applicables en fonction de la nature du lien juridique en considération.

L'acte d'émission de valeurs mobilières suppose que la société dispose d'un droit à émettre des titres de capital et/ou des titres de créance. Ce droit est une prérogative qui lui est octroyée par sa loi de nationalité, plus précisément, la loi du lieu où se situe son siège social statutaire¹³⁸². Le placement des titres financiers admis à la négociation sur un marché réglementé entraîne l'application de la loi du pays de la

¹³⁷⁹ Règlement eur. (CE), n° 593/2008, « Rome I », précit., considérant (11) : « La liberté des parties de choisir le droit applicable devrait constituer l'une des pierres angulaires du système de règles de conflit de lois en matière d'obligations contractuelles » ; Art. 3 §1 : « Le contrat est régi par la loi choisie par les parties. Le choix est exprès ou résulte de façon certaine des dispositions du contrat ou des circonstances de la cause. Par ce choix, les parties peuvent désigner la loi applicable à la totalité ou à une partie seulement de leur contrat ».

¹³⁸⁰ C. monét. et fin., art. R. 211-2 ; C. com., art. L. 228-1 al 7, précités.

¹³⁸¹ J.-Bouère, H. de Vauplane et *alii*, *op. cit.*, n° 29, p. 78.

¹³⁸² C. com., art. L. 210-3 : « les sociétés dont le siège social est situé en territoire français sont soumises à la loi française ». Aussi, l'alinéa premier de l'article 1937 du Code civil soumet au droit français « toutes les sociétés dont le siège social se situe sur le territoire français ».

situation du marché lieu de leur cotation et de leur négociation. Le dispositif français des titres financiers transfrontaliers prend également en compte la loi du pays de résidence habituelle de l'investisseur, lorsqu'il y est sollicité.

Aux côtés de ces règles impératives relatives à l'émission et au placement qui s'imposent nonobstant toute règle de conflit ou stipulation contractuelle contraire, existent deux autres types de rapports juridiques essentiels dans une valeur mobilière : le lien de droit entre le titulaire et son titre et les rapports contractuels entre les différentes parties.

Dématérialisation et intermédiation. Le titre financier est légalement qualifié de bien. Sa nature patrimoniale lui confère un statut réel permettant à son titulaire d'exercer notamment la prérogative d'en disposer afin de le céder ou de le nantir. À l'époque où les titres étaient émis en format papier, cette faculté supposait la possession du titre par son titulaire. La dématérialisation obligatoire des titres survenue en 1982 a suscité de nombreuses controverses sur la question de la propriété d'un bien inscrit dans un compte tenu par un professionnel, ou dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (*blockchain*). Elle est obligatoire pour les titres financiers émis en France et soumis au droit français selon les termes de l'article L. 211-3 al 1^{er} du Code monétaire et financier. Tous les titres financiers aujourd'hui sont inscrits en compte¹³⁸³.

Lorsqu'elle n'est pas faite par l'émetteur, la tenue de comptes-titres est confiée à un intermédiaire financier qui agit en qualité de teneur de compte-conservateurs au sens de l'article L. 211-6 et suivants dudit code. Il s'agit d'une activité annexe à la prestation de services d'investissement pouvant être exercée par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement habilitée tel qu'il ressort des articles L. 321-1 à L. 321-10 du même code. La tenue de compte est recommandée lorsque le lieu de résidence habituel du titulaire se trouve à l'étranger¹³⁸⁴. On parle de titres intermédiés ou de détention indirecte.

¹³⁸³ Le Cannu et B. Dondero, *op. cit.*, n° 1103, p.720 : « Il n'est pas de titre financier qui ne soit pas inscrit en compte ».

¹³⁸⁴ C. com. L. 228-1 al. 7.

La détention indirecte distend les rapports patrimoniaux entre le souscripteur résident à l'étranger et son titre dont la possession est confiée au teneur de compte-conservateur. Elle modifie l'acception de ce droit pourtant considéré de nature patrimoniale et donne aux stipulations contractuelles contenues dans la convention de compte le soin d'en établir l'étendue de l'exercice.

À l'origine, la loi qui s'appliquait à l'exercice du droit de propriété sur le titre papier¹³⁸⁵ était celle de la situation du titre (*lex rei sitae*)¹³⁸⁶ puisque le droit du titulaire était considéré comme incorporé dans le titre¹³⁸⁷. Il était transféré avec le titre transmis par la tradition¹³⁸⁸. La survenue de l'obligation de dématérialisation des titres en les inscrivant sur un compte, a modifié la situation. Ce n'est plus la loi du lieu où se situe le titre qui doit régir l'exercice des prérogatives du propriétaire, mais celle de la situation du compte porteur des inscriptions relatives aux titres¹³⁸⁹. Ce schéma se trouve multiplié du fait de l'intermédiation des titres dont les titulaires résident hors du territoire français¹³⁹⁰. L'exercice du droit de propriété sur ses titres intermédiés devra être soumis aux termes d'un accord contractuel, qui vient s'ajouter au rapport qui existe déjà entre l'émetteur et le souscripteur en vertu du contrat d'émission/souscription matérialisé par le prospectus.

Ce droit sur son titre intermédié aurait pu se transformer en droit personnel à l'encontre du détenteur de compte, si la doctrine n'avait pas consacré la

¹³⁸⁵ C. civ., art. 3 al. 2 : « Les immeubles, même ceux possédés par des étrangers, sont régis par la loi française ».

¹³⁸⁶ Cass. Req, 24 mai 1933, *Affaire Kantoor de Mas*, D. *Hebdo* 1933.378, Sirey, 1935.I, p. 254, note H. Batiffol : la loi française est « seule applicable aux droits réels dont sont l'objet les biens mobiliers situés en France.

¹³⁸⁷ A. Whal, *Traité théorique et pratique des titres au porteur*, éd. Librairie nouvelle de droit de jurisprudence, 1891, n° 273, p. 211 (à propos de l'incorporation de la créance dans le titre).

¹³⁸⁸ H. de Vauplane, « Des titres papiers aux titres digitaux », art. précit., p. 92.

¹³⁸⁹ Directive eur. (CE), n° 2001/24/CE du Parlement européen et du Conseil, du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, *JOCE n° L 125*, 05/05/2001 ; Directive eur. (UE) 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002, concernant les contrats de garantie financière, dite Directive « collatéral », *JOUE L 168*, 27 juin 2002, art. 9 §1 : « Toute question concernant l'un des éléments énumérés au paragraphe 2 qui se pose au sujet d'une garantie sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte est réglée selon la loi du pays où le compte pertinent est situé. La référence à la loi du pays désigne le droit interne de ce pays, nonobstant toute règle stipulant que la question considérée doit être tranchée selon la loi d'un autre pays » ; Directive Eur. (CE) 2009/44/CE modifiant la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, dite directive « finalités » art. 9 : « Lorsque des titres, y compris les droits sur des titres, sont constitués en garantie au bénéfice de participants, d'opérateurs de système ou de banques centrales des États membres ou de la Banque centrale européenne, comme il est indiqué au paragraphe 1, et que leur droit, ou celui de tout mandataire, agent ou tiers agissant pour leur compte, relatif aux titres est inscrit légalement dans un registre, un compte ou auprès d'un système de dépôt centralisé situé dans un État membre, la détermination des droits de ces entités en tant que titulaires de la garantie relative à ces titres est régie par la législation de cet État membre ».

¹³⁹⁰ P. Bloch et H. de Vauplane, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye du 13 décembre 2002, *JDI*, 2005, n°1, p. 4.

notion de possession *corpore alieno*¹³⁹¹. Elle permet à l'investisseur de céder ou de nantir ses titres dans l'intérêt de tiers sans se heurter à une éventuelle opposition d'exceptions par leur possesseur professionnel qui agit pour son compte et dans son intérêt. La protection des intérêts de l'investisseur est assurée au moyen des dispositions du Code monétaire et financier¹³⁹² et du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers¹³⁹³. Le teneur de compte conservateur conserve les droits du titulaire de comptes sur les titres qui y sont inscrits en son nom et les lui restitue à sa demande. Il ne peut les utiliser pour son propre compte qu'en cas de consentement exprès donné par le titulaire.

Un droit personnel et un droit « presque réel ». Par conséquent, le titulaire détient un droit personnel contre l'émetteur, qu'il pourrait exercer lorsque celui-ci manque à ses obligations prévues au contrat, dont le plus important est le versement des sommes prévues aux dates stipulées au contrat d'émission. Il jouit aussi d'un droit réel de possession par l'intermédiaire d'autrui, qui lui permet de disposer de son bien fongible. L'exercice de tout droit réel sur son titre détenu auprès d'un intermédiaire demeure toutefois influencé par les termes de la convention de compte conclue avec le teneur de compte conservateur, et qui désignent la loi applicable aux différends qui naissent à l'occasion de la tenue du compte-titres.

Ce double droit est également applicable aux *sukuk*, puisque les opérations d'émission de *sukuk* sont contractuellement structurées de manière identique aux émissions obligataires qui sont les titres financiers les plus pratiqués sur les marchés des capitaux dans le monde¹³⁹⁴. Si les contrats islamiques nommés qui sous-tendent les *sukuk* transfèrent au profit des souscripteurs un droit aux revenus d'un bien qui peut idéalement être un droit réel détenu par l'émetteur (le véhicule *ad hoc/SPV*), les investisseurs en *sukuk* jouissent d'un droit personnel à l'encontre de l'émetteur.

¹³⁹¹ H. de Vauplane, « Des titres papiers aux titres digitaux », art. précit., p. 93.

¹³⁹² C. monét. et fin., art. L. 211-9 : « Le teneur de compte-conservateur sauvegarde les droits des titulaires des comptes sur les titres financiers qui y sont inscrits. Il ne peut utiliser ces titres pour son propre compte que dans les conditions prévues au 4° du II de l'article L. 533-10 ».

¹³⁹³ RG AMF, art. 322-7, 5° : « Sous réserve des dispositions de l'article 322-35, il a l'obligation de restituer les titres financiers qui sont inscrits en compte-titres dans ses livres. Si ces titres n'ont pas d'autre support que scriptural, il les vire au teneur de compte-conservateur que le titulaire du compte-titres désigne. Cette restitution est effectuée dans les meilleurs délais, à condition que ledit titulaire ait rempli ses propres obligations ».

¹³⁹⁴ E. R. Ahmed, A. Amran et M. Aminul Islam, « *Sukuk documentation and legitimacy : the role of Shariah Supervisory Board as moderator* » *International Academic Journal of Accounting and Financial Management*, Malaisie, Vol. 5, n° 3, 2018, pp. 25.

Celui-ci pourrait être garanti par une sûreté, dont la nature varie en fonction de la structure de *sukuk* choisie dans l'opération. Et les garanties constituées pour couvrir la responsabilité de l'émetteur d'obligations, sont également très courantes dans la pratique et le droit des titres obligataires de droit commun. Aux fins d'exercer leur droit de « propriété » sur leurs biens que sont les titres inscrits en leur nom en comptes-titres, ils disposeront également d'un droit réel de possession sur leurs titres, exercé par l'intermédiaire du teneur de compte-conservateur (*corpore alieno*). L'étendue de ce droit sera déterminée dans la convention de compte conclue avec l'intermédiaire. La loi applicable à l'exercice du droit de propriété sur son titre sera ainsi nécessairement influencée par la loi d'autonomie.

Il en résulte que les parties à un emprunt *sukukaire* auront la liberté de désigner la loi qui régira leurs rapports contractuels, comme c'est le cas pour les titres obligataires de droit commun.

L'article 3 alinéa 2^e du Code civil français consacre la règle de la *lex rei sitae* aux biens immobiliers. Celle-ci impose au juge d'appliquer la loi française aux immeubles qui se situent sur son territoire et par conséquent, soumet aux dispositions du droit français le droit de propriété portant sur un immeuble. La jurisprudence a étendu cette règle aux biens meubles, dont les titres financiers lorsqu'ils étaient émis en format papier, et donc facile à localiser. L'application de la *lex rei sitae* à l'exercice de son droit de disposer de son titre n'est pas aisée, depuis que sa dématérialisation par inscription en compte et sa multi-détention par des intermédiaires à travers les frontières se sont imposées. La possession par l'intermédiaire de titres inscrits en compte dans ses livres conditionne ainsi l'exercice des prérogatives de propriété par le titulaire, ainsi que les droits réels de ses créanciers. La *lex rei sitae* se trouve supplantée par la loi d'autonomie convenue dans la convention de compte, ce qui sera le cas également pour les *sukuk* (Chapitre I). Même si la liberté a été laissée aux parties du contrat d'émission pour choisir la loi qui protégera le mieux leurs rapports, les cas de défauts de *sukuk* démontrent qu'elle n'a pas suffi à protéger les intérêts des investisseurs (Chapitre II).

CHAPITRE I. L'INFLUENCE DE LA LOI D'AUTONOMIE SUR LA DÉTENTION DU TITRE

Le principe de la loi d'autonomie pour les rapports contractuels. En dehors de l'exercice du droit de propriété sur un titre financier transmissible par inscription en compte-titres tenus par un intermédiaire, le Règlement « Rome I », constitue le droit commun des titres financiers dans une situation de conflit de lois¹³⁹⁵ issues des rapports contractuels entre les parties à l'instrument financier.

Le Règlement « Rome I », qui ne définit pas l'internationalité des contrats, délimite son champ d'application selon les situations de conflits de lois qui naissent du fait de la présence d'un élément d'extranéité¹³⁹⁶ de droit privé. En dehors d'une clause désignant expressément la loi qui régit le contrat international, la détermination de la loi applicable est faite conformément à une règle de conflit de lois qui varie en fonction de la nature du contrat (de vente, de franchise, de distribution), de la prestation (contrat d'assurance ou de transport par exemple) ou de la qualité du contractant (consommateur, salarié)¹³⁹⁷. Si la nature du contrat international n'est pas citée au paragraphe 1 de l'article 4 du Règlement « Rome I », la loi applicable au contrat international en question sera celle du lieu de résidence habituelle du prestataire de service¹³⁹⁸, ou, à défaut, la loi du pays avec lequel le contrat présente les liens les plus étroits¹³⁹⁹.

¹³⁹⁵ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 7.

¹³⁹⁶ Règlement eur. (CE) n° 593/2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (dit « Rome I »), du 17 juin 2008, précit., art. 1§1 : « Le présent règlement s'applique, dans les situations comportant un conflit de lois, aux obligations contractuelles relevant des matières civiles et commerciales ».

¹³⁹⁷ Règlement eur. (CE), n° 593/2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (dit « Rome I »), du 17 juin 2008, précit., art. 4 §1.

¹³⁹⁸ Règlement eur. (CE), n° 593/2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (dit « Rome I »), du 17 juin 2008, précit., art. 4 §2 : « Lorsque le contrat n'est pas couvert par le paragraphe 1 ou que les éléments du contrat sont couverts par plusieurs des points a) à h) du paragraphe 1, le contrat est régi par la loi du pays dans lequel la partie qui doit fournir la prestation caractéristique a sa résidence habituelle ».

¹³⁹⁹ Règlement eur. (CE), n° 593/2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (dit « Rome I »), du 17 juin 2008, précit., art. 4 §3 : « Lorsqu'il résulte de l'ensemble des circonstances de la cause que le contrat présente des liens manifestement plus étroits avec un pays autre que celui visé au paragraphe 1 ou 2, la loi de cet autre pays s'applique » ; Art. 4 §4 : « Lorsque la loi applicable ne peut être déterminée sur la base du paragraphe 1 ou 2, le contrat est régi par la loi du pays avec lequel il présente les liens les plus étroits ».

La *lex rei sitae* pour la détention des titres. Or les titres financiers jouissent d'un statut réel¹⁴⁰⁰ depuis que le législateur français les a classés dans la catégorie des biens¹⁴⁰¹. Par conséquent, ils sont à la fois rattachés à la loi de l'émetteur (*lex societatis*) qui en définit la substance et fixe les modalités de leur transmission, et à la loi de leur situation (*lex rei sitae*) dont dépendent les conséquences de leur détention¹⁴⁰².

En effet, la loi applicable aux meubles est celle de la leur situation (*lex rei sitae*). Cette règle de conflit s'appliquait parfaitement aux titres financiers lorsqu'ils relevaient de la catégorie de biens meubles corporels puisque leur localisation s'avérait facile. Depuis que l'inscription en compte¹⁴⁰³ et l'intermédiation des titres financiers émis en vue d'être cotés sur un marché réglementé¹⁴⁰⁴ sont rendues obligatoires, leur localisation est devenue difficile à établir puisque les titres ont perdu leur support matériel. Ils sont désormais matérialisés par une inscription comptable sur un compte financier. Sur le plan interne, le compte-titres est tenu soit par l'émetteur soit par un intermédiaire. Toutefois, lorsque leurs titulaires résident à l'étranger, les titres transfrontaliers revêtent la forme au porteur et sont détenus et inscrits sur un compte tenu par un ou plusieurs teneurs de compte-conservateurs¹⁴⁰⁵ situés en chaîne entre le souscripteur et l'émetteur.

Étant donné que le titulaire résidant à l'étranger est nécessairement inscrit en compte auprès d'un intermédiaire teneur de compte conservateur qui détient ses titres et les conserve dans son intérêt, l'exercice de son droit de disposer de ses titres exige leur localisation pour déterminer la loi applicable à leur détention. Pourtant, elle est devenue fictive¹⁴⁰⁶ depuis leur dématérialisation. L'exercice du droit de propriété est ainsi sorti du périmètre de la loi du pays où les titres se situent¹⁴⁰⁷ pour être soumis à celle du pays de situation du compte-titres lequel est détenu par un teneur

¹⁴⁰⁰ V. *summa divisio* entre titres et contrats financiers, introduite par l'ordonnance n° 2009-15, relative aux instruments financiers, du 8 janvier 2009, précit. La distinction est opérée à l'article L. 211-1 C. monét. et fin.

¹⁴⁰¹ C. civ., art. 529 : « Sont meubles par détermination de la loi les obligations et les actions qui ont pour objet des sommes exigibles ou des effets mobiliers, les actions ou intérêts dans les compagnies de finance, de commerce ou d'industrie (...) ». Cette classification a été étendue à tous les éléments du patrimoine, y compris les biens incorporels ou même les droits abstraits.

¹⁴⁰² B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 990, p. 817.

¹⁴⁰³ C. monét. et fin., art. L. 211-3, précit.

¹⁴⁰⁴ C. monét. et fin., art. L. 421-17. L'accès au marché réglementé est réservé aux membres de celui-ci dont les entreprises d'investissement et les établissements de crédits.

¹⁴⁰⁵ C. civ., art. L. 228-1 al. 7 et C. monét. et fin., art. R. 211-2.

¹⁴⁰⁶ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 117.

¹⁴⁰⁷ Th. Cremers, « La localisation d'un compte d'instruments financiers », *Banque et dr.*, mai-juin 2008, n° 119, p. 11.

de compte-conservateur lorsque les titulaires sont domiciliés à l'étranger (Section I). La localisation d'un compte de titres multi-intermédiés à travers les frontières n'étant cependant pas moins complexe, l'applicabilité de la *lex rei sitae* cède la place pour le compte de la *lex contractus* prévue dans la convention de compte (Section II).

Section I. Le principe de la *lex rei sitae* des biens

La *lex rei sitae* pour localisation des biens meubles corporels. Pour la désignation de la loi applicable aux biens, le droit français interne¹⁴⁰⁸, ainsi que le droit international privé français, appliquent une règle classique constitutive du principe universel¹⁴⁰⁹ selon lequel les biens sont rattachés à la loi du pays où ils se situent : la *lex rei sitae*¹⁴¹⁰.

Initialement prévue pour les biens immeubles, la *lex rei sitae* a été bilatéralisée de manière à permettre à une loi étrangère de s'appliquer sur les biens qui se situent dans son domaine d'application. La jurisprudence française a étendu son application aux biens meubles¹⁴¹¹ et le Règlement Rome I, considèrent qu'elle peut être appliquée également aux baux d'immeubles, qui sont gouvernés par la loi du lieu de situation du bien immobilier et non celle désignée au bail à défaut de choix de loi applicable¹⁴¹² que consacre l'article 3 du Règlement Rome I.

Ainsi, la détermination de la loi applicable aux biens meubles corporels, dont les titres intermédiés, exigeait la localisation de ces derniers pour faire appliquer

¹⁴⁰⁸ C. civ., art. 3 al. 2 : « Les immeubles, même ceux possédés par des étrangers, sont régis par la loi française ».

¹⁴⁰⁹ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 223 et s., p. 206 et s.

¹⁴¹⁰ B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.*, n° 951, p. 785.

¹⁴¹¹ Cass. Req., 19 mars 1872, *Affaire Kraven*, *Dalloz Périodiques* 1974.1.475, *Sirey* 1872.1.238 ; Cass. Req. 24 mai 1933, *Affaire Kantoor de Mas*, *Sirey*, 1935.I, p. 254, note H. Batiffol : la loi française est « seule applicable aux droits réels dont sont l'objet les biens mobiliers situés en France ».

¹⁴¹² Règlement eur. (CE), n° 593/2008 du Parlement européen et du Conseil, 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (dit « Rome I », en remplacement de la Convention de Rome du 19 juin 1980), *JOUE n° L 177*, 4 juillet 2008, art. 4-1 c) : « Le contrat ayant pour objet un droit réel immobilier ou un bail d'immeuble est régi par la loi du pays dans lequel est situé l'immeuble » ; Règlement eur. (CE) n° 1215-2012 du Parlement européen et du Conseil, du 12 décembre 2012 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale, (« Bruxelles I Bis »), *JOUE n° L 351/1*, 20 décembre 2012, art. 24 (en remplacement de l'article 22-1 du Règlement « Bruxelles I ») : « Sont seules compétentes les juridictions ci-après d'un État membre, sans considération de domicile des parties. 1) En matière de droits réels immobiliers et de baux d'immeubles, les juridictions de l'État membre où l'immeuble est situé. Toutefois, en matière de baux d'immeubles conclus en vue d'un usage personnel temporaire pour une période maximale de six mois consécutifs, sont également compétentes les juridictions de l'État membre dans lequel le défendeur est domicilié, à condition que le locataire soit une personne physique et que le propriétaire et le locataire soient domiciliés dans le même État membre ».

la loi du pays de leur situation. Depuis leur dématérialisation et inscription en compte imposée par la loi pour 1982, les titres ont été classés dans la catégorie des biens incorporels¹⁴¹³ et sont devenus difficiles à localiser.

Le cas des biens incorporels. La plupart des activités des entreprises sont désormais effectuées par des inscriptions informatiques, qui ont permis à l'immatériel de prendre le pas sur le matériel¹⁴¹⁴ et ont entraîné l'affaiblissement du rôle de la *lex rei sitae* dans la localisation des biens¹⁴¹⁵.

Le cas des titres obligataires. Une obligation au sens de l'article L. 213-5 du Code monétaire et financier, est classée dans la catégorie des titres financiers énumérés à l'article L. 211-1 II du même code. Emissible, négociable et dotée d'un régime unitaire, une valeur mobilière obligataire établit le droit de propriété de son premier titulaire par une première inscription en compte-titre. Celui-ci les vend à un tiers en effectuant un virement de compte à compte-titres qui sera également matérialisé par inscription en compte au nom du nouveau propriétaire, conformément aux dispositions de l'article L. 211-15 du Code monétaire et financier. La valeur mobilière obligataire revêt ainsi la caractéristique d'une chose, et acquiert un statut réel dont ne jouissent pas les contrats financiers¹⁴¹⁶, lesquels ne sont pas négociables et donc ne se transmettent pas par simple inscription en compte.

En vertu de ce statut réel, le titulaire peut exercer un droit réel sur sa chose au sens d'un *jus in re*, conformément aux règles de la loi où cette chose se situe. Cette règle du droit international privé unanimement admise en droit comparé laisse à chaque État le soin d'établir le régime juridique des biens situés sur son territoire et s'abstient de toute ingérence dans le régime des biens situés en territoire étranger¹⁴¹⁷. Alors que les droits constitués au sens de *jus in personam* issus d'un lien contractuel ne sont pas des droits directs sur la chose, mais plutôt à l'encontre du propriétaire contractant, ceux-ci demeurent rattachés à la loi du contrat qui leur a donné

¹⁴¹³ Th. Cremers, art. précit., n° 119, pp. 11 et 12.

¹⁴¹⁴ F. Zenati, « L'immatériel et les choses », *Arch. Phil. Dr.*, t. 43, Sirey, 1999, p. 79.

¹⁴¹⁵ D. Bureau et H. Muir Watt, *op. cit.*, n° 681 p. 76 ; citant F. Zenati, « L'immatériel des choses », *ibid.*

¹⁴¹⁶ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 6.

¹⁴¹⁷ L. d'Avout, *Sur les solutions du conflit des lois en droit des biens*, thèse Paris II, Economica, 2006, n° 2, p. 3.

naissance¹⁴¹⁸. La nature des droits attachés à un bien au profit du titulaire influe également sur la désignation de la loi applicable en cas de conflit de lois. C'est le cas des titres financiers¹⁴¹⁹.

Pour Ph. Langlet et P.-G. Marly, la détermination du lieu de situation d'instruments financiers dématérialisés est impossible. Par conséquent, elle représente moins d'intérêt que la localisation du compte-titres, qui constitue le siège du droit de propriété pouvant être exercé sur ces instruments. Plus aisée à situer que le titre, il est plus naturel de lui faire appliquer la loi du lieu de sa situation¹⁴²⁰.

Il est aujourd'hui admis que le titulaire d'une obligation jouit d'un droit dit de propriété sur son titre¹⁴²¹. Le fait est que la notion de droit de propriété s'est étendue aux biens incorporels et même à tous les droits « du moment que l'on peut leur attribuer une valeur sur laquelle une prérogative opposable aux tiers peut être exercée¹⁴²² ». L'alinéa 1^{er} de l'article L. 211-4 du Code monétaire et financier consacre le droit de propriété du titulaire sur son titre¹⁴²³. Et l'exercice de cette prérogative se fait conformément à la loi de la situation du titre.

La dématérialisation par inscription en compte-titres des titres obligataires rend leur localisation plus difficile surtout lorsqu'ils sont multi-intermédiés, en ce sens qu'ils sont détenus indirectement par plusieurs intermédiaires financiers à travers les frontières. La *rex lei sitae* a due être adaptée. En effet, il n'y a plus à localiser les titres eux-mêmes pour en faire application, mais le compte sur lequel les inscriptions comptables relatives aux titres ont été portées.

Le traitement du collatéral en droit international privé. Le contrat de cession de la créance sous-jacente à un titre obligataire (dite collatéral) est rattaché au

¹⁴¹⁸ P. Mayer et V. Heuzé, *Droit international privé*, LGDJ/Domat, 11^{ème} éd., 2014, n° 672, p. 477 ; H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 77.

¹⁴¹⁹ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 7.

¹⁴²⁰ P. Langlet et P.-G. Marly, « La localisation des instruments financiers dématérialisés », *Banque et dr.*, n° 73, sept.-oct. 2000, p. 3.

¹⁴²¹ M. Dubertet et D. Mangenet, art. précit., n° 18 et 22 ; Th. Bonneau, « Commentaire de l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers », art. précit., n° 12.

¹⁴²² J.-P. Bouère, H. de Vauplane et *alii*, *op. cit.*, n° 62, p. 136.

¹⁴²³ C. monét. et fin., art. L. 211-4 al 1^{er} : « Le compte-titres en est ouvert ou l'inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé est réalisée au nom d'un ou de plusieurs titulaires, propriétaires des titres financiers qui y sont inscrits ».

titre. De ce fait, le droit international privé ne les regarde pas comme des contrats internationaux, mais comme des biens dont la constitution de droits réels (le transfert de propriété, nantissement) peut générer des conflits¹⁴²⁴.

Le cas du collatéral constitué de sûretés immobilières. Si la *lex rei sitae* est désignée comme la loi qui régit les rapports patrimoniaux entre le titulaire d'un instrument financier et son titre, une nuance est à apporter lorsqu'une sûreté immobilière a été constituée pour garantir les obligations de l'émetteur obligataire. C'est justement en vertu de la même règle que la loi de situation du bien immobilier trouve à s'appliquer, et ce même dans le cadre d'une procédure collective ouverte à l'encontre du débiteur de la créance.

En effet, le créancier, titulaire d'une sûreté réelle située sur le territoire d'un autre État que celui où la procédure collective a été ouverte à l'encontre de son débiteur, échappe à la collectivité de la procédure. Il peut agir individuellement pour recouvrer sa créance, selon le droit européen. C'est ce qui ressort des termes des articles 5 du Règlement (CE) n° 1346/2000 du 29 mai 2000¹⁴²⁵, et 8 du règlement (UE) n° 2015/848 du 20 mai 2015¹⁴²⁶, tous les deux relatifs aux procédures d'insolvabilité. Si une émission de *sukuk* adossés à un actif immobilier prévoit sa conservation par l'émetteur (ou le gestionnaire) à titre de sûreté, il est impératif de vérifier que la législation du pays dans lequel l'actif se situe ne fait pas obstacle à son acquisition. À titre d'exemple, les biens immobiliers situés à la Mecque et à la Médine sont légalement non susceptibles d'appropriation par des non-Saoudiens, quelles que soient les raisons motivant leur cession¹⁴²⁷.

Il en résulte que les effets patrimoniaux de la détention des titres obligataires, du régime duquel dépendront les *sukuk* lorsqu'ils seront émis en France

¹⁴²⁴ H. Synvet et A. Tenenbaum, art. précit., n° 7.

¹⁴²⁵ Règlement eur. (CE), n° 1346/2000 du Conseil européen, 29 mai 2000, relatif aux procédures d'insolvabilité, *JOCE n° L 160*, 30 juin 2000, art. 5 §1 : « L'ouverture de la procédure d'insolvabilité n'affecte pas le droit réel d'un créancier ou d'un tiers sur des biens corporels ou incorporels, meubles ou immeubles - à la fois des biens déterminés et des ensembles de biens indéterminés dont la composition est sujette à modification- appartenant au débiteur, et qui se trouvent, au moment de l'ouverture de la procédure, sur le territoire d'un autre État membre ».

¹⁴²⁶ Règlement eur. (UE), n° 2015/848 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2015, relatif aux procédures d'insolvabilité, *JOUE n° L 141/19*, 5 juin 2015, art. 8, ayant repris l'article 5 du règlement précité dans la note précédente.

¹⁴²⁷ Décret sur le droit de la propriété immobilière des non saoudiens au Royaume (en arabe), 21/4/1421 *hijri* (20 juillet 2000), art. 5 : « Les étrangers ne peuvent accéder à la propriété de biens immobiliers situés à la Mecque ou la Médine. Ils sont seulement autorisés à y investir pour une durée inférieure à deux ans ». Notons toutefois que le terme propriété ici désigne la pleine propriété et non au sens de la *Chari'a*.

selon le droit français, dépendent de la convention de tenue de compte conclue entre les parties (émetteur et intermédiaire teneur de compte).

Section II. L'influence de la lex contractus dans la désignation de la loi applicable aux titres intermédiés transfrontaliers

Le droit applicable aux titres financiers dépend fondamentalement de la nature du droit du titulaire et des rapports contractuels qui le lient aux différentes parties à l'opération financière qui les émet. Le cas des *sukuk* est similaire, mais l'étendue de ce droit varie selon la structuration.

Une convention de compte est conclue entre le souscripteur et un organisme agréé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Régulation (ACPR) pour tenir des compte-titres. Il s'agit d'une activité considérée comme connexe aux services d'investissement, au sens de l'article L. 321-2 du Code monétaire et financier¹⁴²⁸. Ne peuvent l'exercer que des établissements de crédit et entreprises d'investissement habilités, conformément aux termes de l'article L. 542-1 du code précité.

Le droit international privé et l'absence de traité multilatéral portant sur les valeurs mobilières. L'internationalité d'un acte juridique entraîne l'application des règles de droit international privé aux rapports contractuels qu'il gouverne. Cependant, il n'existe pas de convention internationale multilatérale dédiée aux règles substantielles régissant les valeurs mobilières au niveau international. De plus, la cession des valeurs mobilières est expressément exclue du champ d'application de la Convention de Vienne du 11 avril 1980 sur la vente de marchandises¹⁴²⁹.

¹⁴²⁸ C. monét. et fin., art. L. 321-2, 1: « Les services connexes aux services d'investissement comprennent La tenue de compte-conservation d'instruments financiers pour le compte de tiers et les services accessoires comme la tenue de comptes d'espèces correspondant à ces instruments financiers ou la gestion de garanties financières, et à l'exclusion de la fourniture du service de tenue centralisée de comptes au sens de la section A de l'annexe du règlement (UE) n° 909/2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres ».

¹⁴²⁹ Conv. de Vienne, du 11 avril 1980, Convention des Nations Unies sur les contrats de vente internationale de marchandises, entrée en vigueur 1 janv. 1988, art. 2 d) « La présente Convention ne régit pas les ventes de valeurs mobilières, effets de commerce et de monnaie ».

Il existe toutefois des textes de droit européen et des conventions internationales qui peuvent s'appliquer aux rapports contractuels issus de l'intermédiation des titres financiers¹⁴³⁰ lorsque ceux-ci sont détenus par un intermédiaire ou plusieurs.

Les Conventions de La Haye. Les traités internationaux et les textes européens n'ont pas établi de règle adaptée à la localisation des titres financiers, nécessaire à désigner la loi applicable aux effets patrimoniaux de l'inscription en compte. Elles sont contradictoires et incompatibles¹⁴³¹.

La convention de La Haye du 15 juin 1955 sur la loi applicable aux ventes à caractère international d'objets mobiliers corporels¹⁴³² exclut de son champ d'application les titres, qui sont par essence incorporels depuis leur dématérialisation.

La Convention de La Haye du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation¹⁴³³ et celle du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire¹⁴³⁴ contiennent des dispositions pouvant être appliquées aux titres financiers comportant un élément d'extranéité. Elles considèrent que la loi applicable aux titres intermédiés est celle du lieu d'établissement de l'intermédiaire détenteur pertinent (approche dite « PRIMA » par référence à *Place of Relevant Intermediary Approach*) qui est juridiquement plus facile à établir, puisqu'il est désigné comme tel dans la convention de compte.

Le 5 juillet 2006 a été adoptée la convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Elle est entrée en vigueur le 1^{er} avril 2017. Son article 4 consacre également la loi d'autonomie,

¹⁴³⁰ Th. Bonneau et *alii*, *op. cit.*, n° 1681, pp. 1115 et 1116.

¹⁴³¹ Th. Cremers, art. précit., n° 119, pp. 11 et 13.

¹⁴³² Conv. de la Haye, 15 juin 1955, sur la loi applicable aux ventes à caractère international d'objets mobiliers corporels, entrée en vigueur 1 sept. 1964.

¹⁴³³ Conv. de la Haye, 14 mars 1978, sur la loi applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation, entrée en vigueur 1 mai 1992.

¹⁴³⁴ Conv. de la Haye, 5 juillet 2006, sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, entrée en vigueur le 1^{er} avril 2017. La France ne l'a toutefois pas ratifiée.

comme critère de rattachement de la règle de conflit après avoir eu des difficultés à établir une localisation aisée du compte pertinent¹⁴³⁵.

Trois directives européennes. Les textes européens ont une conception de la localisation des titres qui s'oppose à celle de la Convention de La Haye. Ils établissent tous l'application de la loi de situation du compte-titres et non celle de l'intermédiaire qui les tient. Cette approche dite « PRACA » (*Place of Relevant Account Approach*) ne facilite pas réellement la localisation du fait de la multiplicité des intermédiaires teneurs de compte qui se tiennent en chaîne entre l'émetteur et le souscripteur situé à l'étranger.

L'article 9 paragraphe 2 de la Directive 98/26/CE du 19 mai 1998 dite « finalité¹⁴³⁶ » dispose que la loi applicable à la constitution d'une garantie au bénéfice de participants ou de banques centrales relative à des titres inscrits en compte dans un État membre de l'Union Européenne est celle de cet état membre.

La Directive 2001/24/CE du 4 avril 2001 sur l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit prévoit un traitement particulier pour les instruments financiers en cas de procédures collectives ouvertes à l'encontre des établissements de crédit qui les ont émis. Or l'article 24 de ladite Directive précise que l'exercice du droit de propriété sur les instruments dont l'existence et le transfert supposent une inscription en compte et qui sont négociés sur un marché réglementé¹⁴³⁷, doit se faire conformément à la loi de situation du compte-titres (*lex rei sitae*) et non selon la loi du siège social de l'établissement de crédit émetteur en situation de faillite (*lex societatis*). Cette dérogation au principe d'application de la loi du pays de

¹⁴³⁵ M. Germain et C. Kessedjian, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », *Rev. crit. DIP*, 93, janvier-mars, 2004, p. 66 al. 24.

¹⁴³⁶ Directive eur. (CE), n° 98/26/CE, du Parlement européen et du Conseil, du 19 mai 1998, sur le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, *JOUE n° L 166/45*, 11 juin 1998, art. 9 § 2 al 2^{ème} : cet article préserve les droits du bénéficiaire « lorsque des titres (y compris les droits sur des titres) sont constitués en garantie au bénéfice de participants et/ou de banques centrales des États membres ou de la future Banque centrale européenne, comme il est indiqué au paragraphe 1, et que leur droit (ou celui de tout mandataire, agent ou tiers agissant pour leur compte) relatif aux titres est inscrit légalement dans un registre, un compte ou auprès d'un système de dépôt centralisé situé dans un État membre, la détermination des droits de ces entités en tant que titulaires de la garantie relative à ces titres est régie par la législation de cet État membre ».

¹⁴³⁷ Directive eur. (CE), n° 2001/24/CE du Parlement européen et du Conseil, du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, *JOCE n° L 125*, 05/05/2001, art. 23 : « S'il est important de retenir le principe selon lequel la loi de l'État membre d'origine détermine tous les effets des mesures d'assainissement ou des procédures de liquidation, qu'ils soient procéduraux ou substantiels, il faut cependant prendre en considération que ces effets peuvent entrer en conflit avec les règles normalement applicables dans le cadre de l'activité économique et financière de l'établissement de crédit et de ses succursales dans les autres États membres. Le renvoi à la loi d'un autre État membre représente dans certain cas un tempérament indispensable au principe de l'applicabilité de la loi de l'État d'origine ».

l'établissement de crédit a pour but de préserver la sécurité des transactions et l'intégrité des marchés réglementés¹⁴³⁸.

Bien que les titres financiers de droit français puissent être donnés en garantie, les *sukuk* n'ont pas vocation à être gagés pour le compte d'autrui. L'interdiction de vendre la dette par la dette (*bay' al dayn bil dayn*) y fait obstacle¹⁴³⁹. Cependant, nous citerons la Directive européenne dite « collatéral » pour souligner la définition du compte pertinent de titres financiers. En effet, cette Directive du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière¹⁴⁴⁰ établit la règle de conflit relative aux instruments financiers inscrits en compte et donnés en garantie financière, en les rattachant à la loi du pays où le compte de titres pertinent se situe. Elle définit le compte pertinent comme étant « le registre ou le compte – qui peut être tenu par le preneur de la garantie – où sont portées les inscriptions par lesquelles les instruments financiers sont remis à titre de garantie au preneur¹⁴⁴¹ ».

Imprécision des méthodes. Si les directives européennes appliquent la règle « PRACA » qui rattache le compte pertinent à un pays, sa localisation n'est pas une chose aisée compte tenu de la multi-intermédiation des titres dématérialisés. Par ailleurs, la libre désignation de la loi applicable dans la convention de compte (« PRIMA ») que préconise la convention de La Haye n'a d'effet qu'entre les parties à la convention de compte, et demeure sans effet sur les tiers, ce qui n'affecte pas les aspects patrimoniaux de l'inscription en compte. En effet le libre choix de la loi applicable n'écarte pas l'obligation d'inscrire les titres dans un compte. Si les créanciers de l'intermédiaire en faillite ne peuvent saisir les titres obligataires tenu par celui-ci, ce dernier reste fondé à refuser leur cession lorsqu'il n'a pas été payé de leur prix d'acquisition ou des frais de tenue du compte-titres¹⁴⁴².

¹⁴³⁸ Directive eur. (CE), n° 2001/24/CE, précit., art. 24 : « Ce tempérament (au principe de l'applicabilité de loi de l'Etat d'origine de l'établissement de crédit objet de procédures collectives) est particulièrement nécessaire afin de protéger les travailleurs liés à l'établissement par un contrat de travail, d'assurer la sécurité des transactions portant sur certains biens ainsi que de préserver l'intégrité des marchés réglementés qui fonctionnent conformément au droit d'un Etat membre, sur lesquels sont négociés des instruments financiers ».

¹⁴³⁹ W. Al Zuhaili, *Al mu'âmalâte al mâliyya al mo'âssira*, op. cit., p. 224.

¹⁴⁴⁰ Directive eur. (CE), n° 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002, concernant les contrats de garantie financière, dite Directive « Collatéral », JOUE L 168, 27 juin 2002, art. 9 §1 : « Toute question concernant l'un des éléments énumérés au paragraphe 2 qui se pose au sujet d'une garantie sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte est réglée selon la loi du pays où le compte pertinent est situé. La référence à la loi du pays désigne le droit interne de ce pays, nonobstant toute règle stipulant que la question considérée doit être tranchée selon la loi d'un autre pays ».

¹⁴⁴¹ Directive eur. (CE), 2002/47/CE, dite Directive « Collatéral », précit., art. 2 §1 h).

¹⁴⁴² Th. Cremers, art. précit. p. 13.

Ces deux sources ne sont pas conciliables¹⁴⁴³ en ce sens que la place laissée au choix des parties de désigner la loi qui régira leur contrat international est prépondérante, mais insuffisante dans les dispositions de la Convention de La Haye, alors qu'elle est absente dans la méthode des directives européennes.

Les représentants des États réunis à La Haye en 2006, à l'occasion de la conclusion du traité relatif à la loi applicable à certains droits issus des titres détenus auprès d'un intermédiaire, ont fait le constat de la difficulté à localiser un compte-titres avec certitude lorsqu'il est multi-intermédié¹⁴⁴⁴. La contradiction des approches de localisation entre les conventions internationales de La Haye et le droit européen ne facilite pas la désignation de la loi applicable en cas de conflits de lois. C'est la raison pour laquelle il est préférable de localiser le compte après avoir localisé l'intermédiaire, de procéder par faisceau d'indices¹⁴⁴⁵, car la localisation peut être incertaine du fait du changement des lieux de tenue de compte à l'insu du titulaire de compte-titres¹⁴⁴⁶.

Il n'existe à l'heure actuelle aucun recul jurisprudentiel sur les litiges relatifs aux titres intermédiés. L'exercice par le titulaire de son droit de vendre son titre devient ainsi tributaire des termes de la convention de compte conclue avec le teneur de compte-conservateur : le droit réel s'exerce au moyen d'un droit personnel dont les contours sont délimités par les stipulations contractuelles entre les parties à la convention de compte.

¹⁴⁴³ *Ibid.*

¹⁴⁴⁴ M. Germain et C. Kessedjian, art. précit., p. 66 al. 4 ; Th. Cremers, art. précit. p. 14.

¹⁴⁴⁵ Th. Cremers, art. précit., p. 15

¹⁴⁴⁶ M. Germain et C. Kessedjian, *ibid.*

Conclusion du Chapitre I

Les titres financiers sont considérés comme des biens par la loi française. Ils jouissent d'un statut réel subséquent qui leur est agréé par la loi et la doctrine. Il entraîne l'application de la loi du lieu de leur situation (*lex rei sitae*) à l'exercice par le titulaire de son droit de propriété. Celle-ci était aisée à désigner quand ils étaient émis en format papier.

La dématérialisation et l'intermédiation des titres ont rendu la matière complexe. Lorsque les titres inscrits en compte sont multi-intermédiés à travers les frontières, leur localisation est impossible. Théoriquement plus simple, la localisation du compte-titres s'est avérée alambiquée. Des facteurs extérieurs y ont exercé une influence négative. La détention des compte-titres peut avoir été sous-traitées à des prestataires externes, décentralisée ou encore concentrée dans un lieu donné qui diffère du pays dans lequel les liens commerciaux avec les titulaires ont été scellés dans la convention de compte. Les *sukuk* émis et cotés en France qui comportent un élément d'extranéité seront confrontés aux mêmes difficultés de localisation.

La loi d'autonomie applicable à chaque convention de compte-titres conclue entre les parties dans une chaîne de détention indirecte de titres financiers a fini par concurrencer la localisation du compte-titres transfrontalier. Alors que cette dernière est censée déterminer la loi selon laquelle le titulaire exerce ses prérogatives de propriétaire sur les titres, et les effets patrimoniaux de l'inscription en compte, les trois directives européennes dites « collatéral », « finalité », et « liquidation » préconisent la localisation du compte avant celle du détenteur. En revanche, la Convention de La Haye de 2006 consacre la localisation du titre au moyen de la volonté des parties à la convention de compte, après avoir échoué à adopter la méthode de localisation de l'intermédiaire pertinent. La France n'a pas ratifié cette convention.

En l'absence de solution jurisprudentielle, un courant de la doctrine a suggéré des solutions, dont la plus pragmatique est celle du faisceau de critères, tels que le lieu de situation de l'établissement teneur de compte, du gestionnaire des comptes, des règles appliquées à la gestion du compte, etc.

CHAPITRE II. LA PLEINE APPLICABILITÉ DE LA LOI D'AUTONOMIE AU CONTRAT D'ÉMISSION

Alors que le régime juridique des titres obligataires comportant un élément d'extranéité consacre une juxtaposition de lois applicables en fonction de la nature juridique du lien créé par l'opération d'émission d'obligations, la place réservée à la volonté des parties dans la désignation de la loi qui gouvernera leurs rapports est prépondérante.

Dans le cadre du contrat d'émission de titres obligataires, les rapports qui lient l'émetteur et la collectivité des souscripteurs demeurent régis par la loi qui a été désignée par les parties au contrat.

La plupart des cas de contentieux qui opposent les souscripteurs à l'émetteur d'obligations portent sur des litiges occasionnés par la défaillance de l'émetteur. Le contrat d'émission qui se matérialise par le prospectus contient ainsi une clause qui désigne le tribunal compétent et la loi applicable aux litiges qui naissent de ce contrat. Plusieurs lois peuvent être applicables, sous réserve de la cohérence du morcellement.

Dans le cas des *sukuk*, il est courant d'attribuer une loi applicable par litige selon sa nature. Les litiges relatifs aux versements des périodicités et le remboursement du nominal relèvent d'une loi distincte de celle qui gouverne les litiges liés au *trust* constitué pour garantir l'actif, et qui souvent la loi anglaise. L'émetteur *trustee* qui se trouve en défaut de paiement peut être saisi par les souscripteurs en exécution du *trust deed* (déclaration ou contrat de *trust*).

Les cas de défaillance des membres de marchés financiers sont nombreux. Ils peuvent être limités à un simple retard à honorer les périodicités aux dates prévues dans le prospectus, ou dégénérer en cessation de paiement, voire provoquer une crise systémique.

Depuis la crise financière de 2007, les États déploient des efforts constants pour améliorer la supervision et la régulation financière, notamment au moyen du G20 au niveau mondial, ou dans le cadre de l’Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and Market Authority/ESMA*). Par crainte de nouvelles crises systémiques, la coopération faite dans ce domaine pour renforcer le système financier a durci les réglementations. Toutefois, les risques de défaillance des émetteurs de titres obligataires demeurent présents (Section I). Dans ce contexte, l’étude des cas de défauts de *sukuk* démontre que la loi d’autonomie applicable au contrat d’émission que consacre le droit international privé à toutes les émissions de titres financiers n’a pas suffi à protéger les intérêts des souscripteurs (Section II).

Section I. La défaillance des émetteurs, risque inhérent aux marchés

La crainte des crises financières systémiques. Les autorités de régulation nationales, étrangères ou communautaires (Autorité Européenne des Marchés Financiers/*European Security Market Authority*) œuvrent et coopèrent pour réduire les effets néfastes que les fluctuations économiques pourraient avoir sur le plan de la stabilité des marchés financiers à l’échelle nationale et internationale. Cependant, l’histoire récente a prouvé qu’il est parfaitement illusoire de croire que ces travaux effectués à petite et grande échelle puissent lutter efficacement contre la déconfiture d’établissements de crédit et d’entreprises de financement, qui, compte tenu de leurs multiples liens transactionnels avec des institutions financières similaires, peuvent déclencher une crise systémique. La faillite de *Lehman Brothers* et *American Insurance Group (AIG)* survenu aux États-Unis en 2008 en est le parfait exemple¹⁴⁴⁷. L’État américain a dû se servir de l’argent du contribuable américain pour mettre en œuvre le sauvetage du géant de l’assurance dont les clients sont issus de tous les domaines économiques du pays¹⁴⁴⁸.

¹⁴⁴⁷ F. Lacroix, « Projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires – la séparation des activités bancaires en France et dans le cadre communautaire », *Rev. dr. bancaire et fin.*, octobre 2013, n° 4, dossier 40, pt. 1.

¹⁴⁴⁸ *Lehman Brothers*, n’a pas bénéficié de cette mesure, puisque les autorités américaines ont considéré que sa déconfiture n’est pas susceptible de causer une crise systémique. <https://www.lesechos.fr/2008/09/pourquoi-sauver-aig-et-pas-lehman-brothers-514442>

Pour éviter qu'une crise systémique incite souvent les autorités étatiques à mettre en œuvre des plans de redressement à l'aide des fonds puisés dans l'épargne publique, la loi de séparation des activités bancaires¹⁴⁴⁹, promise par M. François candidat Hollande, a été adoptée. Pourtant, des doutes sur son efficacité ont été exprimés¹⁴⁵⁰. En effet, les dispositions préventives prises au sein du marché, tout comme les mesures curatives des difficultés des entreprises bancaires ayant une résonance internationale adoptées dans le cadre du G20, se sont avérées inefficaces.

Risques affectant les valeurs mobilières. L'activité bancaire et financière est à haut risque aussi bien pour chaque établissement que pour l'ensemble du secteur¹⁴⁵¹. Hormis le cas extrême des crises systémiques, les marchés d'instruments financiers sont exposés à une multitude de risques qui peuvent affecter la valeur des titres qui y sont échangés¹⁴⁵². Il en existe deux catégories : les risques de marché et les risques d'opération de marché.

Parmi les risques de marché figurent le risque de taux, le risque de change, le risque d'action et de matière première. La constance du taux découle de celle du prix de l'argent entre la souscription et la maturité des titres. Les taux de marché sont calculés sur la base de la moyenne des intérêts des prêts accordés par les établissements de crédit dans un État donné. Les taux de référence les plus pratiqués sont le LIBOR¹⁴⁵³ et l'EURIBOR¹⁴⁵⁴. La variation du taux peut entraîner une moins ou plus-value du titre, ce qui est le cas notamment des titres obligataires qui assurent un revenu fixe. Cette réalité touche également les *sukuk* à revenus fixes, dont les *sukuk al ijâra* (*sukuk* en pleine propriété ou conférant un droit de propriété démembré), *sukuk al istisnâ'* (*sukuk* pour financement d'actifs ou de projets) et *sukuk al salam*. Cette dernière peut aussi être le fruit d'une variation des taux de change entre les différentes

¹⁴⁴⁹ Loi n° 2013-672, du 26 juillet 2013, de séparation et de régulation des activités bancaires, *JORF* n° 173, du 27 juillet 2013. Au moyen d'une séparation entre les activités bancaires dites utiles au financement de l'économie réelle, et les activités spéculatives, la loi a permis uniquement aux premières de bénéficier du soutien de l'état en cas de déconfiture.

¹⁴⁵⁰ Th. Bonneau, « Séparation et régulation des activités bancaires », propos conclusifs, *Rev. dr. bancaire et fin.*, oct. 2013, n° 4, dossier 41, pt. 5 ; F. Lacroix, *art. précit.*, n° 2.

¹⁴⁵¹ J.-J. Daigre, « Créances bancaires et créances ordinaires dans la faillite du client : vers deux poids deux mesures ? », *RD bancaire et fin.*, juillet-août 2005, p. 3.

¹⁴⁵² Lamy, *Droit du financement*, 2016, n° 1258 et s.

¹⁴⁵³ Le taux LIBOR (*London Inter Bank Offered Rate*), taux d'intérêt de référence sur les prêts inter-bancaires sur la place de Londres. A l'aube de 2022 il sera remplacé par le taux SONIA (*Sterling Over Night Index Average*). Il est calculé pour la livre sterling, le dollar américain, le yen, le franc suisse et l'euro.

¹⁴⁵⁴ Le taux EURIBOR est le taux moyen des intérêts de prêts inter-bancaires des banques européennes de référence.

devises, ou l'augmentation des prix des matières premières¹⁴⁵⁵ lesquelles influeraient sur la valeur des actifs composant les portefeuilles de titres. La valeur de l'action peut fluctuer du fait de plusieurs facteurs, dont la politique d'investissement, l'échec ou la réussite d'une ou plusieurs opérations financières, etc. Le cours des actions d'un émetteur est souvent l'image de sa santé financière évaluée par les agences de notation.

Le risque de contrepartie constitue le type d'aléas le plus répandu auquel les opérations de marchés font face, aux côtés des risques opérationnels et de liquidité. Ceci est également le cas pour les *sukuk*¹⁴⁵⁶. Il s'agit du risque de défaillance du débiteur, laquelle peut empêcher le créancier (souscripteurs de valeurs mobilières) de percevoir les versements périodiques qui lui sont dus, ou lui faire perdre le capital qu'il a investi, en cas de défaillance grave.

Lorsque des *sukuk* seront émis en France en vue d'être cotés sur le marché français et comportent tout de même un élément d'extranéité, les parties pourront faire application de l'article 3 paragraphe 1 du Règlement « Rome I¹⁴⁵⁷ » et désigner la loi qui régira leurs rapports contractuels. Il y a extranéité lorsque les souscripteurs sont, ne serait-ce que pour partie, résidents en dehors du territoire français, ou lorsque la structure émettrice a eu recours à un véhicule *ad hoc* (*SPV*) pour accueillir l'actif et émettre les titres à partir de l'étranger¹⁴⁵⁸. Une clause du contrat international doit le soumettre à une seule loi clairement désignée.

L'atout de la réglementation française. Les opérations d'émission de *sukuk* internationaux qui sont pratiquées aujourd'hui dans le monde désignent souvent la loi et le juge anglais comme pour connaître des litiges issus des rapports entre émetteur et souscripteur. Le fait est que la mise à l'abri de l'actif sous-jacent des créanciers de l'émetteur et/ou de l'emprunteur est réalisée au moyen d'un *trust*.

¹⁴⁵⁵ L'affectation du prix des matières premières entraîne une élévation des coûts de production des produits qu'elles composent, et la diminution des marges bénéficiaires de la production. Il est toutefois possible de s'en prémunir au moyen d'un contrat d'assurance ou même de produits dérivés (contrats financiers à terme, notamment des *swap*).

¹⁴⁵⁶ S. Van Wijnberger et S. Zaheer, « *Sukuk defaults : on distress resolution in islamic finance* », publication de l'Université d'Amsterdam et de l'Institut Tinbergen, *Discussion paper* 13-087/VI : DSF 57, 16 juillet 2013, p. 31.

¹⁴⁵⁷ Règlement eur. (CE), n° 593/2008, « Rome I », précit., considérant (11) : « La liberté des parties de choisir le droit applicable devrait constituer l'une des pierres angulaires du système de règles de conflit de lois en matière d'obligations contractuelles » ; art. 3 §1 : « Le contrat est régi par la loi choisie par les parties. Le choix est exprès ou résulte de façon certaine des dispositions du contrat ou des circonstances de la cause. Par ce choix, les parties peuvent désigner la loi applicable à la totalité ou à une partie seulement de leur contrat ».

¹⁴⁵⁸ Le choix d'émettre les titres et accueillir l'actif par une *SPV* située à l'étranger est souvent motivé par des considérations d'ordre fiscal.

Pourtant ce choix présente de nombreux inconvénients. A l'exception du Bahraïn, les droits nationaux des pays arabes du Conseil de coopération du Golfe ne connaissent pas la notion de *trust*. La déclaration du *trust* (acte constitutif du *trust* ou *trust deed*) se trouve ainsi sans effet et le contrat d'émission nul. Faute d'exequatur dans ces pays, les jugements rendus par des juridictions anglaises ou étrangères en l'absence de traité bilatéral seront privés de force exécutoire¹⁴⁵⁹.

Bien imprégné des notions du droit français lors de ses études doctorales en France, A. – R. Al Sanhoury, qui fût l'un des principaux organisateurs et rédacteurs du Code civil égyptien des temps modernes, a opéré une nette rupture avec le Code civil ottoman (Majalla), essentiellement *chari'atique*, pour laisser la place aux différentes notions civilistes du droit français¹⁴⁶⁰, surtout celles relatives au contrat et aux biens. Al Sanhoury a également joué un rôle capital dans la codification du droit civil et du code de commerce d'autres pays musulmans, dont l'Irak, le Koweït et les Émirats. Le rôle pionnier de l'Égypte dans la transmission des théories du code Napoléon dans les pays du Golfe est indéniable¹⁴⁶¹.

Section II. Le règlement des litiges

Il n'existe à l'heure actuelle aucun recul jurisprudentiel en France sur la résolution des litiges relatifs aux titres obligataires intermédiés ayant un élément d'extranéité.

La plupart des contrats d'émission de *sukuk* d'envergure internationale confient leur gouvernance à la loi anglaise et leur résolution de litiges au juge étatique britannique. Or les cas de jurisprudence démontrent que le choix de la loi anglaise, librement fait au demeurant, empêche les titulaires d'obtenir l'exécution forcée des clauses sensés protéger leurs intérêts (Sous-section I). *A contrario*, la compatibilité entre le système juridique français et ceux des pays du Golfe garantit mieux les intérêts

¹⁴⁵⁹ S. Van Wijnberger et S. Zaheer, art. précit., p. 32.

¹⁴⁶⁰ Ch. Chéhata, « Les survivances musulmanes dans la codification du droit égyptien », art. précit., vol. XVII, n° 4, p. 842.

¹⁴⁶¹ N. Norzul Thani et A. Othman, « *The effectiveness of the legal and regulatory framework for islamic services* », in, *Islamic finance global legal issues and challenges*, IFSB, 2008, p. 22.

des titulaires, notamment concernant l'arbitrage international qui constitue un mode opportun de règlement des différends relatifs à la défaillance de l'émetteur (Sous-section II).

Sous-section 1. La résolution des litiges relatifs aux *sukuk* devant le juge étatique

L'analyse des cas de jurisprudence (§3) connue à ce jour démontre d'une part que le choix par les parties de la loi applicable au contrat d'émission de *sukuk* a souvent été fait en méconnaissance des incompatibilités juridiques entre le système anglais et ceux des pays du Golfe (§2). D'autre part, elle met en exergue l'inutile invocation par l'émetteur/l'emprunteur de la non conformité avec la *Chari'a* des *sukuk* émis à l'appui d'une exception d'inexécution ou d'une demande d'annulation de l'opération (§1).

§1. L'infructueuse invocation de la contrariété à la Chari'a auprès des tribunaux anglais

Dans les contrats islamiques internationaux en général. Dans les différents contentieux de financement islamique soumis au juge, le plus souvent anglais, le grief de non-conformité à la *Chari'a* a été soulevé de nombreuses fois. Mais dans la totalité des cas, le juge anglais a écarté cet argument.

Dans ces contrats, qui étaient le plus souvent des contrats *murâbaha* ou *wakâla*, une clause fait référence à la *Chari'a* comme devant être respectée par les termes du contrat objet du litige, ainsi que lors de son exécution. Dans ces mêmes contrats, des clauses d'élection du for et du droit applicable anglais étaient stipulées. Le juge anglais était amené à décider laquelle des lois il devait faire valoir : la *Chari'a* ou la loi anglaise face à de telles stipulations.

Dans l'affaire *Symphony Gems*¹⁴⁶², le juge anglais après s'être déclaré compétent, avait estimé que la clause attributive de juridiction et de désignation de loi anglaise prévalait sur les appellations de contrats nommés musulmans, le contrat *murâbaha*¹⁴⁶³ en l'espèce, car le caractère impératif de la référence à la *Chari'a* comme norme applicable n'était pas clairement établi. En effet, il y était stipulé que l'acquéreur « souhaite » conclure cet accord avec le vendeur « conformément avec la *Chari'a* islamique » (« *The Purchaser wishes to deal with the Seller for the purpose of purchasing Supplies [...] under this Agreement in accordance with the Islamic Shari'ah* ».).

Or dans la clause relative au droit applicable au contrat international de l'affaire *Shamil Bank contre Beximco*¹⁴⁶⁴, la référence à la *Chari'a* ainsi que la loi anglaise pour régir le contrat était faite par une rédaction qui a soulevé quelques débats. En effet, la clause stipulait que « *subject to the principles of the glorious Shari'a, this Agreement shall be governed by and construed in accordance with the laws of England* ». La Cour d'Appel de Londres a fait application de l'article 3.1 de la Convention de Rome de 1980 (aujourd'hui remplacé par le Règlement « Rome I » de 2008) qui donne entière liberté aux parties de désigner « la loi » qui gouvernera leur accord. Elle en a ensuite déduit que la *Chari'a* n'est pas une loi nationale au sens de la Convention précitée, de plus elle n'a pas de corpus juridique clairement précisé, mais aussi, elle est sujette aux divergences d'opinions entre les écoles jurisprudentielles islamiques. Le juge avait condamné le demandeur à payer le prix relatif aux contrats *murâbaha* litigieux, et ce pour mauvaise foi, puisque celui-ci avait effectué les versements échelonnés pendant des années. Cette décision a soulevé une controverse doctrinale¹⁴⁶⁵.

¹⁴⁶² *High Court of Justice, Commercial Court, Affaire Islamic Investment Co of the Gulf (Bahamas) Ltd c/ Symphony Gems NV & others*, 13 Feb 2002 : per Tomlinson J. (2002) EWHC1 (Comm) .

¹⁴⁶³ Achat puis revente à l'emprunteur d'un bien immédiatement livré, en contrepartie d'un paiement échelonné incluant une marge de bénéfice.

¹⁴⁶⁴ Les deux instances de l'affaire *Shamil Bank of Bahrain c/ Beximco Pharmaceuticals Ltd & others* [2004], 29 janvier 2004 : per Potter, *London Court of Appeal*, EWCA Civ 19; [2004], 4 All ER 172 1 WLR 1784 (CA) ; Puis, 1^{er} août 2003, *Commercial Court of London, at first instance* [2003] EWHC 2118; [2003] 2 All ER (Comm) 849.

¹⁴⁶⁵ G. Affaki, « L'accueil de la finance islamique en droit français », in *Finance islamique à la française*, éd. Secure finance, 2008, p. 165. L'auteur voyait dans la *Chari'a*, non une liste de règles préexistantes mais une méthode de sélection de ces règles. Cet avis que nous ne partageons pas, a été exprimé sur la base d'une comparaison de la *Chari'a* avec la *lex mercatoria*, pourtant approuvée par le juge britannique et ayant les mêmes caractéristiques de la *Chari'a*, tout comme la *Common Law*, selon l'auteur.

Composition contractuelle des titres obligataires et des *sukuk*. Les *sukuk* sont des titres financiers susceptibles d'émission, négociables dotés d'un régime juridique unitaire, à l'instar des valeurs mobilières obligataires. À ce titre, ils diffèrent des contrats de financement classiques.

Les valeurs mobilières obligataires sont composées de deux contrats principaux : le contrat de cession de créances constitue la source du contrat d'émission/souscription matérialisé par le titre. Les titres ne se superposent pas au contrat sous-jacent comme c'est le cas en matière d'effets de commerce. Ils sont simplement causés¹⁴⁶⁶. Le défaut d'existence du contrat initial peut entraîner la nullité des titres pour absence de contrepartie (anciennement, la cause de l'obligation), tel qu'en dispose l'article 1169 du Code civil. L'émetteur (plus précisément l'organisme chargé du paiement des périodicités par mandat conclu avec l'émetteur) peut opposer au bénéficiaire d'un titre les exceptions nées du contrat d'origine. Avec la mauvaise foi du cessionnaire de titres, les exceptions inhérentes au sous-jacent resurgissent comme opposables dans un titre financier. Ce principe garantit que l'inscription en compte de ce dernier atteste du droit de propriété de son titulaire. Toutefois, la dissociation du titre du droit originaire scinde également les exceptions au regard du principe d'inopposabilité : les vices inhérents au contrat d'origine sont opposables contrairement à ceux relatifs au bien que constitue le titre¹⁴⁶⁷.

Inscription en compte et négociabilité. En vertu des articles L. 211-14, L. 211-15 et L. 211-17, les titres financiers sont négociables¹⁴⁶⁸, transférables par virement de compte à compte et garantissent le droit de propriété de leur titulaire par inscription en compte. L'inscription en compte-titres est une écriture fondamentale pour constater le droit de propriété du titulaire qui aura reçu la possession du titre par les moyens de négociation (endossement, transfert, tradition, etc.). Ainsi, la négociabilité du titre renvoie à sa transmissibilité par les modes de négociation, alors que la négociabilité du droit est constatative de propriété¹⁴⁶⁹. Dans les deux cas, la

¹⁴⁶⁶ H. le Nabasque et A. Reygrobelle, « L'inscription en compte des valeurs mobilières », art. précit., pp. 261 et 262 ; Th. Bonneau et alii, *op. cit.*, n° 828, p. 514.

¹⁴⁶⁷ Th. Bonneau et alii, *op. cit.*, n° 827 p. 513 et note 313, p. 514 ; M. Dubertet, *L'inopposabilité des vices de la propriété mobilière*, thèse Paris II, 2002, note 22, p. 6.

¹⁴⁶⁸ Sauf les parts de sociétés civiles de placement immobilier et les parts de sociétés d'épargne forestière (art. L. 211-14).

¹⁴⁶⁹ M. Dubertet et D. Mangenet, art. précit., n° 14 à 18, à propos de la distinction de négociabilité formelle du titre et la négociabilité du droit.

négociabilité est synonyme de transmissibilité, mais c'est la transmissibilité du droit constaté dans le titre qui prime. En effet, cette inscription comptable vaut titre de propriété au profit du possesseur devenu titulaire. À ce titre, celui-ci peut les céder par virement de compte à compte ou constituer des sûretés. Il en est le propriétaire présumé dès lors que l'inscription porte son nom auprès de l'émetteur ou d'un teneur de compte. Cette présomption est irréfragable à l'égard des tiers et simple à l'égard de son auteur¹⁴⁷⁰.

L'inopposabilité des exceptions. La négociabilité des titres financiers au sens de l'article L. 211-1, II du Code monétaire et financier, empêche tout émetteur ou opérateur d'invoquer les exceptions inhérentes au titre pour échapper à une demande d'exécution faite par un autre opérateur. L'inopposabilité est consacrée à l'article L. 211-16 du Code monétaire et financier. Il dispose que « nul ne peut revendiquer pour quelque cause que ce soit un titre financier dont la propriété a été acquise de bonne foi par le titulaire du compte-titres dans lequel ces titres sont inscrits ou par la personne identifiée par le dispositif d'enregistrement électronique partagé mentionné à l'article L. 211-3 ».

La vocation de financement qu'ont les titres financiers établit leur spécificité par rapport aux effets de commerce qui sont des moyens de paiement¹⁴⁷¹, et justifie la consécration de cette règle conçue comme la base de la sécurité des marchés d'instruments financiers¹⁴⁷². Pour certains auteurs, l'inopposabilité établit une confiance légitime des tiers dans l'apparence du titre de manière à ce que tout acquéreur du titre soit tenu d'en payer le prix et tout détenteur régulier a un droit absolu au paiement¹⁴⁷³.

Toutefois, certaines exceptions ne peuvent être écartées du principe d'inopposabilité des exceptions relatif aux titres financiers. La négociabilité des titres financiers donne à leur cessionnaire une présomption simple de propriété à l'égard du cédant, et irréfragable à l'égard des tiers de bonne foi¹⁴⁷⁴. Tirée de l'article 2276 du Code civil, cette solution adaptée aux titres financiers à l'article L. 211-16 du Code

¹⁴⁷⁰ M. Dubertet et D. Mangenet, art. précit., n° 18.

¹⁴⁷¹ J.-P. Bouère, H. de Vauplane et *alii*, *op. cit.*, p. 104.

¹⁴⁷² Th. Bonneau et *alii*, *op. cit.*, n° 826, p. 513.

¹⁴⁷³ R. Roblot, « Application et fonction de la notion d'inopposabilité en droit commercial », in *Mélanges Voirin*, LGDJ, 1967, p. 721.

¹⁴⁷⁴ M. Dubertet et D. Mangenet, art. précit., n° 18.

monétaire et financier¹⁴⁷⁵ consacre le principe selon lequel l'inscription en compte vaut titre¹⁴⁷⁶ sauf mauvaise foi du cessionnaire.

Cette inopposabilité des exceptions en matière de titres financiers, qui constitue la condition de la négociabilité des droits qu'ils constatent¹⁴⁷⁷, devrait parfaitement s'appliquer aux *sukuk*.

La non-conformité avec la *Chari'a* du contrat sous-jacent pourrait-elle constituer une exception d'inexécution opposable aux investisseurs ? L'émetteur pourrait-il l'invoquer à l'appui d'une demande en annulation du titre ?

Causes de nullité du contrat d'émission. Les conditions de validité du contrat d'émission sont celles issues de l'ancien article 1108 du Code civil dans lequel la cause figurait, et qui a été supprimée par l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations.

Depuis, la cause n'est plus une condition de validité des contrats. Seules invalident le contrat l'absence de consentement, l'incapacité de l'une des parties et l'illicéité ou l'incertitude du contenu. La cause a cependant continué à être invoquée par la jurisprudence à l'appui d'une annulation d'un contrat. Mais l'absence de cause invalidante du contrat est limitée à certains cas.

La conception objective de la cause est désormais que pour la conception subjective. Notons que la conception objective est celle qui prend en considération la contre-prestation à l'engagement de l'une des parties à l'accord, alors que la conception subjective recherche les mobiles des parties et touche souvent à la notion de la cause illicite. En effet, la nullité d'un contrat n'est envisagée aujourd'hui qu'en cas de cause contraire à l'ordre public (l'article 1162 C. civ) ou dans le cas de contre-prestation

¹⁴⁷⁵ C. monét. et fin., art. L. 211-16 : « Nul ne peut revendiquer pour quelque cause que ce soit un titre financier dont la propriété a été acquise de bonne foi par le titulaire du compte-titres dans lequel ces titres sont inscrits ou par la personne identifiée dans le dispositif d'enregistrement électronique partagé mentionné à l'article L. 211-3 ».

¹⁴⁷⁶ Th. Bonneau, « Commentaire de l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, *JCP E* 2009. 1105, n° 12.

¹⁴⁷⁷ Th. Bonneau et *alii*, *op. cit.*, n° 826, p. 513 ; M. Dubertet et D. Mangenet, art. précit. n° 18.

illusoire ou dérisoire (l'article 1169 C. civ.). Désormais, l'équivalence des prestations n'est plus un motif de nullité du contrat pour défaut de cause, selon l'article 1186 du Code précité, sauf lorsque l'exécution du contrat est « devenue excessivement onéreuse pour une des parties qui n'avait pas accepté d'en assumer le risque » du fait de circonstances imprévisibles. L'article 1195 dispose que dans ce cas, le juge pourrait réviser le contrat pour imprévision et sous réserve d'échec des renégociations ou d'accord entre les parties sur les termes et conditions de sa résolution.

Exclusion du déséquilibre contractuel. Le législateur financier a expressément considéré que le déséquilibre entre les prestations d'un contrat ne saurait s'appliquer aux titres financiers selon l'article L. 211-40-1 du Code monétaire et financier. « L'article 1195 du Code civil n'est pas applicable aux obligations qui résultent d'opérations sur les titres et les contrats financiers mentionnés aux I à III de l'article L. 211-1 du présent code ».

Le *riba* et le *gharar* sont respectivement des défauts aux yeux de la *Chari'a*. Ils sont caractérisés par la perception d'un gain issu d'un prêt d'argent ou d'un contrat considéré comme étant sans réelle contre-prestation¹⁴⁷⁸. *Riba* et *gharar* demeurent intimement liés à la notion de prix, et à l'équilibre contractuel calculé au moyen du prix.

Or, l'article L. 313-1 du Code monétaire et financier dispose que le crédit est en soi un service qui relève de la catégorie des opérations de banque, dont l'exercice est strictement encadré lorsqu'il est octroyé à titre onéreux. Le caractère excessif du prix de cette prestation (l'usure) n'est applicable en droit français qu'en droit de la consommation, et demeure en dehors du domaine des titres financiers¹⁴⁷⁹.

Le déséquilibre contractuel ne saurait donc être valablement soulevé à l'appui d'une demande en nullité du contrat d'émission de *sukuk* en France, pour nonconformité à la *Chari'a* du contrat qui les sous-tend.

¹⁴⁷⁸ V. la notion de *riba* et de *gharar*, *supra*, p. 191 et s.

¹⁴⁷⁹ Loi n° 2003-721, 1 août 2003 pour l'initiative économique, *RTD Com.* 2003, p. 786, note D. Legeais ; Rép. Min. n° 1827, *J.O.* Sénat, 2 janvier 2003, p. 43.

De plus, la conformité à la *Chari'a* des *sukuk*, elle, sera avalisée par le comité de surveillance *chari'atique* qui est composé de membres experts en droit musulman.

Aux côtés de la négociabilité des *sukuk* issue de leur inscription en compte, la validation du prospectus par le Comité de surveillance *chari'atique* saisi de l'opération doit priver l'emprunteur ou l'émetteur de toute exception d'inexécution pour motif de non-respect des règles *chari'atiques*.

La question de la causalité des contrats d'émission et de cession de l'actif sous-jacent ne se pose pas vraiment pour les *sukuk*. En effet, les deux contrats sont englobés de manière à ce que tous les effets juridiques de la vente de l'actif sous-jacent remontent au niveau du titre. Et dans ce cas, les rapports entre souscripteur émetteur et emprunteur (souvent gestionnaire) sont dans la plupart des cas tripartites, comme en atteste les articles 5/1/3 et 5/1/5 du standard 17 AAOIFI¹⁴⁸⁰. Ainsi, la validité du *sakk* dépendra d'une part de celle du sous-jacent dont l'existence et les caractéristiques sont établies au prospectus et d'autre part du respect des prescriptions du standard 17 précité. Par conséquent un *sakk* est valable si le contrat qui le sous-tend est valable aussi au regard de la *Chari'a* et si les conditions propres aux titres eux-mêmes qui figurent dans les dispositions AAOIFI ont été jugées réunies par le comité de surveillance *chari'atique* chargé du dossier.

La liste limitative des cas de la nullité du contrat d'émission. En réalité, la nullité du contrat d'émission de titres financiers est très strictement encadrée aussi bien par la loi française que par la jurisprudence. Elle survient dans des cas bien précis et très restreints¹⁴⁸¹. Sont visés les titres émis en méconnaissance d'une disposition légale qui interdit l'émission à toute société (i) non habilitée à émettre des titres

¹⁴⁸⁰ AAOIFI, standard 17, art. 5/1/3 : “The contract of issue has all the legal effects of the contract upon which the issued certificates are based. This occurs after the closing of the subscription and the allotment of the certificates”; Art. 5/1/5 : “The relationship between the two parties to the issue contract are determined on the basis of the type of contract and its status in the Shari'a as well as the following description”.

¹⁴⁸¹ L. Chammas et Ch. Sevennec, art. précit., n° 152 et 153.

négociables¹⁴⁸², ou (ii) à offrir des titres au public¹⁴⁸³ ou même n'ayant pas obtenu d'autorisation pour émettre des obligations émises en lot¹⁴⁸⁴, ou encore n'ayant pas respecté la procédure de validation et d'approbation de l'opération d'émission par les organes agréés¹⁴⁸⁵.

Si l'article L. 235-1 du Code de commerce envisage la nullité des actes ou délibérations faits en violation d'une disposition impérative du Livre II du Code de commerce ou d'une disposition légale civile, seul le juge est habilité à caractériser l'impérativité d'une disposition. Et le droit positif n'est pas très enclin à décider d'annuler un contrat d'émission comme en atteste une décision de la cour d'appel de Paris du 26 avril 1990¹⁴⁸⁶.

Nombreuses sont les raisons qui étayent l'inutilité d'une action en nullité pour illicéité de *sukuk*. Le droit positif témoigne que des tentatives ont été faites. Toutefois la résolution des problèmes financiers de l'émetteur/emprunteur a été effectuée souvent soit par la négociation avec les investisseurs ou par la réalisation d'une garantie accordée par un tiers. La valeur de la certification de conformité des *sukuk* par un comité de surveillance *chari'atique* laisse le juriste et les investisseurs sceptiques quant à la sécurité juridique des contrats qui les composent.

¹⁴⁸² C. com., art. L. 227-2 interdisant aux sociétés par action simplifiée (SAS) de faire des offres au public de titres obligataires ; du même Code, art. L. 252-10 faisant cette même interdiction aux Groupement Européen d'Intérêt Economique (GEIE).

¹⁴⁸³ C. civ., art. 1841 : « Il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de procéder à une offre au public de titres financiers, d'émettre des titres négociables ou de procéder à une offre au public, au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, de parts sociales, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres ou parts sociales émis ».

¹⁴⁸⁴ C. monét. et fin., art. L. 213-6 : « L'émission d'obligations à lots doit être autorisée par la loi.

Toute émission faite en violation des dispositions du présent article est nulle. Sans préjudice de l'action en responsabilité contre les mandataires sociaux, le ministère public ainsi que tout intéressé peut exercer l'action en nullité ».

¹⁴⁸⁵ C. com., art. L. 235-1 : « La nullité d'une société ou d'un acte modifiant les statuts ne peut résulter que d'une disposition expresse du présent livre ou des lois qui régissent la nullité des contrats. En ce qui concerne les sociétés à responsabilité limitée et les sociétés par actions, la nullité de la société ne peut résulter ni d'un vice de consentement ni de l'incapacité, à moins que celle-ci n'atteigne tous les associés fondateurs. La nullité de la société ne peut non plus résulter des clauses prohibées par l'article 1844-1 du code civil

La nullité d'actes ou délibérations autres que ceux prévus à l'alinéa précédent ne peut résulter que de la violation d'une disposition impérative du présent livre, à l'exception de la première phrase du premier alinéa de l'article L. 225-35 et de la troisième phrase du premier alinéa de l'article L. 225-64, ou des lois qui régissent les contrats, à l'exception du dernier alinéa de l'article 1833 du code civil.

¹⁴⁸⁶ CA Paris, 1^{ère} ch. A, 26 avril 1990, *Affaire Antonmattéi c/ Ass. Nationale des Actionnaires de France*, n° 1990-021699, Bull. civ. 1990, p. 536. Le juge d'appel avait refusé d'annuler le contrat d'émission d'Obligations avec Bons de Souscription en Action (OBSA) introduite par les actionnaires de l'émetteur au motif que leur demande de nullité n'établissait pas la mauvaise foi des porteurs.

§2. Heurs et malheurs du choix du droit et du juge anglais

Malgré sa jeunesse, l'industrie des *sukuk* a été confrontée à plusieurs cas de défaillance des émetteurs. La plupart des émissions ont une amplitude frontalière. Cette dimension ajoute aux aléas habituels inhérents aux titres et à l'investissement le risque relatif au droit applicable et à l'exécution des décisions des juridictions étrangères.

En effet, le risque juridique est exacerbé du fait du recours très fréquent à l'institution du *trust* dans la structuration de l'opération. Cet attrait est dû à deux atouts. D'une part, l'actif sous-jacent est conservé en *trust* par l'émetteur (*SPV*) pendant l'opération dans l'intérêt des souscripteurs, à charge pour lui de le céder aux investisseurs à la maturité des titres, ou de leur restituer le produit de sa vente. Cette conservation par le *trustee* est faite dans les conditions prévues dans l'acte de *trust* (*trust deed*). D'autre part, l'acceptation juridique du terme *ownership* correspond à celle de *milkiyya*, qui, selon le droit musulman classique, désigne le droit de jouissance relatif à un bien¹⁴⁸⁷, puisqu'elle permet l'institution de plusieurs « propriétaires » sur un même bien en même temps : le propriétaire légal et le propriétaire économique (*beneficial/equitable owner*).

La place importante accordée à la terminologique dans l'industrie de la finance islamique¹⁴⁸⁸, et la concordance apparente de l'acceptation de la propriété islamique avec celle de l'*ownership* de droit anglais ne suffisent pas à assurer un bon niveau de sécurité juridique pour les investisseurs en *sukuk*. Cette équivalence ne garantit pas la protection des droits du porteur d'un *sakk* par une simple stipulation contractuelle, tant qu'elle n'est pas corroborée par une équivalence des régimes juridiques, étant donné que l'institution du *trust* n'est pas connue dans le droit des pays du monde arabe¹⁴⁸⁹. Il s'en suit que le juge saoudien, saisi pour trancher un litige en la matière, n'a jamais reconnu la déclaration/l'acte de *trust* ni accordé l'*exequatur* à un jugement étranger en l'absence de traité bilatéral le privant ainsi de force exécutoire¹⁴⁹⁰. Le montage juridico-financier centré sur le *trust*, entraîne systématiquement le choix

¹⁴⁸⁷ V. *Supra*, p. 67 à propos de la notion de propriété (*milkiyya*) en droit musulman classique.

¹⁴⁸⁸ M. El Gamal, *op. cit.*, pp. 22 et 23.

¹⁴⁸⁹ M.A.B.M. Al Amine, *op. cit.*, p. 289 ; S. Van Wijnberger et S. Zaheer, art. précit., p. 32.

¹⁴⁹⁰ S. Van Wijnberger et S. Zaheer, *ibid.*

de la loi anglaise ainsi que des tribunaux étatiques anglais pour connaître des litiges relatifs aux *trusts* et de ceux litiges liés actes qui les composent.

De plus, les contrats qui structurent une opération d'émission de *sukuk* sont multiples et souvent internationaux, et permettent par exemple que les litiges soient gouvernés par la loi de l'emprunteur, alors que le *trust* constitué pour conserver l'actif sous-jacent demeure régi par la loi britannique. En effet, l'article 3 du Règlement « Rome I » consacre le libre choix par les parties de désigner la loi applicable à l'ensemble de leur contrat, ou à une partie de celui-ci. Le considérant (13) autorise également que le contrat international prenne en considération un droit non étatique ou une convention internationale¹⁴⁹¹, ce qui laisse une place de référence à la *lex mercatoria*¹⁴⁹².

Certains auteurs¹⁴⁹³ ont estimé que si la *lex mercatoria* a été consacrée par la jurisprudence comme une source de droit, la *Chari'a* devrait bénéficier du même traitement. Or, la jurisprudence ayant traité de la défaillance des *sukuk* ne semble pas traiter ces deux sources de droit de la même manière.

§3. Illustrations jurisprudentielles

Malgré les mesures prises pour limiter l'impact des défaillances des émetteurs d'instruments financiers, et les multiples efforts déployés pour légiférer de manière à sécuriser l'investisseur en instruments financiers et les marchés sur lesquels ils sont émis ou échangés, le risque zéro n'existe pas sur le marché financier. Il est peut-être illusoire de croire qu'il existerait¹⁴⁹⁴. Cette vérité concerne aussi bien les titres obligataires que pour les *sukuk*. Nous exposerons ci-après quelques illustrations jurisprudentielles.

¹⁴⁹¹ Règlement eur. (CE), n° 593/2008, dit « Rome I », du 17 juin 2008, précit., considérant (13) : « Le présent règlement n'interdit pas aux parties, d'intégrer par leur référence dans le contrat, un droit non étatique ou une convention internationale ».

¹⁴⁹² B. Audit et L. d'Avout, *op. cit.* n° 1033, p. 861.

¹⁴⁹³ G. Affaki, art. précit., p. 165.

¹⁴⁹⁴ F. Lacroix, art. précit., pt 1.

1) **Affaire des *sukuk East Cameron Partners*¹⁴⁹⁵ (ECP).**

Il s'agit du seul litige relatif à des *sukuk* où le juge avait accordé un droit réel aux souscripteurs sur l'actif sous-jacent. Par le biais d'un véhicule *ad hoc* (*SPV*) immatriculé aux îles Cayman, la société pétrolière ECP, immatriculée au Texas avait émis en juin 2006 des *sukuk al mushâraka* pour 166 millions de dollars américains, ayant une maturité de 13 ans. Le prospectus attribuait aux investisseurs la qualité de titulaires de revenus de préférence (*overriding royalty interest*) issus de l'activité des actifs principaux de l'emprunteur qui sont des exploitations de gaz situés dans le Golfe du Mexique, des structures *off-shore* de l'État de Louisiane, que la *SPV* détenait pour leur compte en qualité de *trustee*. Il y a été clairement stipulé également que ce droit aux revenus des actifs leur a été octroyé en vertu d'un droit de « propriété » sur les actifs.

Les dommages causés par la survenue de l'Ouragan Katrina dans la région de Louisiane en 2008 ont fait chuter les cours du pétrole et du gaz, mettant ainsi l'émetteur dans l'impossibilité d'honorer les paiements périodiques aux titulaires des *sukuk* ECP. ECP (associé *mushârik* et gestionnaire des actifs) a déposé une requête auprès de la Cour de Louisiane afin de bénéficier de l'application du chapitre 11 du Code américain sur la faillite et obtenir la négociation et la restructuration de ses dettes.

Le tribunal compétent en matière de faillite commerciale, avait agréé l'élaboration d'un plan de restructuration de la dette en vertu de du chapitre 11. En même temps une procédure parallèle diligentée par l'emprunteur avait requis que le tribunal qualifie la cession des actifs comme la cession de droits aux revenus d'exploitation sans aucun droit réel sur ces actifs. Le tribunal avait toutefois qualifié les *ORRI* de droits réels selon la loi de l'État de Louisiane (*real property*) et ordonné le transfert des actifs dans le patrimoine des souscripteurs. Cependant, une solution a été trouvée au moyen de la négociation de la restructuration de la dette d'ECP qui a requalifié les *sukuk* d'*asset-backed sukuk* et non d'*asset-based*¹⁴⁹⁶.

¹⁴⁹⁵ *East Cameron Gas Partners, U.S. Bankruptcy Court of the Western District of Louisiana, L.P. Case n° 08-51207*, 12 décembre 2008; V. également Moody's, "The future of *sukuk* : substance over form ?", précit., p. 5.

¹⁴⁹⁶ Titre financier adossé sur un actif tangible en ce sens qu'il implique un transfert de droit réel de l'emprunteur vers l'émetteur qui le conservera et le gèrera dans l'intérêt du souscripteur.

2) **Affaire des *sukuk* de *Nakheel***¹⁴⁹⁷.

Nakheel Co PJSC est une entreprise appartenant au secteur public¹⁴⁹⁸ chargée de la construction et du développement du patrimoine immobilier de l'Émirat de Dubaï. Afin de financer son projet de construction d'un complexe immobilier sur la presque île en forme de palmier à Dubaï, Nakheel a fait émettre en 2006 des *sukuk manfê'a al ijâra*. Il s'agit de *sukuk* dont les revenus sont générés par un contrat de jouissance portant sur deux parcelles du terrain à construire et dont le propriétaire était l'État de Dubaï. Véhicule *ad hoc* (SPV) immatriculé dans la zone franche de Jebel Ali au Sud de Dubaï, Nakheel Development Limited a levé 3,5 milliards de dollars en contrepartie de *sukuk* dont la maturité était de 3 ans. Ces fonds servaient à acquérir un droit de *leasehold*¹⁴⁹⁹ des deux parcelles pendant 50 ans, lesquels étaient gardés en *trust* par la SPV émettrice. Ces *sukuk* souverains du type *asset-based* cotés sur le marché financier de Dubaï (Dubaï International Financial Exchange) avaient reçu la notation A+ par l'agence Standard and Poor's et A1 par l'agence Moody's. Ils bénéficiaient également de la garantie du gouvernement dubaïote. Les titulaires étaient rémunérés par les loyers issus de la location des parcelles, mais n'avaient aucun droit réel sur l'actif. Le droit applicable était le droit anglais et leurs juridictions étaient compétentes pour connaître des litiges nés de cette opération.

La crise financière survenue en 2007 accompagnée de la chute du cours de pétrole et de la très forte hausse des prix des matériaux de construction ont entraîné une grande disproportion entre les engagements prix à court terme et les revenus attendus à long terme de cet investissement dans le projet financé par l'émission *sukukaire*.

Dubaï World a été appelé en garantie de son engagement pour pallier les défaillances de Nakheel Development. Cela n'a toutefois pas suffi à redresser la situation de l'émetteur puisque la crise immobilière et financière avait atteint toutes les structures de Dubaï. Les obligations de l'émetteur envers les souscripteurs ont dû être remplies par le

¹⁴⁹⁷M. Tasnia, I. M. Mustapha et M. H. Shakil, "Critical assessment of the legal recourse for the case of *sukuk* default for the *asset-backed* and the *asset-based* *sukuk* structures", *European Journal of Islamic Finance*, July 2017, n° 7, p. 5. <http://www.ojs.unito.it/index.php/EJIF/article/viewFile/2066/pdf>

¹⁴⁹⁸ Nakheel PJSC était la filiale commune de 3 sociétés *holding* Nakheel Holdings, lesquels étaient elles-mêmes des filiales de Dubaï World une société dont l'actionnaire unique était l'Etat de Dubai.

¹⁴⁹⁹ Le contrat prévoyait l'octroi d'un droit dit *leasehold interest* sur les parcelles. Il s'agit d'un contrat de *lease* qui confère la possession et le droit d'exploiter un bien pendant une très longue période donnée. Le bien peut appartenir à une personne publique ou privée. V. Black's law dictionary, *op. cit.* ; Le *leasehold* n'a pas d'équivalent en droit français selon une étude faite par le Sénat <https://www.senat.fr/lc/lc172/lc1727.html>. Elle ressemble cependant à la location-gérance mais portant sur un bien immobilier et pas nécessairement un fonds de commerce.

gouvernement d'Abu Dhabi appelé en renfort par les autorités de Dubaï dans le cadre d'une démarche exceptionnelle.

Malgré la résolution de l'affaire avec les souscripteurs, un tribunal spécial a été établi à Dubaï pour connaître de la faillite de Nakheel Co PJSC. Il s'est avéré que le risque juridique occupait une place importante parmi les risques inhérents à l'opération. D'une part, le *trust* et le *leasehold* étaient des notions inconnues pour la loi de Dubaï et des Émirats arabes unis. De plus, si la loi *dubaïote* permet une partie à un contrat de poursuivre son cocontractant, y compris lorsqu'elle est une entreprise appartenant au secteur public, elle empêche dans ce cas tout droit de suite ou tout autre droit réel sur ses actifs. De ce fait, les différents recours pouvant être exercés n'auraient pas pu aboutir à un remboursement des investisseurs, puisque le tribunal dubaïote n'aurait pu accorder *l'exequatur* à la décision de la juridiction anglaise saisie pour faire exécuter les termes du *trust* vu l'absence de toute reconnaissance de cette institution dans le droit du pays où les biens sont situés.

Il semble ainsi que les garanties offertes par les entreprises étatiques pour appuyer une opération d'émission de *sukuk* souverains ne suffisent pas à contrebalancer les risques propres au secteur des marchés d'instruments financiers. L'affaire des *sukuk al salam* émis par la banque centrale du Bahreïn constitue un antécédent révélateur en la matière.

3) **Affaire des *sukuk* de Dana Gas¹⁵⁰⁰**. En 2007, Dana Gas PJSC, une société par actions de droit privé cotée à la bourse d'Abu Dhabi et spécialisée dans le domaine de l'énergie, a procédé, par l'intermédiaire d'une *SPV* établie aux Îles Vierges Britanniques, à l'émission de *sukuk al mudâra* convertibles d'une valeur de 700 millions de dollars¹⁵⁰¹. Les fonds étaient levés en vue de développer les exploitations gazières de Dana Gas en Égypte et au Kurdistan d'Irak. Le prospectus attribuait le contrat de *mudâra* et de *sukuk* à la gouvernance de la loi *émirat* (l'émirat de Sharjah, lieu d'immatriculation de l'emprunteur) alors que le droit anglais s'appliquait à la *SPV* émettrice et à l'actif tangible ainsi qu'à la promesse d'achat de celui-ci.

¹⁵⁰⁰ Dana Gas PJSC /Dana Gas Sukuk Limited and others, Commercial Court of London, per Leggatt, 17 Nov. 2017, [2017] EWHC 2928 (Com).

¹⁵⁰¹N. Zada et M. Muhammad, « The intricacies of default in Islamic Finance : a case study of Dana Gas litigation », *Journal of Islamic Business and Management*, June 2018, vol. 8 (S), p. 287.

Concomitamment aux difficultés financières de ses filiales d'Égypte et du Kurdistan d'Irak, l'emprunteur a annoncé en juin 2012 le refus de continuer à exécuter ses obligations au titre desdits *sukuk*, au motif que ces derniers n'étaient plus¹⁵⁰² conformes à la *Chari'a*.

Le tribunal britannique a été saisi par les titulaires de *sukuk* pour obtenir l'exécution forcée de la promesse unilatérale d'achat de l'actif¹⁵⁰³ et le paiement des sommes qui leur restaient dues. Le 17 novembre 2017, le tribunal commercial de Londres a rendu un jugement favorable aux investisseurs. Parallèlement, le tribunal de Sharjah saisi par Dana Gas a rendu une décision favorable à l'emprunteur émirati.

Dans le cadre de ces deux décisions juridictionnelles contradictoires un accord entre les parties a été atteint pour réorganiser la dette *sukukaire* et restructurer les titres : une partie des *sukuk* représenteront une dette de 300 millions de dollars alors que le reste constituera des *sukuk* convertibles en action Dana Gas. Il a été approuvé par 97 % des investisseurs.

Au-delà de la question de l'incompatibilité à la *Chari'a* des *sukuk* et de la problématique de la résolution des litiges transfrontaliers de titres financiers, l'affaire met l'accent sur le manque de précision dans les stipulations du contrat d'émission de *sukuk*. Elle démontre également l'insuffisance du *trust* à protéger les intérêts en cas de défaillance de l'émetteur.

§4. L'inutile invocation de la non-conformité des sukuk de droit français à la Chari'a

À notre avis, il serait inopportun d'insérer au contrat d'émission de *sukuk* français une clause contractuelle qui donnerait au débiteur (émetteur et/ou emprunteur), la faculté de faire échec aux droits des souscripteurs pour motif d'illicéité *chari'atique*. Sa caractéristique potestative nuit aux intérêts des souscripteurs ainsi qu'à la sécurité des opérations et des marchés financiers. Il serait également inutile de considérer une

¹⁵⁰² Un changement d'interprétation de la conformité ayant eu lieu 5 ans après la clôture des souscriptions.

¹⁵⁰³ Rappelons que la promesse unilatérale d'achat de l'actif cédé au bénéfice des souscripteurs, est une sûreté contractuelle stipulée pour permettre au collectif des investisseurs en *sukuk* d'anticiper le remboursement des sommes dues au titre des *sukuk*, avant leur échéance.

quelconque similitude entre la règle *nemo auditur propriam turpitudinem* laquelle ne s'applique en droit français qu'à la cause illicite ou immorale de l'obligation. En effet, l'illicéité que pourrait soulever le débiteur (émetteur et/ou l'emprunteur) porte sur la *Chari'a* qui, malgré certains avis favorables à son application en droit français¹⁵⁰⁴, n'est pas appliquée en France. De plus elle est constituée de règles juridiques aux contours qui varient au gré des écoles jurisprudentielles, mais aussi selon l'appréciation du comité de surveillance *chari'atique* qui statue sur la licéité du dossier de financement islamique. Une règle qui varie peut être insérée dans une clause d'un contrat international, mais uniquement comme une condition contractuelle établie d'un commun consentement entre les parties. Le strict encadrement législatif et réglementaire des marchés d'instruments financiers, et les règles qui les régissent empêcheraient qu'une telle référence insérée au prospectus de *sukuk* puisse constituer au profit d'une partie un motif de rupture unilatérale du contrat.

De plus, les règles *chari'atiques* insuffisamment précises et claires ne peuvent être comparées aux règles de la *Lex Mercatoria*, ces deux sources de droit non étatiques ne s'équivalent pas. Alors que les principes d'Unidroit ont codifié un bon nombre de règles de la *Lex Mercatoria* dont l'autonomie de la clause compromissoire par rapport au contrat principal et la clause *hardship* ou d'imprévision, les règles de la *Chari'a* n'ont pas été compilées dans un recueil unique qui pourrait constituer une ressource documentaire fondamentale pour la structuration des opérations financières islamiques et des *sukuk*. L'interprétation variable de la teneur des textes appliqués aux cas d'espèces fait qu'il n'existe pas une ligne de jurisprudence certaine et unifiante des écoles quant au traitement des problématiques *chari'atiques* par le juge étatique. De plus, les décisions prises par les Conseils de surveillance *chari'atique* ne font l'objet d'aucun référencement ce qui ajoute de l'incertitude quant à la consistance des règles.

Compte tenu de la comparaison que nous avons abordée entre celui des *sukuk* et le régime des valeurs mobilières obligataires de droit français, la clause attributive de juridiction étatique française ne devrait pas poser de problème d'exécution. En effet, la conservation des actifs sous-jacents aux *sukuk* ne se ferait qu'à titre de sûretés réelles s'il s'agit de biens meubles corporels ou immeubles. L'actif

¹⁵⁰⁴ G. Affaki, art. précit., pp. 156 et 157.

immobilier ou mobilier pourrait être conservé à titre de garantie des engagements de l'émetteur à l'égard des souscripteurs, dans un patrimoine d'affectation à la tête duquel se trouve un fiduciaire ou un agent des sûretés, respectivement au sens des articles 2011 et 2488-6 et suivants du Code civil. Mais si l'actif tangible est un droit aux revenus générés par un bien ou une prestation de services, le titre se suffit à lui-même. Comme nous l'avons démontré dans la partie première de cette étude, la notion de *milkiyya* traduite dans les dictionnaires contemporains par propriété est en droit musulman classique un droit de jouissance pouvant être réel ou personnel.

Les investisseurs en *sukuk* français pourront obtenir l'exécution forcée des clauses protectrices de leurs intérêts ou *l'exequatur* d'un jugement étranger tranchant le litige avec l'émetteur des *sukuk*. Cependant, dans le cas où les parties auraient choisi une autre loi applicable à leur rapport, la clause compromissoire semble assez prisée par les spécialistes.

Sous-section 2. L'opportunité de la voie arbitrale

L'arbitrage, mode de règlement des litiges connu en Islam. Pratiqué en droit romain sur la base du volontariat, ce moyen de résolution des différends entre les parties à un accord n'est pas nouveau en Islam. Il puise ses origines dans le verset 35 de la Sourate des femmes du Coran relative aux conflits conjugaux¹⁵⁰⁵.

L'encouragement de l'arbitrage en finance islamique. Aujourd'hui, l'arbitrage constitue le premier moyen de règlement des litiges en Asie et au Moyen-Orient¹⁵⁰⁶. Son potentiel est vanté par les spécialistes de la finance islamique comme mode efficace de résolution des différends relatifs aux contrats islamiques internationaux¹⁵⁰⁷, et aussi aux contrats d'émission de *sukuk*¹⁵⁰⁸. La Banque de

¹⁵⁰⁵ Coran, Sourate des femmes (n° 4), verset 35 : « Si une rupture entre les deux conjoints est à craindre, suscitez alors un arbitre de la famille de l'époux et un arbitre de la famille de l'épouse. Si les deux conjoints ont le réel désir de se réconcilier, Dieu favorisera leur entente, car Dieu est Omniscient et parfaitement informé ».

¹⁵⁰⁶ S. Saleh, *Commercial arbitration in the Arab Middle East*, éd. Graham & Trotman, Londres, 1984, p. 76.

¹⁵⁰⁷ W. Ben Hamida, « La finance islamique à l'international : quel rôle pour la CNUDCI ? », site internet de la CNUDCI, 13 avril 2013, n° 31 ; G. Affaki, art. précit., p. 51.

¹⁵⁰⁸ M.A.B.M. Al Amine, *op. cit.*, p. 306.

Développement Islamique (BIsD/*IsDB*) prévoit une clause d'arbitrage dans les contrats de financement auxquels elle est partie¹⁵⁰⁹.

Concernant les contrats internationaux, la clause de résolution des litiges par voie arbitrale a été jugée comme une garantie de l'efficacité de la *Chari'a*¹⁵¹⁰, mais aussi, et surtout comme clause protectrice de la sécurité juridique par la survie du contrat, puisqu'elle permet d'éviter le recours en annulation de celui-ci pour non-conformité à la *Chari'a*¹⁵¹¹.

Par ailleurs, en 2010 l'*International Swaps and Derivatives Association (ISDA)* en partenariat avec l'*International Islamic Financial Market (IIFM)* avaient inséré dans un modèle de contrat islamique (*Tahawwut*) une clause compromissoire dans laquelle a été suggéré l'arbitrage sous l'égide de la Chambre de commerce internationale (CCI). Dans ce même modèle diffusé en 2013, cette clause avait été désignée comme optionnelle¹⁵¹².

L'inexploitation de la piste arbitrale en finance islamique. Hormis les clauses d'arbitrage facultatif insérées dans des contrats de financement islamique, la voie arbitrale demeure inexploitée à ce jour¹⁵¹³.

La Commission de l'arbitrage de la Chambre de commerce internationale, a établi dans son rapport de 2018, que la difficile mise en place d'une procédure arbitrale en finance islamique est due à la nature de ces opérations qui doivent à la fois être conformes aux exigences de la *Chari'a* et aux dispositions du droit séculier. À la dualité des règles qui gouvernent les opérations financières islamiques, correspond *ipso facto* la juxtaposition des décisions juridictionnelles : celle du tribunal arbitral et celle du juge étatique.

¹⁵⁰⁹ G. Affaki, *ibid.*

¹⁵¹⁰ W. Ben Hamida, art. précit., n° 16.

¹⁵¹¹ Comité français de l'arbitrage, Groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière, Rapport final, 19 mai 2014, n° 95 et 96, p. 64

¹⁵¹² <https://www.isda.org/book/isda-iiifm-tahawwut-master-agreement/>

¹⁵¹³ Chambre de commerce internationale/*International chamber of commerce, Commission of arbitration and alternative dispute resolution, Financial institutions and international arbitration, report, march 2018*, n° 108.

Or, une seule opération financière islamique litigieuse a été résolue par un tribunal arbitral siégeant à Londres¹⁵¹⁴. Un contrat d'*istisnâ'* (contrat d'entreprise) comportait une clause compromissoire dans laquelle il était stipulé que la loi applicable était la loi anglaise sauf conflit avec la *Chari'a*, auquel cas cette dernière s'appliquerait¹⁵¹⁵. Le succès de cette procédure, qui a abouti à l'exécution de la sentence arbitrale en Angleterre, réside, selon la Commission d'arbitrage de la Chambre de commerce internationale, dans l'expertise de l'arbitre en finance islamique, qui a condamné le constructeur défaillant à rembourser le montant principal placé et les profits, tout en interdisant toute demande de dédommagement supplémentaire, qui est qualifié de gain illégitime par la *Chari'a*¹⁵¹⁶.

La Commission d'arbitrage de la Chambre de commerce internationale a émis des réserves au sujet de l'application rigoureuse par les tribunaux étatiques (anglais) de la loi d'autonomie désignant la loi anglaise et la *Chari'a* comme lois applicables au même contrat de financement islamique. A son sens, l'arbitrage peut en tirer profit sous réserve notamment d'arbitres habilités à traiter des sujets du droit musulman¹⁵¹⁷. Parallèlement, les parties devront clairement rédiger leur contrat international afin de délimiter le champ d'application de la loi séculière désignée et celui de la *Chari'a*¹⁵¹⁸.

La timide percée des institutions arbitrales islamiques. Un tribunal arbitral des litiges islamiques internationaux a été créé en 2005 à Dubaï. *L'Islamic International Centre for Reconciliation and Arbitration (IICRA)* est habilité à trancher des litiges relatifs aux contrats conclus selon les préceptes de la *Chari'a*¹⁵¹⁹. Cependant, la double formation des arbitres, en *Chari'a*, en droit et en finance des marchés semble manquer ce qui favorise le choix d'un tribunal arbitral plus expert en la matière¹⁵²⁰,

¹⁵¹⁴ *Sanghi Polyesters Ltd (India)/The International Investor KCSC (Kuwait)*, Commercial court, [2000], *Lloyd's Law Report*, vol. I, p. 480.

¹⁵¹⁵ "This dispute shall be governed by the Laws of England except to the extent it may conflict with Islamic Sharia, which shall prevail".

¹⁵¹⁶ Chambre de commerce internationale/*International chamber of commerce*, *Commission of arbitration and alternative dispute resolution*, précit., n° 114.

¹⁵¹⁷ Chambre de commerce internationale/*International chamber of commerce*, *Commission of arbitration and alternative dispute resolution*, précit., n° 116.

¹⁵¹⁸ *Ibid.*, n° 121.

¹⁵¹⁹ *International Islamic Centre for Reconciliation and Arbitration (IICRA)*, Dubai. <https://www.iicra.com/arbitration/specilization>.

¹⁵²⁰ A. Khouldi, « L'arbitrage en droit financier musulman moderne », *Islamic Research and Training Institute*, vol. 8, n° 1, 2016, p. 56.

notamment ceux constitués sous l'égide de la Chambre de commerce internationale à Paris.

L'arbitrage international en droit français. Le droit français de l'arbitrage national et international a été codifié en droit français par deux décrets successifs des années 80¹⁵²¹, puis réformé par le décret n° 2011-48 du 13 janvier 2011¹⁵²².

L'article 1504 du Code de procédure civile dispose que l'arbitrage est international dès lors que « les litiges mettent en cause des intérêts du commerce international ». Plus précisément, si l'opération ne se dénoue pas économiquement dans un seul État, l'arbitrage des litiges qui en découlent est nécessairement international, selon la jurisprudence¹⁵²³.

En vertu du principe compte-compétence consacré en droit français de l'arbitrage, c'est l'arbitre lui-même qui statue sur l'arbitrabilité du litige qui lui est soumis¹⁵²⁴. L'arbitrabilité peut être appréciée selon la loi de l'état du siège du tribunal arbitral (*lex arbitri*) ou celle du lieu d'exécution de la sentence. Selon le Comité français de l'arbitrage, les arbitres siégeant en France adoptent une approche internationale de l'arbitrabilité¹⁵²⁵ conforme aux exigences de l'ordre public « véritablement international¹⁵²⁶ ».

L'arbitrage des litiges relatifs aux titres financiers. Depuis l'affaire Rodriguez de Quijas¹⁵²⁷, la compétence des tribunaux arbitraux dans les litiges relatifs aux titres financiers a été reconnue alors qu'aux États-Unis, ce type de litiges était

¹⁵²¹ Décret n° 80-354, du 14 mai 1980, relatif à l'arbitrage et destiné à s'intégrer dans le nouveau code de procédure civile (arbitrage national) ; Décret n° 81-500, du 12 mai 1981, instituant les dispositions des livres III et IV du Nouveau Code de procédure civile et modifiant certaines dispositions de ce code (arbitrage international), *JORF 14 mai 1981*, révisé 21 mai 1981.

¹⁵²² Décret n° 2011-48, 13 janvier 2011, portant réforme de l'arbitrage, *JORF n° 0011*, 14 janvier 2011, entré en vigueur au 1^{er} mai 2011.

¹⁵²³ CA Paris, 7 avril 2011, Bourbon, Gaz. Pal. 24 juillet 2011, p. 12, note Benasau.

¹⁵²⁴ CPC, art. 1465 : « Le tribunal arbitral est seul compétent pour statuer sur les contestations relatives à son pouvoir juridictionnel ».

¹⁵²⁵ Comité français de l'arbitrage, Rapport final du groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière, 14 mai 2014, p. 18.

¹⁵²⁶ E. Gaillard and J. Savage, « Fouchard Gaillard Goldman on International commercial arbitration », Kluwer International, 1999, n° 559.

¹⁵²⁷ *Supreme Court of the United States, Rodriguez De Quijas v. Shearson/American Express Inc.*, 490 U.S. 477 (1989), aff. n° 88-385, 15 mai 1989.

confié à la seule compétence des tribunaux fédéraux par application des *US Securities Act* de 1933, et *US Securities Exchange* de 1934.

Bien que l'article 516-3 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers permette à cette autorité d'instituer, à l'initiative de l'entreprise de marché, une procédure d'arbitrage entre l'entreprise de marché elle-même et les membres de marché, ou entre ces derniers, ou encore entre ces derniers et leur donneur d'ordre, aucune jurisprudence connue ne l'a mis en œuvre¹⁵²⁸.

En parallèle, la résolution des litiges occasionnés par des *sukuk* émis par des personnes de droit privé peut être confiée à un tribunal arbitral statuant sous l'égide de la Chambre de commerce internationale ou la *London court of international arbitration* sur le fondement d'une convention d'arbitrage.

Les atouts de l'arbitrage international en droit français. La procédure d'arbitrage en droit français est réputée être rapide par rapport à la procédure devant le juge étatique, elle est souple et neutre¹⁵²⁹. Sa confidentialité a un caractère supplétif en ce sens qu'il est possible d'y déroger par stipulation contractuelle. En effet, l'article 1506, 3° du Code de procédure civile, réformé par le décret n° 2011-48 du 13 janvier 2011 portant réforme de l'arbitrage, n'établit pas de règle de confidentialité des procédures arbitrales internationales auxquelles on peut déroger par stipulation contractuelle, comme le fait l'article 1464 al. 4 au sujet de l'arbitrage interne¹⁵³⁰. De plus, une sentence arbitrale internationale¹⁵³¹ a considéré que les dispositions du droit français de l'arbitrage international telles qu'elles ressortent du décret 2011 n'établissent aucune présomption de confidentialité dans les procédures d'arbitrage international, contrairement à celles applicables à l'arbitrage interne. Les règlements

¹⁵²⁸ Comité français d'arbitrage, rapp. précit., p. 32.

¹⁵²⁹ X. Linant de Bellefonds, *op. cit.*, pp. 12 et 13.

¹⁵³⁰ CPC, art. 1464 al 4 : « Sous réserve des obligations légales et à moins que les parties n'en disposent autrement, la procédure arbitrale est soumise au principe de confidentialité ».

¹⁵³¹ ICC, *The Louis Berger Group Inc/Black & Veatch Special Projects Corp, Joint Venture v Symbion Power LLC*, no. 16383/VRO, décret d'arbitrage n°2011-48, 13 janvier 2011.

d'arbitrage des centres internationaux d'arbitrage tels que la CCI¹⁵³², la LCIA¹⁵³³ et du DIAC¹⁵³⁴ ont consacré le caractère supplétif de la confidentialité.

Lorsque les parties optent pour la voie arbitrale pour la résolution des litiges issus de leurs contrats internationaux, elles mentionnent le lieu, le centre et la loi du contrat. Une autre mention peut également être faite de la loi gouvernera un aspect distinct et identifiable du contrat tel que le *trust*. La loi du lieu d'arbitrage régira par ses règles la clause et la procédure d'arbitrage. Les stipulations contractuelles peuvent désigner un centre d'arbitrage ou un tribunal *ad hoc*. Le centre est l'administration sous l'auspice de laquelle le tribunal arbitral sera constitué et qui sera composé d'arbitres. Le tribunal *ad hoc* est constitué d'arbitres, mais il n'est pas rattaché à un centre d'arbitrage précis. La sentence arbitrale est rendue par le président du tribunal arbitral. Par ailleurs, la loi du contrat est la loi qui s'applique aux litiges issus du contrat.

L'inopportune désignation de l'*International Centre for Reconciliation and Arbitration*. L'*International Centre for Reconciliation and Arbitration* est un centre d'arbitrage situé à Dubaï et fondé en 2005 pour connaître des différends issus des accords et opérations conclus conformément aux préceptes de la *Chari'a*. Ses arbitres sont experts du droit musulman.

Si le contrat d'émission des *sukuk* émis par une entité de droit français et cotés en France, comporte une clause d'arbitrage désignant l'*International Centre for Reconciliation and Arbitration* comme centre d'arbitrage, les litiges issus ou en rapport avec cet emprunt *sukukaire* seront tranchés conformément à la loi désignée au contrat et à la *Chari'a*. Compte tenu du caractère islamique de l'opération et de toutes les affaires soumises à l'arbitrage de l'*International Centre for Reconciliation and*

¹⁵³² Chambre de Commerce Internationale (CCI), Règlement d'arbitrage, art. 22 §3 : « A la demande d'une partie, le tribunal arbitral peut rendre des ordonnances concernant la confidentialité de la procédure ou de toute autre question relative à l'arbitrage et prendre toute mesure pour protéger les secrets d'affaires et les informations confidentielles » <http://www.icc-france.fr/document-1338.pdf>

¹⁵³³ *London Court of International Arbitration (LCIA), Arbitration rules*, art. 30.3 : “The LCIA does not publish any award or any part of an award without the prior written consent of all parties and the Arbitral Tribunal” . https://www.lcia.org/Dispute_Resolution_Services/lcia-arbitration-rules-2014.aspx#Article%2030

¹⁵³⁴ *Dubai International Arbitration Centre, Arbitration rules*, art. 41.1 : “Unless all parties expressly agree in writing to the contrary, the parties undertake as a general principle to keep confidential all awards and orders in their arbitration, together with all materials in the proceedings created for the purpose of the arbitration and all other documents produced by another party in the proceedings not otherwise in the public domain – save and to the extent that disclosure may be required of a party by legal duty, to protect or pursue a legal right or to enforce or challenge an award in bona fide legal proceedings before a state court or other judicial authority”. <http://www.diac.ae/idias/rules/Arb.Rules%202007/6MISCELLANEOUS/>

Arbitration, l'article 28 alinéa 2 de son Règlement d'arbitrage permet d'écartier l'application de toute disposition de la loi du contrat, dès lors qu'elle est contraire à la *Chari'a*¹⁵³⁵. Cette contrariété peut être caractérisée au vu de la doctrine de n'importe quelle école jurisprudentielle islamique ou comité de surveillance *chari'atique*. Or, les positions des écoles jurisprudentielles et celles des comités de surveillance *chari'atique* quant à des problématiques juridiques soulevées par des dossiers de financement islamique, ne sont jamais publiées. Seules les grandes lignes générales font l'objet de résolutions publiées par l'Organisation de la conférence islamique. Cette faculté porte préjudice à la sécurité juridique de l'opération et aux intérêts des souscripteurs. En effet, l'émetteur qui oppose une exception d'inexécution du contrat d'émission pour motif de non-conformité de ce dernier à la *Chari'a*, peut obtenir gain de cause devant le tribunal constitué au sein du centre d'arbitrage, ce d'autant plus que le Comité de surveillance *chari'atique* qui a statué sur la conformité de l'opération l'apprécie souvent en fonction de la doctrine islamique à laquelle il appartient. Cette doctrine peut la considérer conforme alors qu'une autre en pense tout à fait le contraire. Le risque est important pour les souscripteurs en *sukuk* de perdre leurs fonds placés dans l'opération pourtant jugée compatible avec la *Chari'a* lorsque les *sukuk* étaient offerts à la souscription du public.

Par la suite, la sentence arbitrale de l'*International Centre for Reconciliation and Arbitration* qui ordonnera l'annulation du contrat d'émission des *sukuk* dont le sous-jacent se trouve en France, nécessite pour son exécution, l'obtention de l'exequatur¹⁵³⁶ des tribunaux français, afin que les investisseurs en *asset-backed sukuk* fassent valoir leur droit de propriété sur l'actif et obtiennent une part du produit de sa vente¹⁵³⁷. La décision défavorable aux investisseurs rendue par le tribunal est susceptible d'appel devant une cour d'appel française laquelle n'exerce pas de contrôle de la loi choisie au contrat et ne peut refuser la reconnaissance ou l'exequatur de la sentence qu'en cas de contrariété à l'ordre public international français. Toutefois, et

¹⁵³⁵ *International Islamic center for reconciliation and arbitration (IICRA), Arbitration rules*, art. 28 al 2 : "In all cases, the Panel shall exclude any provisions that contradict in the law that should be applied if such provisions are not in conformity with the rules of Islamic Sharia. The Arbitration Panel may invoke for the disputed issue whatever it deems appropriate from among the viewpoints of various schools of Islamic thought, rulings of Islamic Fiqh academies, and opinions of Sharia supervisory boards at Islamic financial institutions".

¹⁵³⁶ CPC, art. 1525 al 4 : « La cour d'appel ne peut refuser la reconnaissance ou l'exequatur de la sentence arbitrale que dans les cas prévus à l'article 1520 ».

¹⁵³⁷ Ceci ne vaut que dans le cas des *sukuk* de pleine propriété et exclut les souscripteurs d'*asset-based sukuk*.

au-delà de la mauvaise foi que l'on peut suspecter lorsque l'émetteur refuse d'exécuter ses obligations contractuelles stipulées au contrat d'émission, la Cour d'appel saisie d'une demande d'exequatur d'une sentence ayant prononcé la nullité d'un contrat d'émission de *sukuk* pourrait valablement la refuser. En effet, la non-conformité à la *Chari'a* pourrait servir de prétexte à tout opérateur qui expérimente certaines difficultés financières à honorer ses obligations contractuelles. Elle constitue une atteinte à la sécurité juridique et à l'intégrité des marchés financiers qui constituent des règles protégées par tous les États ayant une réglementation établie des produits et marchés financiers.

La désignation inappropriée de la loi des Émirats sur l'arbitrage.

Par ailleurs, si la clause d'arbitrage du contrat d'émission de *sukuk* confie la résolution des litiges à l'*International Centre for Reconciliation and Arbitration*, et désigne les Émirats arabes unis comme lieu de l'arbitrage, la loi fédérale Émirati numéro 6 de 2018 des Émirats arabes unis sur l'arbitrage¹⁵³⁸ s'appliquera. Le droit émirati n'établit pas de règles spécifiques pour l'arbitrage international, mais pratique un régime unifié pour toutes les procédures arbitrales, quelle que soit l'internationalité du contrat concerné. Cette loi laisse une part de liberté aux parties pour choisir la loi applicable au litige¹⁵³⁹, le lieu d'arbitrage¹⁵⁴⁰, ainsi que le centre d'arbitrage et la composition du tribunal arbitral. Toutefois cette liberté est conditionnelle. En effet, il ressort de l'article 2 alinéa 1^{er} de la loi des Émirats arabes unis sur l'arbitrage que si les parties peuvent librement désigner la loi applicable à l'arbitrage du litige, celle-ci doit être compatible à l'ordre public et à la moralité au sens des Émirats arabes unis. Il est également prévu dans les dispositions du 2^e alinéa de l'article 53 que la Cour d'appel doit procéder à l'annulation de la sentence arbitrale dès lors qu'elle présente une contrariété à l'ordre public et à la moralité.

¹⁵³⁸ Loi fédérale des Emirats arabes unis sur l'arbitrage, n° 6, 2018.

¹⁵³⁹ Loi fédérale des Emirats arabes uni sur l'arbitrage, précit., art. (37) 1 : Les parties sont libres de désigner les règles que le tribunal arbitral appliquera au fond du litige. Toute désignation de loi d'un Etat s'entend comme faisant une directe référence avec le droit matériel de l'Etat et non ses règles de conflit, sous réserve d'absence d'atteinte à l'ordre public, ou à la moralité dans cet Etat.

¹⁵⁴⁰ Loi fédérale des Emirats arabes uni sur l'arbitrage, précit., art. (28) 1 : Les parties sont libres de désigner un lieu d'arbitrage. A défaut d'une désignation expresse, celui-ci sera déterminé par le tribunal arbitral par rapport aux circonstances y compris les intérêts des parties.

Par conséquent, la désignation de l'*International Centre for Reconciliation and Arbitration* et également celle de la loi des Émirats sur l'arbitrage ne garantissent pas la sécurité juridique de l'opération d'émission de *sukuk* en France, ce qui n'est pas avantageux pour les investisseurs notamment domiciliés aux Émirats. *A contrario*, le choix de la Chambre de commerce internationale de Paris et de la loi française sur l'arbitrage international pour connaître des litiges liés au contrat d'émission de *sukuk* émis en France est un atout pour les investisseurs. Le contrôle de la sentence arbitrale opéré par la Cour d'appel limité aux cas de contrariété flagrante ou manifeste à l'ordre public international préserve les intérêts des investisseurs.

Conclusion du Chapitre II

Les parties à l'emprunt obligataire comportant un élément d'extranéité peuvent désigner une loi de leur choix pour connaître les différends qui naissent à l'occasion de la formation et de l'exécution de leur contrat. L'article 3 §1 du Règlement « Rome I » consacre ce principe. Mais le choix doit être bien étudié, compte tenu de l'impossible évitement des défaillances des opérateurs surtout dans le secteur des marchés des instruments financiers.

La plupart des contrats de financement islamiques désignent la loi anglaise comme applicable aux litiges qu'ils occasionnent. Dans le cas particulier des *sukuk*, cette désignation est justifiée par le recours fréquent à la constitution d'un *trust* pour la conservation et la protection de l'actif sous-jacent.

Or, ce choix courant de la loi anglaise s'est avéré inopportun. D'une part, et à l'exception du Bahreïn, le droit national des pays arabes du Golf ne reconnaît pas la notion de *trust*. D'autre part, ce choix a été assorti de la désignation des tribunaux anglais comme juridictions compétentes, lesquels semblent ne pas maîtriser les aspects commerciaux du droit musulman. Les émetteurs de droit français pourraient profiter de la proximité de leur législation avec celles des pays arabo-musulmans lorsqu'ils procéderont à l'émission de *sukuk* en France.

Il est toutefois fondamental de souligner que l'incompatibilité avec la *Chari'a* ne peut constituer une exception d'inexécution que pourrait valablement soulever l'emprunteur obligataire pour échapper à ses engagements en vertu des *sukuk*. En effet, le lancement d'une opération de *sukuk* est précédé par son approbation faite par un comité de surveillance *chari'atique* désigné par les acteurs de l'opération. Lorsqu'il procède à la qualification *chari'atique* d'un acte, chaque comité suit souvent la ligne doctrinale de son école jurisprudentielle. Les écoles peuvent qualifier différemment une même opération financière, et cette vérité vaut également pour les comités de surveillance au sein de la même école. Outre la clarté de la règle juridique qui s'en trouve diminuée, la clause d'exception *chari'atique* ne peut avoir qu'une connotation potestative, qui ne servira que l'emprunteur de mauvaise foi cherchant à échapper à ses engagements pris en vertu des contrats constitutifs de *sukuk*. Vue à l'échelle sectorielle,

de telles clauses nuiraient à la confiance des investisseurs, à la sécurité des produits financiers et à l'intégrité des marchés financiers.

Le manque d'expertise des juges en droit musulman plaide en faveur de l'arbitrage, lequel est préconisé par la Banque islamique de développement et l'*International Islamic Financial Market* qui ont inséré des clauses compromissaires dans les modèles de contrats-cadres qu'ils proposent aux parties désireuses de conclure un contrat de financement islamique. Néanmoins, la piste arbitrale demeure inexploitée aussi bien en matière de *sukuk* que dans les opérations financières islamiques en général.

Malgré la percée timide du Centre international islamique pour la réconciliation et l'arbitrage, il ne semble pas présenter des avantages par rapport aux tribunaux d'arbitrage constitués sous l'égide de la Chambre de commerce internationale de Paris. Le règlement d'arbitrage de ce centre lui donne le droit d'écarter toute disposition désignée au contrat litigieux qui lui est soumis dès lors qu'elle présente une contrariété avec la doctrine *chari'atique* de n'importe quelle école jurisprudentielle. La désignation de la loi d'arbitrage émirati avec celle de ce centre arbitral ne fera que compliquer les affaires des parties aux contrats *sukukaires* litigieux. En effet, la loi émiratie de l'arbitrage se donne le droit d'apprécier le choix de la loi du contrat au regard de l'ordre public et la moralité au sens du droit des Émirats arabes unis, et autorise la cour d'appel d'annuler la sentence arbitrale qui y contrevient.

La désignation de loi française sur l'arbitrage international et de la Chambre de commerce de Paris présente de bien meilleurs atouts pour les investisseurs, car la loi française ne contrôle pas la loi choisie par les parties à un emprunt obligataire international et limite le contrôle de la sentence arbitrale à la contrariété flagrante et manifeste avec l'ordre public international.

Conclusion du Titre II.

Le droit international privé français prévoit l'applicabilité de la *lex rei sitae* aux prérogatives du titulaire sur son titre. L'investisseur dispose d'un pouvoir de céder son titre ou le nantir selon les règles du lieu de situation du titre, puisque la loi française qualifie ce dernier de bien. Mais l'inscription obligatoire en compte des titres financiers français émis par une structure française implique l'intermédiation de la tenue du compte-titres, dès lors que les souscripteurs résident à l'étranger. Vendre son titre dématérialisé sur le marché secondaire doit se faire selon le droit du lieu de sa situation. Difficile, voire impossible à établir, le droit international privé français prévoit la localisation du compte-titre porteur des inscriptions au nom du titulaire. La convention de La Haye de 2006 applique la méthode de la localisation du compte-titre par celle de l'intermédiaire teneur du compte pertinent (PRIMA) alors que les directives européennes de 1998 et 2001 estiment que c'est le compte pertinent qui doit être localisé (PRACA) après avoir géographiquement situé le teneur de compte. Toutefois, aucun recul jurisprudentiel n'existe à l'heure pour connaître le traitement de la question par les tribunaux. L'exercice par le titulaire de son droit de vendre son titre devient ainsi tributaire des termes de la convention de compte conclue avec le teneur de compte-conservateur : le droit réel s'exerce au moyen d'un droit personnel dont les contours sont délimités par les stipulations contractuelles entre les parties à la convention de compte.

Une part de liberté est également laissée aux parties au contrat d'émission/souscription pour désigner la loi qu'elles souhaitent faire appliquer à leurs rapports contractuels. Le risque de marché ne saurait être évité sur le marché financier. Le libre choix de la loi applicable en cas de défaillance de l'émetteur est issu de la consécration par le droit international privé de la *lex contractus*. Pourtant les décisions de justice relatives à la résolution des litiges issus de *sukuk* démontrent que la non-concordance entre les acceptions juridiques notamment sur la propriété et l'inexistence en droit des pays du Golfe de certaines institutions, surtout celle du *trust*, entraîne la non-reconnaissance des décisions de justice anglaise par le droit de ces pays, privant les décisions de toute force exécutoire.

Ce risque juridique n'existe pas dans le dispositif français relatif aux titres financiers, car notre droit jouit d'un degré de proximité avec les législations des pays arabes. En effet, elles se sont inspirées du droit égyptien lequel a été hautement influencé par le droit français lors de sa première codification. L'émission de *sukuk* en France devait tirer profit de cette compatibilité des législations.

Le droit français ne présente donc pas d'obstacles juridiques conceptuels à l'émission de *sukuk* sur son territoire. Toutefois, l'arbitrage présente les atouts d'un bon mode de règlement des différends relatifs aux *sukuk* français, car il permet la mise en place d'un tribunal constitué d'experts qui statuent selon une procédure souvent confidentielle et moins longue que la procédure devant le juge français.

Afin d'anticiper les obstacles juridiques à la bonne exécution du contrat d'émission/souscription de *sukuk* en France, il est à notre sens impératif de ne pas faire référence à la *Chari'a* comme droit applicable. La multitude des textes pouvant être invoqués à l'appui d'une requête (Coran, *Hadith*, et la pluralité des interprétations entre les écoles jurisprudentielles anciennes et contemporaines) justifie notre avis. Il serait plus judicieux que le prospectus inclut la mention de l'organisme *chari'atique* chargé d'attester de la compatibilité de l'opération avec la *Chari'a* et qui soit indépendant des parties. Y figureront ainsi les textes *chari'atiques* ayant servi de base juridique à l'appréciation de la légalité de la formation des contrats et leur exécution. L'avis du comité de surveillance *chari'atique* sur la licéité du financement au regard des textes mentionnés dans une *fatwa* sera annexée au prospectus. Sa décision favorable à l'émission de *sukuk* certifiera de la licéité de ces derniers au regard de l'interprétation du comité. Nous recommandons que le visa *chari'atique* vaille renonciation par les parties à l'invocation de l'illicéité de l'opération et ce afin de préserver la sécurité des *sukuk*, l'intégrité, la sécurité des marchés financiers et la protection de l'épargne publique en *sukuk* de droit français.

La conservation de l'actif entre les mains d'un fiduciaire ou d'un agent des sûretés de droit français offre une meilleure garantie des droits de souscripteurs qui profiteront d'une couverture juridique reconnue dans leur état d'origine.

Conclusion de la Partie II

Les dispositions du standard 17 AAOIFI ne font aucune mention du caractère international des *sukuk* ni de leur régime. Les juristes AAOIFI se sont focalisé sur le montage contractuel des *sukuk* afin de se conformer aux préceptes de la *Chari'a*. Le silence du dispositif sur le régime du *sakk* ayant une envergure internationale s'inscrit dans la suite intellectuelle et stratégique d'aborder les caractéristiques du titre même que lorsqu'il y a contradiction avec une règle *chari'atique*. L'inscription en compte, la négociabilité, l'internationalité sont des caractéristiques des *sukuk* très furtivement abordés dans le dispositif AAOIFI. Notre analyse y voit en arrière-plan, une volonté de laisser aux praticiens de la finance de marché le soin d'appliquer les règles relatives aux titres *sukukaires* en tant que bien commercialisable sur le marché réglementé, tout en se réservant l'application des règles de droit civil musulman à toute la contractualisation des accords qui structurent le titre.

Le dispositif applicable aux *sukuk* lorsqu'ils seront émis en France sera structuré autour de deux catégories de principes. D'une part, les principes *chari'atiques* du standard AAOIFI. Ils porteront essentiellement sur la structuration des titres et établirons les mentions *chari'atiquement* obligatoires qui doivent figurer au prospectus. D'autre part, les principes applicables dans le dispositif français. Ils régiront l'émission, le placement, la détention, la circulation des titres, aussi bien dans la limite des frontières françaises, qu'au-delà de celles-ci.

Par conséquent, tous les principes issus du droit international privé français devront s'y appliquer. Les *sukuk* émis en France par une société de droit français, et qui sont admis à la négociation sur un marché réglementé implanté sur son territoire, seront ainsi soumis à la loi française. L'émetteur appliquera la réglementation française aux conditions et modalités de l'émission et également à l'offre des *sukuk* à la souscription du public (offre au public de titres et admission à la négociation sur un marché réglementé). L'impérativité de la loi française est issue du lien territorial établi entre la société émettrice et la loi du pays où son siège social statutaire se situe d'autre part, et entre le marché réglementé et son lieu d'implantation

d'autre part. Ce lien rejaillit sur l'acte d'émission et sur les démarches préalables à la cote sur le marché.

En revanche, la souscription par des personnes ne résidant pas en France pose la question de la détention des *sukuk* qui seront intermédiés et dématérialisés. L'application par le droit international privé de la loi de situation des titres se trouve tempérée par les stipulations de la convention de compte entre titulaire et teneur de compte conservateur, et par conséquent, la cession de son titre à un tiers découlera de l'exercice d'une prérogative de droit de propriété par autrui. Si l'absence de marché secondaire de *sukuk* écarte un des aspects qui intéresse leur détention, le dépassement par le teneur de compte conservateur des limites de son mandat met en exergue le risque qui pèse sur l'exercice par les titulaires des *sukuk*, tout comme ceux des obligations de droit commun, de leur droit de propriété sur leurs titres. La résolution de tels différends sera souvent préjudiciable pour les titulaires qui ne recouvrent jamais l'intégralité de leur investissement. Le scandale de l'affaire Madoff étant un parfait exemple récent, ce qui vaut pour les titres obligataires vaudra certainement pour les *sukuk*.

À la loi d'autonomie qui régit la convention de compte, s'ajoute celle mentionnée dans le prospectus pour gouverner le contrat d'émission. Les litiges issus des *sukuk* seront ainsi soumis à la loi désignée au prospectus (contrat d'émission). Et le choix peut s'arrêter à la loi française et le juge français, comme il peut désigner l'arbitrage qui présente les atouts de confidentialité de rapidité et d'expertise dans le secteur des titres obligataires et de *sukuk* de dimension internationale.

Conclusion générale

L'émission de *sukuk* conformes aux préceptes du droit musulman doit respecter les dispositions des standards édictés par l'un des deux organismes de standardisation des règles applicables aux institutions financières islamiques dans le monde. L'*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* sis au Bahreïn, ou l'*Islamic Financial Services Board* situé en Malaisie. Ce dernier statue souvent sur des opérations situées en Malaisie ou en Asie du Sud-Est, alors que le premier est généralement sollicité pour examiner la conformité des opérations situées dans les pays du Conseil de coopération du Golfe, en Europe et aux États-Unis. Leurs règles en matière de *sukuk* sont majoritairement identiques. L'émission de *sukuk* en France devra ainsi respecter les dispositions du standard 17 de l'*Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions* pour être visée conforme à la *Chari'a*.

Le financement par contrat de vente est le principe fondamental de la finance islamique¹⁵⁴¹, et la réglementation de l'*Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions* relative aux *sukuk* en rend fidèlement compte. Étant nécessairement translatif de la propriété d'un bien pur et rentable, le contrat a été l'outil par lequel la structuration des *sakk* a été établie et sa réglementation islamique élaborée. La juxtaposition subséquente du contrat sous-jacent au contrat d'émission du *sakk* a créé un ensemble contractuel qui justifie la parfaite connexion entre le flux généré par l'actif et la rémunération perçue par les investisseurs.

Deux conséquences caractéristiques du *sakk* résultent de cette juxtaposition du contrat d'émission et du contrat collatéral : d'une part, un *sakk* est translatif de la propriété de l'actif et d'autre part, les règles du droit musulman des contrats s'y appliquent.

¹⁵⁴¹ M. Kahf et T. Khan, *Principles of Islamic finance*, éd. Islamic Development Bank & Islamic Research and training institute, Research paper, 1992, p. 17.

Or la propriété visée au standard 17 de l'*Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions* est la *milkiyya* dans son acception traditionnelle du droit musulman, adaptée aux besoins financiers des temps modernes. Alors qu'elle recouvre le droit de jouissance sur une chose en droit musulman classique, la notion de *milkiyya* a été étendue par le standard 17 de l'*Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions* pour englober tout droit aux revenus d'un bien. Ces derniers sont perçus soit à titre de prérogatives de propriétaire, d'usufruitier, de preneur d'un bail, ou même de contractant créancier d'une obligation de payer une somme d'argent, de livrer la chose ou une prestation de services. Par son extension de la notion de *milkiyya*, l'*Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions* a créé une liste non exhaustive de quatorze structurations de *sukuk*, dont le sous-jacent est un bien générateur de revenus, à condition qu'il ne soit ni une créance détenue sur autrui, ni de l'argent.

Dans toutes les structurations établies au standard 17 de l'*Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions*, le *sakk* représente un droit de créance à l'encontre de l'émetteur qui s'engage à leur verser la rémunération relative à l'actif tangible. Ce droit personnel (pour les *asset-based sukuk*) ou le simple droit aux revenus est assorti d'une part de droit qui au fur et à mesure des structurations se rapproche du droit réel de jouissance sur l'actif (*asset-backed sukuk*), qui demeure détenu par l'émetteur pour le compte des souscripteurs. Le *sakk* devient ainsi représentatif d'une créance à l'encontre de l'émetteur, assorti, le cas échéant d'un droit réel. Faisant application de la règle de la majorité, le *sakk* qui confère majoritairement un droit réel est négociable, alors qu'il ne l'est pas, dès lors qu'il représente un *ratio* de droit de créance dépassant les 30 ou 50% de l'ensemble des actifs. Selon le droit musulman, une créance pure est un bien inapte à la vente.

Par ailleurs, toutes les règles du droit musulman des contrats de la vente¹⁵⁴² et le cas échéant, celles du droit musulman des sociétés, régissent les contrats constitutifs du *sakk*, moyennant quelques aménagements afin que le contrat d'émission

¹⁵⁴² Rappelons d'une part que la location est considérée comme une vente de l'usage, l'usufruit est une vente du droit d'usage et d'exploitation alors que la prestation de services est le louage de services. D'autre part, les contrats participatifs ne se superposent pas dans la structuration des *sukuk*, au contrat de vente de l'actif. Les appellations *sukuk al mushâraka*, *sukuk al mudârabâ* et *sukuk al wakâla* indiquent le type de partenariat social entre l'emprunteur et l'émetteur dans l'exploitation de l'actif.

ne soit ni aléatoire (« *aqd gharar* ») ni constitutif d'un prêt à intérêt (« *aqd ribawi* »). Le régime juridique des *sukuk* est ainsi hautement civiliste.

Rendre ces règles adaptées à la technicité des titres et des marchés financiers est cependant nécessaire à l'existence et à la survie de l'industrie des *sukuk*. C'est la raison pour laquelle le standard 17 de l'*Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institutions* a fait mention, timide au demeurant, de l'inscription en compte, de la négociabilité et de l'admission à la négociation sur un marché réglementé. À notre sens, cette mention discrète presque évasive des caractéristiques fondamentales d'un titre financier négociable sur le marché réglementé n'a rien d'anodin. Elle exprime une certaine volonté de laisser la gouvernance des règles techniques relatives à la commercialisation du *sakk* à la réglementation du droit financier séculier. Les standards AAOIFI et les règles du droit musulman classique relèveront eux du domaine de compétence du Comité de surveillance *chari'atique* amené à se prononcer sur la légalité de l'opération d'émission des *sukuk*. L'intérêt général sera ainsi assuré tant par le contrat, socle des rapports civils et commerciaux du droit musulman, que par le marché, dont les règles prévalent sur les principes du droit des contrats. La co-tutelle des règles applicables aux *sukuk* a de beaux jours devant elle.

Par conséquent, une société par actions de droit français habilitée à émettre des obligations peut également émettre des *sukuk* sous la forme obligataire. Ils ont leurs caractéristiques en commun, puisqu'ils « sont des titres négociables qui dans une même émission confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale », au sens de l'article L. 213-5 du Code monétaire et financier. Non négociables selon le standard 17, les *sukuk* qui confèrent un droit de créance pur à l'encontre de l'émetteur tels que *sukuk al salam*, *sukuk al murâbaha* et *sukuk al khadamâte* (*sukuk* de services) peuvent être émis en France sous la forme d'une valeur obligataire négociable sous condition. Le prospectus doit clairement soumettre leur négociabilité à l'exécution de « la majorité » de la prestation sous-jacente due par l'emprunteur. Ce *ratio* de tangibilité est atteint lorsque la livraison de l'actif ou le paiement de son prix sont effectués à plus du tiers ou la moitié des sommes restant dues en fonction des exigences du Comité de surveillance *chari'atique*. Pour la catégorie d'*asset-backed sukuk*, le contrat d'émission devrait prévoir que l'émetteur soit

possesseur de l'actif et qui agira en qualité de mandataire gestionnaire de la propriété, de l'usufruit, du bail avec option d'achat, etc., des souscripteurs et pour leur compte.

L'émission de *sukuk* pourra être faite par un fonds commun de titrisation dans les mêmes conditions que celles qui viennent d'être évoquées. Toutefois, l'insertion d'un alinéa à l'article R. 214-218 du Code monétaire et financier nous semble nécessaire. Il permettra aux fonds communs de titrisation de titriser des biens corporels ou de droits réels attachés à ces biens tout en restant exposés aux risques prévus pour ce type d'organismes à l'article L. 214-168 du Code monétaire et financier. La titrisation des *sukuk* qui ne confèrent pas de droit réel au profit de leurs titulaires pourra être effectuée ces fonds sans modification de l'article R. 214-218 en vigueur.

Le régime des *sukuk* pourra donc être celui des titres obligataires. Et l'émission *sukukaire* en France par un émetteur de droit français tend avant tout à attirer les capitaux en provenance de pays riches en liquidité pour les investir en titres financiers, bénéfiques au développement de l'économie française. Dans cette optique, les *sukuk* qui seront émis par une société française et cotés sur le marché français auront comme élément d'extranéité les investisseurs qui résident habituellement en dehors du territoire français auprès desquels ils ont été placés.

Si une valeur obligataire est constituée d'un ensemble de contrats distincts impliquant un nombre important d'opérateurs, elle demeure toutefois regardée par le législateur comme un bien apte à recevoir une valeur et à circuler sur les marchés financiers. La naissance des valeurs obligataires dépend de l'exercice discrétionnaire du droit légal de la société d'en émettre. Il en résulte que le montage de *sukuk* comporte une juxtaposition de rapports juridiques, dont chacun se voit appliquer une loi distincte en fonction de sa nature contractuelle, patrimoniale, ou commerciale (l'émission en soi). La complexité du régime composite des emprunts obligataires internationaux issus du droit international privé français est évidente.

L'ensemble des lois applicables peut être scindé en deux : les lois du marché qui regroupent toutes les lois impératives qui s'appliquent à titre de lois de police et la loi d'autonomie. Les modalités de l'émission de *sukuk* et ses exigences sont soumises à la loi française, loi de nationalité de l'émetteur, et qui sera également celle

du marché sur lequel les *sukuk* seront cotés. En effet la loi du marché français prévaut sur toute règle de conflit ou stipulation contractuelle contraire selon l'article 9 du Règlement « Rome I ». Le principe de l'unicité de la loi du marché et le principe de territorialité des marchés réglementés entraînent l'application de la loi du lieu où celui-ci se situe au placement des titres, et dans le cas de notre étude, il s'agit de la loi française. Il en résulte une publication obligatoire des informations relatives à l'émetteur et aux titres offerts sous la forme d'un prospectus. L'article L. 411-1 du Code monétaire et financier et le Règlement Prospectus de 2017 imposent à l'émetteur de publier un prospectus même lorsque l'opération d'émission s'adresse à des investisseurs qualifiés, et de communiquer toute information jugée privilégiée qui affecterait la valeur des titres émis. Toutefois, l'offre au public est caractérisée non seulement lorsque l'émetteur communique des informations suffisantes sur une opération d'émission de titres à destination d'investisseurs afin qu'ils puissent souscrire, mais également lorsqu'un intermédiaire procède au placement des fonds pour le compte de l'émetteur. Cette sollicitation de l'investisseur pour placer son épargne dans des titres financiers justifie l'application des lois de police protectrices de l'épargne et des marchés financiers du pays dans lequel l'épargne est sollicitée. Ainsi, une opération d'émission de *sukuk* lancée en France devra être précédée par la préparation d'un prospectus conforme à la loi française et à celle des pays du Golfe dont l'épargne est sollicitée au moyen d'un intermédiaire chargé d'y commercialiser les titres. La protection de l'épargne publique à titre de police se fera dans ce cas au moyen du droit de la consommation.

La part de liberté normalement laissée aux parties au contrat d'émission pour désigner la loi qui le régit s'étend au domaine de la détention des titres qui concerne les effets patrimoniaux de l'inscription en compte et l'exercice du droit de céder son titre. Alors que l'exercice de ce droit se fait selon la loi de situation du titre, la dématérialisation et l'intermédiation des titres souscrits par des personnes qui résident en dehors du territoire français ont nécessité la localisation des titres au moyen de celle du compte qui les porte. La localisation géographique permet de connaître la loi applicable à l'exercice du droit de propriété sur ses titres. Pour ce faire, il est fondamental d'utiliser une des deux méthodes de localisation pratiquées en droit international.

Les Directives européennes « finalité », « liquidation » et « collatéral » prévoient la localisation du compte pertinent (*place of relevant account approach/PRACA*) selon laquelle ce dernier est localisé dans un compte tenu par un intermédiaire puis le compte est localisé dans un pays. La méthode de la Convention de La Haye de 2006 que la France n'a pas ratifiée, pratique la méthode « *place of relevant intermediary approach* » (*PRIMA*) qui vise à localiser plutôt l'intermédiaire pertinent qui détient le compte-titres.

La localisation des compte-titres a été rendue difficile à réaliser compte tenu de la sous-traitance de la tenue de compte, de la décentralisation et de la concentration des comptes-titres dans un pays différent de celui où les liens entre le souscripteur et l'intermédiaire. En l'absence de recul jurisprudentiel en la matière, la doctrine a parfois suggéré des solutions dont la plus pratique est celle de l'application d'un faisceau d'indices dont la loi du teneur de compte et la loi de la réglementation comptable applicable aux comptes¹⁵⁴³.

Même si le marché secondaire des *sukuk* n'existe pas pour le moment, les difficultés susceptibles de surgir du fait de leur détention proviennent des cas de défaillance ou de fraude commise par le teneur de compte-conservateur. La loi qui lui sera applicable est nécessairement celle qui a été prévue dans la convention de tenue de compte.

Alors que le droit international privé confie les différends occasionnés par la défaillance de l'émetteur à la *lex contractus*, les décisions de justice relatives à la résolution des litiges issus de *sukuk* mettent en lumière un risque juridique majeur. En effet, la discordance entre les acceptions juridiques relatives à la propriété et au *trust* prive le contrat d'émission de la sécurité juridique espérée par les investisseurs. Le droit de la plupart des pays du Conseil de coopération du Golfe ignore la notion de *trust*¹⁵⁴⁴. De ce fait, les décisions de justice anglaise ordonnant l'exécution du *trust* constitué sur un actif situé sur le territoire de l'un de ces pays se trouvent privées de

¹⁵⁴³ Th. Cremers, art. précit., p. 13.

¹⁵⁴⁴ Excepté le Bahrein et certaines zones franches de législations nationales (*Dubai International Financial Center*, et *Qatar Financial Center*)

toute force exécutoire faute de jugement de reconnaissance pouvant être rendu par ses juridictions.

A notre sens, les stipulations contractuelles dans le contrat d'émission doivent ainsi établir la parfaite signification des termes *chari'atiques* utilisés et le prospectus doit comporter en annexe le rapport du Comité de surveillance *chari'atique* qui a visé l'opération. Cette approche confèrera une valeur contractuelle et une référence claire aux dispositions *chari'atiques* que la structuration implique. Toute mention de la conformité de l'opération avec la *Chari'a* faite dans le prospectus doit faire référence à l'interprétation *chari'atique* du Comité annexée. Nous ne préconisons pas qu'une clause contractuelle mentionne la *Chari'a* comme loi applicable au contrat d'émission, seule ou conjointement à la loi française. Etant donné que l'interprétation des notions et des problématiques *chari'atiques* soulevées dans les opérations peut varier entre les écoles et même au sein de la même école jurisprudentielle, toute référence contractuelle à la *Chari'a* devient incertaine dans sa signification.

L'annexion du rapport *chari'atique* permettra par ailleurs au tribunal arbitral constitué sous l'égide de la Chambre de commerce internationale de Paris, de prendre connaissance de toutes les règles religieuses soulevées et qui sont nécessaires au règlement du différend.

En raison du contrôle du choix de la loi applicable et celui de la contrariété de la sentence arbitrale à l'ordre public et à la moralité interne des Émirats, la désignation de la Chambre de commerce internationale de Paris et le choix du siège français de l'arbitrage international garantissent la protection des intérêts des investisseurs en *sukuk* émis en France.

Or, l'émission de *sukuk* est moins intéressante financièrement pour l'emprunteur que les titres obligataires de droit commun qui lui garantissent la perception du principal des revenus du sous-jacent alors que les obligataires n'en perçoivent qu'un maigre intérêt. Seule la banque islamique pourra fleurir l'industrie des *sukuk* sur le marché financier en France, puisqu'elle ne peut émettre des obligations.

Bibliographie

Dictionnaires et lexiques

- A-S. bin ‘Abbâde, *Al Mohîte fi al lugha*, éd. *Dâr ‘âlam al kotob*, Beyrouth, 1994.
- Black’s law dictionary*. West publishing & co., Minnesota, 4^{ème} éd., 1972.
- Dahl law dictionary*, anglais-français/français-anglais, Dalloz, 1995.
- Dictionnaire juridique français-anglais-arabe*, éd. *Dâr al kotob al ‘ilmiyya*, Beyrouth, 2007.
- Larousse, arabe – français/français-arabe*, 1999.
- Lexique juridique, français – arabe – anglais*, Dalloz – Hachette - A. Antoine, 2010.
- Ibn Manzhour, *Lissâne al ‘arab*, éd. *Dâr Sâder*, Beyrouth, 2003.
- S. Idriss, *Al Manhâl dictionnaire français-arabe*, éd. *Dâr al Âdâb*, Beyrouth, 2007.
- A. Al Charbassi, *Al Mo’jam al iqtissadi al islami*, éd. *Dâr al Jil*, Beyrouth, 1981.
- Youssef Kamâl Mohamed, *Mostalhâte al fiqh al mâli al mo’asser*, éd. Institut international de la pensée islamique, le Caire, 1997.
- Al Munjid, arabe-arabe*, éd. *Dâr al Machreq*, Beyrouth 1986.
- I. Najjar, S. Badaoui, Y. Chelala, *Nouveau dictionnaire juridique arabe-français/français arabe*, éd. Librairie du Liban, 2006.
- Oxford English dictionary, english-english*, éd. Oxford University Press, 1995.
- S. Abou Jayb, *Al Qâmous al fihi (lexique juridique)*, éd. *Dâr al Fikr*, Damas, 1988.
- Abdel Nour, *Al Wasit*, arabe-français, éd. *Dâr al ‘ilm lil malayîne*, Beyrouth, 1997.

Ouvrages de droit musulman classique (fiqh)

Châféite :

- Al Bayhaqi, *Al Sounan al Kubra*, éd. *Dâr al Kutub al ‘ilmiyya*, Beyrouth, 2002.
- Al Boukhâri, *Al Jâme’ al mosnad al sahih al mokhtassar min oumour Rassoul Allah wa sounanoh wa ayyamoh (Sahih)*, éd. *Dâr Ibn Kathir*, Damas, 2002.
- Al Chaféi, *Al Omm*, éd. *Dâr Al wafa*, Arabie Saoudite, 2001.
- Al Charbîni, *Mughni al mohtâj*, éd. *Dâr al kotob al ‘ilmiyya*, Beyrouth, 2000.
- Al Chirâzi, *Al Tanbih fil fiqh al châfé’i*, éd. *Dâr ‘âlam al kotob*, Beyrouth, 1983.
- Abou Hâmed Al Ghazâli, *Al Mustaspha min ‘ilm al ossoul*, éd. de l’Université Islamique, la Médine, 1993.

A. H. Muslim, *Al Mousnad al sahih al mokhtassar min al Sounan (Sahih)*, éd. Tayybah, Riyadh, 2006.

Al Nawawi, *Al Minhâj fi charh sahih Muslim*, éd. Librairie Al Azhar, Le Caire, 1981.

Al Nawawi, *Raoudat al tâlibîn wa 'omdat al muftîne*, éd. Dâr 'âlam al kotob, Beyrouth, 2003.

Al Siouti, *Al Achbâh wal nazhâ-ir fi usul al fiqh wa qawa'iduhu al kulliyya*, éd. Dâr al kotob al 'ilmiyya, Beyrouth, 1983.

Al Tirmizhi, *Al Jâmé' al kabîr lil sounan (Sounan)*, éd. Dâr al gharb al islâmi, Beyrouth, 1996.

Ibn Mâja, *Sounan*, éd. Dâr ihyâ-a al kotob al 'arabiyya, Le Caire, 1954.

Hanbalite :

Abou Daoud Al Sijistâni, *Al Sounan*, éd. *Al rissâla al 'âlamîyya*, Damas, 2009.

Al Bahouti, *Kachâf al qinâ' 'an matn el iqnâ'*, *kitâb al bay'*, éd. Dâr 'âlam al kotob, Beyrouth, 1983.

Al Khattâbi, *Ma'âlim al Sounan* (ouvrage explicatif de la doctrine d'Abou Daoud), éd. *Al Matba'al 'ilmiyya*, Alep, 1932.

Al Nassâ-i, *Al Muftaba min al Sounan (Sounan)*, éd. *Bayt al afkâr al dawliyya*, Riyadh, 1999.

Bin Moflih, *Al Mubdi' fi charh al moqni'*, éd. Dâr al kotob al 'ilmiyya, Beyrouth, 1997.

A. Ibn Hanbal, *Al Mousnad*, éd. *Al Resalah*, Beyrouth, 2001.

Ibn Qayyim al Jawziyya, *I'llâm al muwaqqi'ine 'ann Rabb al 'âlamine*, éd. *Dâr Ibn al Jawzi*, Arabie Saoudite, 2002.

Ibn Qudâma, *Al Mughni fil charh al kabir*, éd. Dâr 'âlam al kotob, Riyadh, 1997.

Ibn Rajab, *Al Qawa'ed al fiqhiyya*, éd. *Dâr al Fikr*, Damas, 1998.

Ibn Taymiyya, *Majmou' fatâwa*, éd. *Wizâra al chou-oune al Islamiyya*, Arabie Saoudite, 2004.

Hanafite :

Abou Hanifa, *Al Mousnad*, éd. *Dâr al kotob el 'ilmiyya*, Beyrouth, 2008.

Abou Youssef, *Al Âthâr*, éd. *Dâr ihyâ-a al m'ârif al 'uthmaniyya*, Haydar Abad, Inde, 1936.

Al Kasâni, *Badâ-i' al sanâ-i' fi tartib al shara'-i'*, éd. *Dâr al Kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 2003.

Al Marghinâni, *Al Hidaya charh bidâyat al mubtadi*, éd. *Idârat al Quran wal 'ulum al islamiyya*, Karachi, 1997.

Al Sarakhsi, *Al Mabsoute*, éd. *Dâr al ma'rifa*, Beyrouth, 1989.

Ibn 'Âbidin, *Radd al mohtâr 'ala al durr al mukhtâr, charh tanouir al absâr*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 2003.

Ibn Hammam, *Fath al qadîr fi charh al hidâya, charh bidayat al mubtadi*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 2003.

Ibn Nujaïm, *Al Achbâh wal nazhâ-ir'ala mazhab Hanifa al no'mân*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 1999.

Ibn Nujaïm, *Al Bahr ar- Râ-iq charh kanz al daqâ-iq*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 1997.

Mâlikite :

Al Châtibi, *Al Mouâfaqâte fi ossoul al Charia*, éd. *Dâr Ibn 'Affân*, Al Khôbar, Arabie Saoudite, 1997.

Al Dusûqi et Al Dardir, *Al charh al kabîr*, éd. *Dâr Ihyâ-a al kotob al 'arabiyya*, Arabie Saoudite, année non mentionnée.

Al Hattâb, *Mawâhib al jalîl*, éd. *Dâr al Radwân*, Nouakchott, 2010.

Al Qarâfi, *Anwâr al bourouq fi anwâ' al Fourouq (Al fourouq)*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 1998.

Ibn Juzâi, *Al Qawânine al fiqhiyya*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 1983.

Ibn Rushd (petit-fils) Averroès, *Bidâyat al mojtahid wa nihâyat al moqtassed*, éd. Ibn Taymiyya, le Caire, 1994.

Mâlik bin Anass, *Al Muwatta-a*, éd. *Dâr ihyâ-a al turâth al 'arabi*, Beyrouth, 1985.

Mâlik bin Anass, *Al Mudawwana al kobra*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 1994.

Autres écoles et rites *fiqhis* :

Al Chawkâni, (rite indépendant), *Nayl al awtâr charh muntaqal akhbâr*, éd. *Dâr Ibn al Jawzi*, Al Dammam, Arabie Saoudite, 2006.

Al Tabari, (rite indépendant), *Jâme' al bayan 'an ta-ouil al Coran*, éd. *Dâr al resalah*, Beyrouth, 1994.

Ibn Hazm, (rite zhâhirite), *Al Mohalla bil âthâr wal hikam*, éd. *Dâr al kotob al 'ilmiyya*, Beyrouth, 2002.

Coran et Ouvrages interprétatifs (Tafsir) du Coran et du *Hadith*

Le Coran (bilingue), éd. Tawhid, France, 2007

Al Chawkâni, *Fath el qadîr*, éd. *Dâr Ibn kathîr*, Beyrouth, 2010.

Al Râzi, *Mafâtih al ghayb* (connu sous le nom d'*Al Tafsîr al Kabîr*), éd. *Dâr ihyâ-a al turâth al 'arabi*, Beyrouth, 2010.

Al Qortobi, *Al Tafsir al jâme' li ahkâm al Coran*, éd. *Al resalah*, Beyrouth, 2006.

M.A Al Sâbouni, *Safwate al tafâssir*, éd. *Dâr Al Coran al Karim*, Beyrouth, 1984.

Al Tabari, *Jâme' al bayan 'an ta-ouil al Coran*, éd. *Al resalah*, Beyrouth, Liban. 1994

Ibn Amr Ibn Kathir, *Tafsir al Coran al 'azhim*, éd. Tayyiba, Riyadh, 1997.

Ouvrages et périodiques de doctrine contemporaine sur le droit musulman

- J.N.D. Anderson, “*Islamic law and structural variations in property law*”, International encyclopedia of comparative law, Tome II, 1975.
- A. Q. Audi, *Al Mâl wal hukm fil islam*, 4^{ème} éd., éd. *Al Saoudia lil nachr*, Beyrouth, 1984.
- M. Al Bogha, *Athar al adilla al mokhtalaf fiha fil fiqh al islâmi*, éd. Al Qalam, 1993.
- Ch. Cardahi, « Droit et morale, le droit moderne et la législation de l’Islam au regard de la morale », *Revue internationale de droit comparé*, éd. Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1958.
- Ch. Chéhata, *Le droit musulman*, Dalloz, 1970.
- Ch. Chéhata, *Essai de théorie générale de l’obligation en droit musulman hanafite*, Sirey, éd. 2005.
- Ch. Chéhata, « Les survivances musulmanes dans la codification du code civil égyptien », in *Revue internationale de droit comparé*, éd. Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1965, vol. 17, n° 4.
- N.J. Coulson, *Commercial law in Gulf states*, éd. Graham & Trotman, Royaume Uni d’Angleterre, 1984.
- M. Fadel, “*Istihsân is nine tenth of the law*”, in *Studies in Islamic Legal Theory*, éd. Bernard G. Weiss – Brill, Pays Bas, 2002.
- S. Habachy, *Property right and contract in Muslim law*, éd. Columbia Law Review, New York, 1962, vol. 62, n° 3, p. 11. Disponible sur le site des éditions Wiley, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/tie.5060040305>
- W. Hallaq, “*Was Al Shafi’i the master architect of Islamic jurisprudence?*”, in *International Journal of Middle East Studies*, vol. 25, Cambridge university press, 1993.
- S. Jâhel, *La place de la Chari’a dans les systèmes juridiques des pays arabes*, éd. Panthéon-Assas, 2012.
- A.-R. Al Jaziri, *kitâb al fiqh ‘ala al mazhâheb al arba’a*, éd. *Dâr al kotob al ‘ilmiyya*, Beyrouth, 2003.
- Y. Linant de Bellefonds, « L’autonomie de la volonté en droit musulman », *Revue internationale de droit comparé*, juillet-sept. 1958, n° 3.
- Y. Linant de Bellefonds, *Traité de droit musulman comparé*, éd. La Haye Mouton et co, 1965.
- S. Mahmassâni, *Al Nazariyya al ‘âmma fil mouwjabâte wal ‘uqud*, éd. Al Kachâf, Beyrouth, Liban, 1948.
- S. Mahmassâni, *Falsafat al tachrî’ fil Islam*, éd. *Dâr al ‘ilm lil malâyine*, Beyrouth, Liban, 1975.
- Y. Al Qardaoui, *Al halâl wal harâm fil islam*, éd. Wehbé, le Caire, 1997.
- S.E. Rayner, *Theory of contracts in Islamic Law*, éd. Oxford University Press, 1991.
- N. Saleh, *Unlawful gain and legitimate profit in islamic law*, 2^{ème} éd., Graham and Trotman, Londres, 1992.
- S. Saleh, *Commercial arbitration in the Arab Middle East*, éd. Graham & Trotman, Londres, 1984.

- A.-R. Al Sanhoury, *Massâder al Haqq fil fiqh al islami*, éd. *Dâr ihyâ-a al turâth al 'arabi*, Beyrouth, 6 tomes en 2 volumes, 1953-1954.
- A.-R. Al Sanhoury, *Al Wasit fi charh al qanoune al madani*, éd. *Dâr ihyâ-a al turâth al 'arabi*, Beyrouth, 10 tomes, 1952 – 1969.
- J. Schacht, *Introduction to Islamic Law*, éd. Clarendon Press, Oxford, 1982.
- M. El Shakankiri, *La notion du bien dans la philosophie juridique musulmane*, Sirey, 1979.
- M. Tasnia, I. M. Mustapha et H. Shakil, « *Critical assessment of the legal recourse for the case of sukuk default for the asset-backed and the asset-based sukuk structures* », *European Journal of Islamic Finance*, July 2017, n° 7.
<http://www.ojs.unito.it/index.php/EJIF/article/viewFile/2066/pdf>
- N. Zada et M. Muhammad, « *The intricacies of defaults in Islamic Finance : a case study of Dana Gas litigation* », *Journal of Islamic Business and Management*, June 2018, vol. 8 (S), pp. 286 à 292.
- M. Al Zarqa, *Al fiqh al islâmi fi thawbihil jadid*, éd. *Dâr al qalam*, Damas, 2004.
- M. Al Zarqa, *Al 'uqud al mussamâte fil fiqh al islâmi*, éd. *Dâr al qalam*, Damas, 1999.
- W. Al Zuhâïli, *Al fiqh al islâmi iwa adillatutu*, 3^{ème} éd., éd. *Dâr al fikr*, Damas, 1989.
- W. Al Zuhâïli, *Al qawâ'id al fiqhiyya wa tatbîqâtiha fil mazhab al arba'a*, éd. *Dâr al fikr*, Damas, 2007.
- W. Al Zuhâïli, *Al mu'âmalâte al mâliyya al mo'âssira*, éd. *Dâr al fikr*, Damas, 2002.
- W. Al Zuhâïli, *Financial transactions in Islamic jurisprudence*, éd. *Dâr al Fikr*, Damas, 2003.
- W. Al Zuhâïli, *Ossoul al fiqh al islâmi*, éd. *Dâr al fikr*, Beyrouth, 1986.

Ouvrages sur le système économique islamique

- M. Al Moubarak, *Nizâm al Islam wal hukm wal dawla*, éd. *Dâr al Fikr*, 2003.
- M. Hamidullah, *Le monde musulman devant l'économie moderne*, Cahiers de l'Institut des sciences mathématiques et économiques appliquées (ISEA), 1961.
- Ibn Khaldoun, *Al Muqaddima* (l'Introduction), éd. *Al Bohouth al 'ilmiyya*, Koweït, 1^{ère} éd., 1969.

Thèses

- M. Abou Hamdan, *Produits dérivés, risques de marché et gharar : recherche d'une alternative islamique*, Paris II, 2013.
- L. d'Avout, *Sur les solutions du conflit des lois en droit des biens*, Paris II, Economica, 2006.
- G. Blanluet, *Essai sur la notion de propriété économique en droit français privé, recherches au confluent du droit fiscal et du droit civil*, Paris I, 1999.
- R. Boesch, *La possession par autrui*, Strasbourg, 2011.
- H. Causse, *Les titres négociables*, Montpellier, Litec, 1993.
- I.-Z. Cekici, *le cadre juridique français des opérations financières islamiques*, Strasbourg, 2012.

- M. Chakri, *Les emprunts internationaux sur le marché des obligations internationales*, thèse dactyl. Paris I, 1987.
- M.A. Chatti, *Diversification bancaire performance, éthiques : alternative ou complémentarité ? Le cas des banques islamiques*, thèse gestion, Paris X, 2010.
- N. Comair-Obeid, *Les contrats en droit musulman des affaires*, Paris II, Economica, 1995.
- Ph. Delmas Saint-Hilaire, *Essai sur la notion juridique d'exploitation en droit privé français*, Bordeaux, 1957.
- Ch. Gijsbers, *Sûretés réelles et droit des biens*, Paris II, Economica, 2016.
- C. Lassalas, *L'inscription en compte des valeurs*, Lille, 1997, n° 126, p. 75.^[1]_[SEP]
- A.-C. Müller, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, Paris II, Economica, 2007.
- M. Raimon, *Les atteintes à la structure du patrimoine : le principe de l'unité du patrimoine en droit international privé, étude des nationalisations, des faillites et des successions internationales*, Paris II, LGDJ, 2002.
- A. Reygrobellet, *La notion de valeur mobilière*, Paris II, 1995.
- A. Siddiqi et P. Hrubí, *Islamic Investment funds versus Hedge Fund*, Univ. Vienne, éd. Grin, 2008.
- A. Tehrani, *Les investisseurs protégés en droit financier*, Paris II, LexisNexis, 2015.
- C. Witz, *La fiducie en droit privé français*, Strasbourg, Economica, 1981.
- F. Zenati, *Essai sur la nature juridique de la propriété : contribution à la théorie du droit subjectif*, Lyon III, 1981.

Ouvrages philosophiques ou économiques

- Platon, *Œuvres complètes*, trad. V. Cousin, Coll. les lois, Paris, Bossange Frères, libraires, 1822-1840.
- Alain Testart, *L'Esclave, la Dette et le Pouvoir*, éd. Errance, 2001.
- Thomas d'Aquin, *Summa theologica*, Ila Ilae.

Ouvrages de droit français

- P. Artus, *Anomalies sur les marchés financiers*, Economica, 1995.
- H. Ascensio, *Droit international économique*, Thémis/PUF, 2018.
- B. Audit et L. d'Avout, *Droit international privé*, LGDJ, 2018.
- M. Audit, S. Bollée et P. Callé, *Droit du commerce international et des investissements étrangers*, 2^{ème} éd., LGDJ, 2016.
- L. Aynès, Ph. Malaurie et P. – Y. Gautier, *Droit des contrats spéciaux*, 8^{ème} éd., LGDJ, 2016.
- G. Bègue, *Confidentialité et prévention de la criminalité financière*, Bruylant, 2017.
- H. Batiffol, *Traité élémentaire de droit international privé*, 2^{ème} éd., LGDJ, 1955.
- J. Béguin et M. Menjuq [dir.], *Droit du commerce international*, 2^{ème} éd., LexisNexis, coll. Traités, 2011.
- X. de Bellefonds, *L'arbitrage*, PUF, 1995.

- M. Boizard et P. Raimbourg [dir.], *Ingénierie financière fiscale et juridique*, Dalloz, coll. Action, 2015-2016.
- Th. Bonneau, *Droit bancaire*, Montchrétien, 2007.
- Th. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, *Droit financier*, LGDJ/Domat, 2019.
- Th. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 2014.
- Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., Economica, 2010.
- J.-P. Bornet et H. de Vauplane, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2001.
- J-P. Bouère, Ph. Derouin, J-M. Desaché, A. Duhamel, E. Malinvaud et H. de Vauplane, préf. P. Le Cannu, *Titres & emprunts obligataires*, Tome 1, Banque éditeur, 1998.
- D. Bureau et H. Muir Watt, *Droit international privé*, Thémis/PUF, 2017.
- M. Cabrillac, Ch. Mouly, S. Cabrillac et Ph. Pétel, *Droit des sûretés*, 10^{ème} éd., Lexis Nexis, 2015.
- J. Carbonnier, *Les biens*, 19^{ème} éd., PUF, 2000.
- D. Carreau, P. Juillard, R. Bismuth et A. Hamann, *Droit international économique*, 6^{ème} éd., Dalloz, 2017.
- G. Cornu, *Droit civil, les biens*, 13^{ème} éd., LGDJ, coll. Domat, 2007.
- P. Le Cannu, *Droit commercial : instruments de paiement et de crédit, titrisation*, 8^{ème} éd., Dalloz, coll. Précis, 2010.
- P. Le Cannu et B. Dondero, *Droit des sociétés*, 6^{ème} éd., Domat LGDJ, 2015.
- A. Couret et H. Le Nabasque, *Droit financier*, Dalloz, 2012.
- A. Couret et Bruno Dondero, *Le bénéficiaire effectif*, Joly, coll. Pratique des affaires, 2018.
- R. David et C. Jauffret Spinosi, *Les grands systèmes de droit contemporains*, Dalloz 2002.
- Ch. Demolombe, *Cours de code Napoléon Titre. IX*, 2^{ème} éd., Durand et Pédone-Lauriel, 1861.
- E. le Dolley [dir.], *Les concepts émergents en droit des affaires*, LGDJ-Lextenso 2010.
- J. Gaudemet, *Droit privé romain*, 2^{ème} éd., Montchrestien, 2000.
- Y. Guyon, *Droit des affaires*, Economica 2001.
- H. Kelsen, *Théorie générale des normes*, PUF 1996.
- H. Kenfack, *Droit du commerce international*, Dalloz, coll. Mémento, 5^{ème} éd. 2015.
- D. Legeais, *Opérations de crédit*, 2^{ème} éd., Lexis Nexis 2018.
- Ph. Malaurie, L. Aynès et P. – Y. Gautier, *Droit des contrats spéciaux*, 8^{ème} éd., LGDJ, 2016.
- G. Marain et F. Pasqualini, *Droit des instruments de crédit et de paiement, circulation des créances monétaires*, Bruylant, 2018.
- G. Marty et P. Raynaud, *Droit civil, les biens*, 2^{ème} éd., Sirey, 1980.
- J. Mestre, et J.-C. Roda [dir.], *Les principales clauses des contrats d'affaires*, LGDJ, 2011.
- J.-M. Rocchi [dir.], *MBA Finance*, Eyrolles, 2^{ème} éd., 2017.
- P. Mousseron, J. Raynard et J.-B. Seube, *Techniques contractuelles*, Francis Lefèbvre, 5^{ème} éd., 2017.

- M.-L. Niboyet et G. de Geouffre de la Pradelle, *Droit international privé*, LGDJ, 2017.
- D. Ohl, *Les sociétés cotées*, Litec, 2^{ème} éd., 2005.
- P. Le Paulle, *Traité théorique et pratique des trusts*, éd. Rousseau et Cie, 1932.
- R. Pellet, *Droit financier public*, PUF/Thémis, coll. Droit, 2014.
- M. Planiol, *Traité élémentaire de droit civil*, éd. Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1928.
- P. Poncet et R. Portait, *Finance de Marché*, Dalloz, 2015.
- R.-J. Pothier, *Œuvres*, Paris, 1847.
- P.-J. Proudhon, *Théorie de la propriété*, L'Harmattant, coll. les introuvables, 1897.
- G. Ripert, *Les forces créatrices du droit*, 2^{ème} éd., LGDJ, 1955.
- J.-L. Rives-Langes et M. Contamine-Raynaud, *Droit bancaire*, 6^{ème} éd., Dalloz, 1995.
- J. Rochfeld, *Les grandes notions du droit privé*, Thémis/PUF, 2011.
- F. Zenati-Castaing et Th. Revet, *Droit des biens*, 3^{ème} éd., PUF, 2008.

Ouvrages de droit anglais

- F. W. Maitland, *Equity, a course of lectures*, éd. Cambridge University Press, 1969.
- S. Wilson, *Todd & Wilson's Textbook on trust*, éd. Oxford University Press, 2009.

Périodiques, répertoires et mélanges

- A. Achard et P. Monteil, « La commercialisation déguisée de fonds étrangers en France », *RD bancaire et fin.*, n° 6, novembre 2013, prat. 7.
- A. Achard et J. Ruderman, « Emprunts internationaux en France », *Banque et stratégie*, janv. 2001, n° 178, p. 27.
- L. d'Avout et B. Mallet-Bricout, « De l'autonomie, de la durée, et des causes d'extinction du droit réel de jouissance spéciale », *D. 2017*, p. 134 et s.
- L. Aynès et P. Crocq, « La fiducie préservée des audaces du législateur », *Dalloz*, 5 nov. 2009, n° 38.
- F. Barrière, « La masse, cette personne morale sans patrimoine », *Bull. Joly Sociétés*, juil-août 2009, p. 646.
- F. Barrière, « Propriété, fiducie et *sukuk* », *JCP E*, 10 mars 2011, n° 10, p. 23.
- J.-P. Bertrel, « La titrisation », *LPA*, 4 mars 1989, n° 36.
- P. Bloch et H. de Vauplane, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de la Haye du 13 décembre 2002 », *JDI*, Janv./fév./mar., n° 1, p. 3.
- Th. Bonneau « Séparation et régulation des activités bancaires », propos conclusifs, *RD bancaire et fin*, octobre 2013, n° 4, dossier 41.
- Th. Bonneau, « Commentaire de l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers », *JCP E*, 2009.1105, n° 12.

- Th. Bonneau, « Les fonds communs de placement, les fonds communs des créances et le droit civil », *RTD Civ.*, 1991, p. 1.
- Th. Bonneau « La réforme 2017 des émissions obligataires », *JCP E*, 2017, act. 427.
- P. Le Cannu, « L'ambiguïté d'un concept négatif : les valeurs mobilières », *Bull. Joly Sociétés*, 1993, p. 404.
- D. Caramalli, « Détermination et portée du droit applicable à une émission d'obligations par une société française à l'étranger », *Banque et droit*, juill-août 2002, n° 84, p. 3.
- D. Carreau, « Investissements », *Rép. Intern. Dalloz*, fév. 2017.
- H. Causse, « Valeurs mobilières : un concept positif », *LPA*, 21 oct. 1994, p. 8.
- L. Chammas et Ch. Sevennec, « Obligations, émissions et souscriptions », *J.-Cl Banque-Crédit-Bourse*, Fasc. 1870, mise à jour 26 avril 2018.
- Y. Chaput, « Les sûretés négatives », in *Annales de l'université de Clermont*, 1974, fasc. 11, p. 167.
- D. Cohen, « Le contrat devant l'arbitre, *pacta sunt servanda* et/ou adaptation ? », *Rev. arb.* n° 1, 2017.
- P.-H. Conac, « La nouvelle réglementation des produits financiers dans l'Union européenne : une révolution dangereuse », in *Mélanges en l'honneur de J.-J. Daigre, Autour du droit bancaire et financier et au delà*, Joly, 2017, p. 505.
- Th. Cremers, « La localisation d'un compte d'instruments financiers », *Banque et dr.*, mai-juin 2008, n° 119, p. 11.
- J.-J. Daigre, « Créances bancaires et créances ordinaires dans la faillite du client : vers deux poids deux mesures ? », *RD bancaire et fin.*, juillet-août 2005, p. 3.
- J.-D. Daudier de Cassini et A. – S. Noury, « Obligataires et procédures collectives », *Bull. Joly Sociétés*, n° 12, 1 décembre 2009, p. 1123.
- J. Dromer, « Les droits des actionnaires et la vie de l'entreprise », *RJ Com*, 1994.
- M. Dubertet et D. Mangenet, « Réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 », *Dalloz*, 2009, Chron. 448.
- Ph. Francescakis, « Conflit de lois », *Rev. crit. dr. int. privé*, 1974, 3°, p. 275.
- A. Francotte, « Aristote et le prêt à intérêt », *Les Cahiers de l'analyse des données*, 1988, Tome 13, n° 3.
- M.-A. Frison-Roche, « Droit économique concentration capitaliste et marché », in *Mélanges offerts à G. Farjat*, éd. Frison-Roche 1999, p. 397.
- M.-A. Frison-Roche et M. Jockey, « Pourquoi existe-t-il encore des titres au porteur ? », *JCP E*, 1994, I, n° 344.
- A.-V. le Fur, « L'acte d'exploitation de la chose d'autrui », *RTD Civ.*, 2004, p. 429.
- A.-V. le Fur, « La protection de l'investisseur par le droit des biens, la notion de bien financier », *RD Bancaire et fin.*, 2010, n° 6, étude 32.
- S. Gaudmet, « L'amputation du contrat », *Rev. Arbitrage*, 2017, n° 1, p. 27.
- M. Germain et M.-A. Frison-Roche, « Droit des opérations sur capital », *Rev. dr. bancaire et de la bourse*, 1992, n° 33, pp. 210 et s.

- M. Germain et C. Kessedjian, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de Convention de la Haye de décembre 2002 », *Rev. crit. dr. int. privé*, janvier-mars, 2004, p. 49.
- Th. Granier, « La technique de titrisation hors du cadre légal », *Dr. et patrimoine*, nov. 1996, p. 31.
- Th. Granier, « La notion de titrisation », table ronde organisée par le *Centre Français de droit comparé*, sur la titrisation des actifs, le 15 juin 2016. http://www.jeantet.fr/wp-content/uploads/2016/05/20160519_CFDC_Programme_Titrisation_mailing-def.pdf.
- Th. Granier, « Titres de créance titres composés et contrats financiers », *RD bancaire et fin.*, synthèse, mise à jour du 18 décembre 2018.
- M. Grimaldi, « Théorie du patrimoine et fiducie », *Rev. Lamy dr. civ.*, déc. 2010, n° 5, p. 74.
- M. Grimaldi, « Réflexions sur les sûretés-propriétés, à propos de réserve de propriété », *Liber Amicorum, études offertes à J. Dupichot*, Bruylant, 2005, p. 169.
- Y. Guyon, « Rapp. Synthèse », colloque droit du marché et droit des obligations, *RTD Com.* 1998, p. 119.
- J. Honorat, « L'inscription en compte obligatoire des valeurs mobilières françaises », *Défrénois*, 1985, 22470, p. 1.
- M. Julienne, « L'agent des sûretés : portée pratique et théorique d'une réforme », *Rev. contrats*, 3 sept. 2017.
- M. Karlin, « La responsabilité des teneurs de compte conservateurs », *RD Bancaire et fin.*, mars-avril 2010, p. 29.
- F. Lacroix, « Projet de loi de séparation et régulation des activités bancaires, la séparation des activités bancaires en France et dans le cadre communautaire », *RD bancaire et fin.*, oct. 2013, n° 4, dossier 40.
- M. Lehmann, « La résolution et le droit international privé », *RD bancaire et fin.*, juillet 2014, n° 4, dossier 31.
- R. Libchaber, « Les aspects civils de la fiducie dans la loi du 19 février 2007 », *Défrénois*, n° 15-16, 2007, vol. I, 38631 et 38632.
- Y. Loussouarn, « La nationalité des sociétés », in, *Travaux du comité français de droit international privé*, 1966-1969, p. 206.
- Y. Loussouarn et M. Trochu, « Conflit de lois en matière de société », *J.-Cl. Sociétés*, fasc. 194-20, 1994, n° 24.
- E. Maillard, « Qu'est ce qu'une norme juridique ? », *Cah. Cons. Const.*, janv. 2007, n° 21.
- B. Mallet-Bricout, « Le fiduciaire propriétaire ? », *JCP N*, 2010.1073, n° 15.
- C. Marchal-Gralitzer, « Le traitement de la dette obligataire, brève évolution du droit des obligataires en procédure collective de 1935 à nos jours », in, *International journal of insolvency law, open journals*, vol. 1, 2017.
- Ch. Mouly, « Procédures collectives : assainir le régime des sûretés », in *Aspects actuels de droit commercial français, études dédiées à R. Roblot*, LGDJ, 1984.
- H. Le Nabasque, « Le déclin annoncé de la masse des obligataires », *RD bancaire et fin.*, 2017, repère 3.

- H. Le Nabasque, « Les actions sont des droits de créance négociables », *mélanges Guyon*, Dalloz, 2003, p 389.
- H. Le Nabasque et A. Reygrobellet, « L'inscription en compte des valeurs mobilières », *RD bancaire et fin.*, Chron., juillet 2000, p. 261.
- A. Pietrancosta, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance du 22 janvier 2009 », *RTD Fin.*, 2009/1-2, p. 18.
- A. Pietrancosta, « Offre au public de titres et admission à la négociation sur un marché », *Lextenso*, date d'actualisation, 1 janvier 2019.
- S. Praicheux, « La réforme de la titrisation, d'un point de vue critique », *Bull. Joly Bourse*, mars 2009 n° 21, p. 144.
- S. Praicheux et Th. Granier, « Titrisation », *Lextenso*, 12 mars 2017.
- A Reygrobellet, « Le droit de propriété du titulaire d'instrument financier dématérialisé », Colloque centre de droit civil des affaires de l'Université de Nanterre, décembre 1998, *RTD com.* 1999.
- I. Riassetto, « Les fonds islamiques », *RD bancaire et fin.*, mars-avril 2011, étude n° 18, p. 43.
- R. Roblot, « La dématérialisation des valeurs mobilières », *ANSA*, 1984, n° 185.
- R. Roblot, « Application et fonction de la notion d'inopposabilité en droit commercial », in *Mélanges Voirin*, LGDJ, 1967, p. 710 et s.
- M. Storck, « De la nature juridique des fonds commun de placement », *Mélanges offerts à G. Goubeaux*, LGDJ, 2009.
- M. Storck, « La SICAV, une société par action à personnalité morale limitée », *Mélanges offerts à P. Le Cannu*, LGDJ, 2014.
- J. Stoufflet et E. Bouretz, « Marchés d'instruments financiers en droit international : statut légal et règles de fonctionnement des marchés d'instruments financiers, conflits d'autorités et conflits de lois », *J.-Cl.*, Fasc. n° 1740, 15 février 2012.
- H. Synvet et A. Tenenbaum, « Les instruments financiers », *Rép. internat. Dalloz*, 2009, n° 14.
- H. Synvet, « L'union bancaire européenne », colloque, *RD bancaire et fin.*, juillet 2014, n° 4, dossier 24.
- R. Théry, « De l'utilisation à la propriété des choses », *Mélanges Ripert*, LGDJ, Tome 2, 1956.
- H. de Vauplane, « Des titres papiers aux titres digitaux », *Revue économique financière*, 2018, n° 129, p. 89 et s.
- H. de Vauplane, « Le monopole bancaire sert-il (encore) à quelque chose ? », *Rev. Banque*, 26 février 2015, n° 782.
- H. de Vauplane et F. Nizard, « Les titres inscrits en compte en droit international privé », *Mélanges AEDBF-France*, III, 2001, Banq. éd., p. 401.
- H. de Vauplane, « Le droit bancaire et la mondialisation des marchés financiers », *RJ com.*, 2001, n° 1.

Articles sur les *sukuk* et la finance islamique

- K. Bälz, “*Islamic Law as governing law under the Rome Convention : Universalist Lex Mercatoria vs. the regional unification of law*”, *Yearbook of Islamic and Middle Eastern law*, vol. 8, Kluwer Law international, 2001.
- K. Bälz , “*Islamic Financing : Transactions in European Courts, in Islamic Finance: Current Legal and Regulatory Issues, Islamic Project Finance*”, Harvard University, 2005.
- K. Bälz, “*Shariah risk ? how islamic finance has transformed islamic contrat law*”, Harvard law school, *Islamic legal studies program, occasional publication n° 9*, Sept. 2008.
- W. Ben Hamida, « La finance islamique internationale : quel rôle pour la CNUDCI ? », 18 avril 2013, CNUDCI, [http://www.uncitral.org/pdf/english/congress/Papers_for_Congress/86-BEN_HAMIDA - la Finance islamique et la CNUDCI.pdf](http://www.uncitral.org/pdf/english/congress/Papers_for_Congress/86-BEN_HAMIDA_-_la_Finance_islamique_et_la_CNUDCI.pdf).
- W. Ben Hamida, « La finance islamique devant le juge étatique : étude comparée », *RID Comp.* 2015, vol. 67, n° 4, p. 923 et s.
- J. Bertran de Balanda, et F. Bourabiat, « Fiducie et finance islamique », *Dr. et patrim.*, mai 2010, n° 192.
- J. Charlin, « Fiducie *sukuk* et autres *murabaha* ou *ijara* », *JCP N*, 18 sep. 2009, n° 38.
- K. Djarouane et Ch.-J. Serhal, « La désignation de la loi applicable dans les contrats de financement islamique », *Rev. dr. des affaires internationales*, 2009, n° 2, p. 115-123.
- A. W. Dusuki et S. Mokhtar, “*Critical appraisal of Shari’a issues on ownership in asset-based sukuk as implemented in the Islamic debt market*”, *International Journal of Islamic Finance (ISRA)*, 2010, *Study*, publication n° 8/2010.
- R. Haneef, “*From asset-backed, to asset-light structures : the intricate history of sukuk*”, International Sharia Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Malaisie, *International Journal of Islamic Finance*, 2009, vol. 1, émission 1.
- A. Khouildi, « L’arbitrage en droit financier musulman moderne », éd. Islamic Research and training institute (IRTI), *mag. Etudes en économie islamique*, 2016, vol. 8, n° 1.
- Q. Latif, « *Introduction de Sukuk* », *client briefing*, 2008.
- J. Lewis, “A quand le *sukuk* souverain made in France ?”, *Bull. Joly Bourse*, 31 janv. 2015.
- M. Mohamed, H. Yaacob et Sh. Hassan institut d’études et recherches religieuse, “*The bindingness and enforceability of promise (wa’d), analysis from islamic law and legal perspective*”, International Sharia Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Malaisie, *research paper n° 30/2011*.
- N. Norzul Thani & A. Othman, “*The effectiveness of the legal and regulatory framework for Islamic services in Islamic Finance global legal issues and challenges*”, éd. Islamic Financial Services Board (IFSB), Kuala Lumpur, 2008.
- R. Sadallah, “*Sukuk : a general introduction*”, *Journal King Abdul Aziz University, Islamic Economics*, July 2015, vol. 28, n° 2.
- P. Sépulchre, « De l’existence d’une *lex mercatoria islamica* et ses conséquences juridiques », Mémoire, *HEC Liège*, 2015 - 2016, <https://matheo.uliege.be/bitstream/2268.2/1182/4/TFE-Lex%20mercatoria%20islamica-Pierre%20Sepulchre.pdf>.
- M. Storck et Z. Cekici, « *Sukuk*, aspects de droit français et de droit musulman », *RD bancaire et fin.*, mars 2011, étude 17.

M. Taqi Usmani, “*Sukuk and their contemporary application*”, 2008.

S. Van Wijnbergen and S. Zaheer, “*Sukuk defaults : on distress resolution in islamic finance*”, University of Amsterdam, Jul. 2013, <https://papers.tinbergen.nl/13087.pdf>.

Ouvrages sur les sukuk et la finance islamique

J.-Pierre Larramée [dir.], *L'accueil de la finance islamique en droit français*, in *Finance islamique à la française, un moteur pour l'économie, une alternative éthique*, éd. Secure finance, 2008.

M.A.B.M. Al Amine, *Global sukuk and Islamic securitization market, financial engineering and product innovation*, éd. Brill, 2012.

M. Ayub, *Understanding Islamic Finance*, éd. Wiley, 2007.

M. El Gamal, *Finance islamique*, éd. Boerk, 2010.

Ecole supérieure des affaires, *Islamic Finance Qualification*, 2007.

Z. Iqbal et A. Mirakhor, *Economic development and islamic finance*, éd. Fonds Monétaire International, 2013.

M.H. Kamali et A.K. Abdallah, *Issues for sukuk and proposals for reform*, éd Kube, 2014.

C. Nethercotts et D. Eisengberg [dir.], *Islamic Finance Law and practice*, Edinburgh University Press, 2012.

M. Obaidullah, *Islamic Financial Services*, Centre d'édition Universitaire King Abdul Aziz, Jeddah, 2005.

J.-F. Rycx, *Islam et dérégulation financière, banques et sociétés islamiques d'investissement : le cas égyptien*, éd. Centre d'études et de documentation économiques et juridiques, Egypte, 1988.

I. Wardé, *Islamic Finance in the Global Economy*, 2^{ème} éd., *Edinburgh University Press*, 2010.

Jurisprudence étatique, islamique, et commentaires.

Banque Al Baraka, *Fatâwa*. <https://www.lariba.com/fatwas/qaradawi.html>

Affin Bank Berhad v/ Zulkifli Abdullah, High Court of Kuala Lumpur, [2006], 1 MLJ 438, H.C. Décision publiée dans le *Malayan law journal* sur le site <https://zulkiflihasan.files.wordpress.com/2008/11/affin-bank-bhd-v-zulkifli-bin-abdullah-2006-3-mlj-67.pdf>

Cons. Const. n° 2009-589 DC, D. 2009, Actu. lég. 2412, Obs. A. Lienhard.

Dana Gas PJSC/Dana Gas Sukuk Limited and others, Commercial Court of London, per Leggatt, 17 Nov. 2017, [2017] EWHC 2928 (Com).

East Cameron Gas Partners, U.S. Bankruptcy Court of the Western District of Louisiana, L.P. Case n° 08-51207, 12 December 2008. Détails développés sur le site de l'Institut de Gouvernance des banques islamiques au Moyen-orient et en Afrique du Nord <https://www.lw.com/thoughtLeadership/corporate-governance-for-islamic-banks-in-mena>

Islamic Investment Co of the Gulf (Bahamas) Ltd/Symphony Gems NV & others, Commercial Court of London, per Tomlinson, 13 Feb. 2002, [2002] EWHC1 (Com).

Musawi c. R.E. international UK Ltd & others: Tribunal of Chancery, [2007] EWHC 2981 (Ch), 14 December 2007, All ER (D) 222 (Dec).
<http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Ch/2007/2981.html>

Sanghi Polyesters Ltd (India)/The International Investor KCSC (Kuwait), Commercial court, [2000], *Lloyd's Law Report*, vol. I, p. 480.

Shamil Bank of Bahrain EC/Beximco Pharmaceuticals Ltd & others: deux instances : Commercial Court of London, [2003] EWHC 2118 (Com), 1 August 2003, 2 All E. R. 849.
Beximco Pharmaceuticals Ltd & others v Shamil Bank of Bahrain EC : Court of Appeal (Civ), [2004] EWCA Civ. 19, 28 January 2004, [2004] 4 All E.R. 1072.
[http://www.bailii.org/cgi-bin/format.cgi?doc=/ew/cases/EWCA/Civ/2004/19.html&query=\(shamil\)+AND+\(bank\)](http://www.bailii.org/cgi-bin/format.cgi?doc=/ew/cases/EWCA/Civ/2004/19.html&query=(shamil)+AND+(bank)).

Dictionnaires et lexiques français

G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, PUF, 12^{ème} éd., 2018.

B. Jacquillat, *Les 100 mots de la finance*, PUF, 2006.

Henri Roland, *Lexique juridique des expressions latines*, 7^{ème} éd., LexisNexis, 2016.

J. Salmon, *Dictionnaire de droit international public*, Bruylant AUF, 2001.

B. Sousi-Roubi, *Lexique de la banque et des marchés financiers*, Dalloz, 2001.

Codes de pays arabes et recueil de lois arabo-musulmanes.

AAOIFI, *Shariah Standards*, (normes *chari'atiques* en langue anglaise), 2008.

AAOIFI, *Al Ma'âyîr al chari'iyya* (normes *chari'atiques* en langue arabe), 2010.

AAOIFI, *Accounting auditing and governance standards for Islamic financial institutions* (normes comptables en langue anglaise), 2010.

Majallat al Ahkâm al 'Adliya (code civil ottoman, version arabe), éd. *Al matba'al adabiyya*, Beyrouth 1884.

Majalla, Corps de droit ottoman (version française), traduc. G. Young, éd. *Clarendon press*, 1906.

Code civil et code de commerce du Koweït.

Code de commerce du Bahreïn (par la loi n° 7 de 1987).

Code de commerce des Emirats Arabes Unis – *Qânoune al mu'âmalâte al tijâriyya* n° 18/1993.

Code des opérations civiles des Emirats Arabes Unis *Qânoune al mu'âmalâte al madaniyya* (adoptés en 1985 et modifié en 1987).

Code des obligations et des contrats (*Qânoune al mouwjabâte wal 'ouquod*) au Liban.

Code civil Irakien.

Code civil Libyen.

Code civil Syrien.

Code civil Algérien.

Code civil Jordanien.

Code Civil (dernière éd. Dalloz), Code de commerce (dernière éd. Dalloz) et code monétaire et financier (dernière éd. Litec).

Codes, directives normes et positions d'autorités françaises et européennes

Autorité des marchés financiers, « *French Sukuk Guidebook* », novembre 2011, http://www.paris-europlace.net/files/French_Sukuk_Guidebook_Nov_2011.pdf

Autorité des marchés financiers, « Position de l'Autorité des marchés financiers concernant l'admission à la négociation des obligations islamiques (*sukuk*) sur un marché réglementé français », *Revue mensuelle de l'AMF*, 2 juillet 2008, n° 48, site de l'AMF.

Autorité des marchés financiers, « L'élaboration des prospectus *sukuk* et les modalités pratiques d'obtention d'un visa en vue de l'admission sur un marché réglementé », octobre 2010, site de l'AMF.

Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers.

Banque de France, « Note d'information sur le financement des entreprises », oct. 2015.

Banque de France, « sur l'émission et la détention de titres français », *Stat. Info.*, 31 mars 2018.

Code civil, Dalloz, 2019.

Code monétaire et financier, Dalloz, 2018.

Code de commerce, Dalloz 2018.

Code de procédure civile, 2019.

Comité français de l'arbitrage, groupe de travail sur l'arbitrage en matière bancaire et financière, *Rapport final*, 19 mai 2014.

Commission Européenne, « *Union des marchés des capitaux : lever les obstacles aux investissements transfrontières et accélérer le processus* », Communiqué de presse, 12 mars 2018.

Direction générale des finances publiques et des impôts de France, *Instruction fiscale sur la murâbaha et les sukuk* BOI 4 FE/09 n° 22, du 25 février 2009, <http://www11.bercy.gouv.fr/boi/boi2009/4fepub/textes/4fe09/4fe09.pdf>.

Direction générale des finances publiques et des impôts de France, *Instruction fiscale sur les sukuk*, BOI 4 FE/S2/10, 23 juillet 2010, publiée au n° 75 le 24 août 2010. <http://www11.minefi.gouv.fr/boi/boi2010/4fepub/textes/4fes210/4fes210.pdf>.

Direction générale des finances publiques et des impôts de France, *Instruction fiscale sur les dispositions juridiques communes – finance islamique – régime fiscal des opérations de murabaha*, BOI-DJC-FIN-10-20120912, 2 septembre 2012, <http://bofip.impots.gouv.fr/bofip/ext/pdf/createPdfWithAnnexe/BOI-DJC-FIN-10-2012-09-12.pdf?id=6711-PGP&ve=1&br=2&la=2>

Direction générale des finances publiques et des impôts de France, *Instruction fiscale portant sur le régime fiscal des sukuk d'investissement*, BOI-DJC-FIN-20-20120912 du 12 septembre 2012, <http://bofip.impots.gouv.fr/bofip/6709-PGP/version/1?branch=2&language=2>.

Règles de Marché EURONEXT (« Livre I Règles Harmonisées » entre les différentes places financières, version en vigueur le 1^{er} août 2018 <https://www.euronext.com/fr/regulation/harmonised-rules>, et le « Livre II Règles particulières applicables aux marchés réglementés français » version en vigueur depuis le 1^{er} octobre 2016, <https://www.euronext.com/fr/regulation/paris>), et l’Instruction N3-07 relative aux procédures d’introduction sur le Marché EUROLIST.

Directives, normes et positions d’autorités étrangères ou internationales

Bank Negara Malaysia, *Shariah requirements*. <http://www.bnm.gov.my/> 2nd ed.

Banque des Règlements Internationaux (BRI)/Bank of international Settlements (BIS), *Guide to international financial statistics*, July 2009 remplaçant la version de 2003, paper nr 14.

Fitch’s, *Approach to rating sukuk Criteria report*, 5 mars 2007.

Fitch’s, *Fact sheet on Islamic Finance*, février 2016.

Islamic Financial Services Board (IFSB), *Capital Adequacy requirements for sukuk*, January 2009.

International Financial Reporting Standards (IFRS). *Norme n° 10*, adoptée par l’IASB et publiée en mai 2011.

International Islamic Financial Market (IIFM), *Sukuk reports* (2010, 2011, 2014, 2016, 2017 et 2018), *sukuk guidelines* (en partenariat avec *Dubai International Financial Center*).

IOSCO (organisation internationale des commissions de valeurs/OICV), *disclosure requirements for Islamic capital markets products*, 2013 (élaboré conjointement avec l’IFSB).

IOSCO, *Analysis of the application of IOSCO objectives and principles of securities regulations for Islamic securities products*, Septembre 2008 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD280.pdf>

London Stock Exchange, *Islamic Finance Review*, 2010/2011.

Organisation of Islamic Cooperation (O.I.C.), *Council of Islamic Fiqh Academy*, (Organisation de la Coopération Islamique, Conseil de l’Académie de jurisprudence islamique), *Resolutions*.

Moody’s, A. Hassoune, Moody’s, *Islamic Finance Internal training*, 2007.

Moody’s, “*Special report on sukuk 25 February 2008 & the future of sukuk : substance over form ?*”, 6 may 2009.

Moody’s, *Annual Report 2015*.

Standard & Poor’s, *Reports* (Islamic Finance outlook 2008).

Security Commission, Malaysia, *Resolutions*.

Index

A			Flux symétrique	32, 42, 92, 101, 107
Actif titrisable	155			
Action	75		G	
Arbitrage	346		<i>Gharar</i>	190
<i>Asset-backed sukuk</i>	96		(aléa prohibé, risque, incertitude)	
<i>Asset-based sukuk</i>	120		I	
<i>Sukuk</i> participatifs	104		<i>Ijâra, lease, lease-back</i>	97, 98, 99, 104, 133
B			Indexation des revenus	36, 59, 90, 214
<i>Bay' al 'ayyina</i>	177		Inscription en compte-titres	33, 41, 333
(vente à réméré islamique)			Internationalité	239, 247
<i>Bay' al dayn bil dayn</i>	80		L	
(vente de la dette par la dette)			<i>Lex contractus</i> , loi d'autonomie	326
Biens appropriables	155		<i>Lex rei sitae</i>	316
(<i>Al mâl al mubâh</i>)			<i>Lex societatis</i>	261, 267
C			Loi de police, <i>Lex mercatus</i>	273
<i>Chari'a</i>	19		Lois applicables	251
Contrats causés	31, 333		M	
et contrats connexes	230, 261		<i>Mâl</i>	158
D			<i>Milkiyya</i> , propriété islamique,	67, 72
Démarchage	295, 296, 299		droit de jouissance, <i>beneficial ownership</i>	
F				
<i>Fiqh</i>	19			

N		S	
Négociabilité	33, 41, 83, 309, 333	Structuration contractuelle	27, 37, 140, 189, 213
O		Sûretés	37, 55, 61, 72
Offre au public de titres	252, 282		
Obligations	82	T	
P		<i>Takâful</i> , assurance islamique	62
Placement	290	Titres financiers	33, 41
Prestataire de services d'investissement	291, 308	Titres hybrides	36, 89
Possession	71, 95, 136, 312	<i>Trust</i>	51, 339
Principe de partage des pertes et des profits.	56		
Principe d'interdiction de garantir le capital et les revenus	56, 59		
Principe de la majorité			
Propriété islamique	67, 72		
Prix	189, 209		
R			
Rémunération du prêt <i>sukukaire</i>	211		
Règle de la majorité	98, 107, 165, 176, 183		
<i>Riba</i> , usure islamique, profit illicite	198		
<i>fadl bil 'iwad</i> , rémunération sans contre- prestation			
Risque de défaillance	327		