

Sukuk made in Africa

Mars 2020

NOTE DE RECHERCHE

No.7

Anouar HASSOUNE

Anouar.hassoune@rating-africa.org

+221 33 824 60 14 | +221 77 791 02 39

Hamza HAJI

hamza.haji@rating-africa.org

+221 33 824 60 14 | + 221 77 392 78 27

Sukuk made in Africa

Cette fois-ci, nous avons décidé de traiter du sujet des sukuk, pluriel de «°sak°», signifie obligation islamique. La raison en est la suivante : depuis le milieu du mois de février, il ne se passe pas une semaine sans que nous soyons sollicités pour exposer les enjeux des sukuk sur notre continent. Note de synthèse sur les sukuk pour le ministère des finances d'un Etat d'Afrique centrale à la mi-février ; formation sur les sukuk à l'ERSUMA, au Bénin, fin février ; intervention à l'IIHEMR à Paris sur le sujet de la finance islamique, y compris les sukuk, fin février aussi ; conférence de la COSUMAF à Brazzaville sur le thème, entre autres, des sukuk début mars ; table ronde sur les sukuk au Cap, à l'occasion du Bonds, Loans and Sukuk Africa 2020 à la mi-mars.

La raison de cet engouement pour les sukuk, qui est loin d'être soudain, se trouve à la confluence de plusieurs tendances de fond. Tout d'abord, l'innovation financière en Afrique va bon train, et peut encore continuer, compte tenu de l'étendue des besoins de financement : infrastructures, éducation, santé, logement social, énergie, transport... entre autres. En outre, de nombreux pays africains sont majoritairement musulmans et membres de l'Organisation de la Coopération Islamique (OCI), lesquels sont aussi membres de la Banque Islamique de Développement, très active en Afrique, en phase avec son plan stratégique à 5 ans, lequel insiste sur le financement de la « chaîne de valeur » pour accompagner les politiques économiques structurelles de nos Etats. Enfin, les sukuk représentent à la fois des ressources longues, donc stables, et diversifiées quant à leurs sources : en effet, les sukuk peuvent être souscrits tant par les investisseurs conventionnels que par les fonds dits « islamiques ».

Les sukuk, qu'est-ce que c'est ?

Les sukuk sont toujours des titres obligataires structurés, mais pas toujours titrisés, respectant les cinq piliers de l'islam financier. Ces principes sont les suivants : interdiction de l'intérêt, de la spéculation et de l'incertitude contractuelle, ainsi que des secteurs prohibés par l'islam ; et obligation de partage des profits et des pertes, ainsi que d'adossement de toute transaction financière à un actif tangible. En matière de sukuk, le point de départ pour un cédant (ou « originateur ») consiste en la sélection d'un pool d'actifs licites du point de vue de l'islam, générant des droits et des rendements. Ces rendements servent de sous-jacents à l'émission d'obligations islamiques, par le biais d'un fonds commun de titrisation de créances (FCTC). En définitive, les sukuk sont des émissions obligataires utilisant des structures de titrisation pour préfinancer aujourd'hui des flux futurs a priori identifiés et assignés aux investisseurs de façon contractuelle. Les sukuk ne sont pas forcément des opérations

de titrisation au sens strict, puisque la propriété des actifs peut ne pas être cédée au FCTC, mais uniquement leur bénéfice économique, i.e. leur usufruit et donc leur rendement. Dans ce cas, on parle de sukuk « *asset-based* », par opposition aux sukuk « *asset-backed* » qui, eux, organisent la sortie des actifs du patrimoine du cédant. Dans le cas d'espèce des sukuk *asset-based*, le cédant rachète, à la date de maturité des titres, le pool d'actifs (constitués de droits et de rendements futurs) aux investisseurs ; dans celui des sukuk *asset-backed*, les titres sont amortissables et leur valeur résiduelle à la date de maturité est nulle. Il va sans dire que l'approche en notation de ces deux grandes catégories de sukuk diverge radicalement, ce que nous aborderons plus loin.

Après quelques années difficiles, conséquences de la crise financière mondiale, le marché des sukuk est reparti à la hausse en matière de volumes d'émissions^o; le continent africain ne fait pas exception. Aujourd'hui, les volumes d'émissions annuelles de sukuk dépassent systématiquement 100 milliards de dollars. En stock, les investisseurs peuvent accéder à plus de 450 milliards de dollars de sukuk. L'Afrique du Sud, le Kenya, la Gambie, le Nigéria et le Soudan ont été précurseurs en Afrique en matière d'émission de sukuk. Le Maroc les a rejoints récemment. En UEMOA, quatre des huit Etats membres ont déjà fait l'expérience d'au moins une émission de sukuk, à savoir : le Sénégal, la Côte d'Ivoire, le Togo et le Mali. Bien plus nombreux sont les pays qui ont marqué un puissant intérêt pour cette forme alternative de financement de leurs économies : la Tunisie, l'Egypte, le Ghana, le Cameroun, le Gabon, le Tchad, le Niger, l'Algérie, la Mauritanie notamment ont, de manière plus ou moins explicite, fait valoir une stratégie, ou tout du moins une intention de parvenir à rejoindre le club des émetteurs africains de sukuk.

Le marché des sukuk africains est dominé par les souverains, en devises locales

La structure idéale pour les émissions de sukuk souverains est dite « sukuk al ijara ». C'est une structure qui consiste à céder au FCTC non pas la propriété des actifs publics identifiés comme sous-jacents, mais les loyers qui en sont extraits. Ces loyers servent à leur tour à payer les coupons aux détenteurs de sukuk. Bien entendu, l'Etat souverain en question garantit la structure, ce qui est parfaitement valide d'un point de vue islamique, à condition d'utiliser les contrats idoines, sous le contrôle des juristes spécialistes du droit musulman. En outre, le pool d'actifs sous-jacents fait l'objet d'une obligation de rachat à la maturité des sukuk. En UEMOA, c'est précisément la structure qui a été choisie pour les quatre Etats membres ayant émis des sukuk. Cette structure, adossée à une forme de crédit-bail, a le mérite d'être largement reconnue dans le monde et de ne poser aucun problème de conformité islamique, eu égard aux conclusions convergentes des *fatama* (pluriel de « fatwa » ou opinion juridique) séminales sur ce sujet, définissant les conditions de licéité des sukuk. On mentionnera à ce titre la fatwa de référence de l'AAOIFI de février 2008.

Les émissions de sukuk souverains sont le plus souvent libellées en devises locales. Rares sont les Etats africains à avoir fait le choix des devises internationales. L'Afrique du Sud et le Kenya ont mobilisé des ressources en dollars ; tous les autres émetteurs souverains africains ont eu une préférence marquée pour leurs devises nationales ou régionales. En UEMOA en particulier, les quatre émissions de sukuk souverains ont sollicité l'épargne régionale en franc CFA. L'une des raisons de cette préférence est la destination immédiate ou future de ces sukuk : à partir du moment où un Etat autorise l'émergence de banques et compagnies d'assurance islamiques sur son territoire et que le cadre réglementaire y est amendé dans cette perspective, les institutions financières islamiques de la place ont besoin d'au moins un actif de bonne qualité vers lequel diriger les ressources collectées auprès de la clientèle. C'est d'ailleurs l'une des raisons qui ont présidé à l'émission de sukuk souverains au Maroc, pour 1 milliard de dirhams, fin 2018.

Les enjeux : notation, secteur privé, innovation

Notre approche en matière de notation distingue très explicitement les sukuk *asset-based* des sukuk *asset-backed*. WARA peut bien entendu noter les sukuk, qui sont en définitive des titres obligataires, donc des titres financiers dont la perte attendue est mesurable. Concernant les sukuk *asset-based*, les actifs sous-jacents existent pour assurer la conformité de l'opération d'émission obligataire avec les principes de la finance islamique. Ces actifs n'ont aucun effet sur la qualité de crédit de l'émission, qui demeure entièrement tributaire de la garantie que fournit le cédant (ou un tiers) quant au paiement des coupons (pendant la vie des sukuk) et du principal (à maturité). Les coupons sont garantis par le cédant (ou le tiers) sous la forme d'un engagement irrévocable de se substituer au FCTC en cas d'insuffisance de flux financiers émanant des actifs sous-jacents par rapport aux coupons. Le principal est garanti par le cédant (ou le tiers) sous la forme d'un engagement de rachat des droits attachés aux sukuk, le plus souvent à la valeur nominale (notamment lorsque les sukuk sont des sukuk de crédit-bail). En définitive, dans ce cas de figure, WARA égalisera la notation des sukuk avec celle du garant, que ce garant soit le cédant (ce qui est le plus souvent le cas) ou un tiers. Dans le cas d'espèce des sukuk *asset-backed* en revanche, il n'y a pas de garant. La qualité de crédit des sukuk *asset-backed* repose entièrement sur celle du pool d'actifs sous-jacents. Dans ce cas, WARA applique sa méthodologie standard de notation des obligations de titrisation, en appliquant tous les stress de test que nos méthodologies prévoient.

Sachant cela et la prééminence actuelle des sukuk souverains, le marché attend, avec une certaine dose d'impatience, l'avènement de sukuk sub-souverains. Il est bon que les Etats initient des tendances sur le marché financier : on appelle cela le

rôle de « *benchmark* » des instruments financiers souverains. Mais en définitive, ce sont aux entités du secteur public et surtout privé sub-souverain de prendre le relai. A quand des sukuk privés en Afrique ? Nul ne le sait en détail pour le moment, mais une chose est certaine en revanche : ce moment finira par arriver. Il suffit de constater l'étendue des besoins de notre continent, notamment en matière de financements de projets. Les sukuk se prêtent très bien aux initiatives de partenariats public-privé (PPP), notamment lorsqu'elles impliquent des modèles de type BOT (*build, operate, transfer*), lesquels supposent l'existence d'un actif tangible identifié. Cela dit, une subtilité existe dans cette classe d'actifs. En financement de projet, un fonds doit séparer la dimension « fonds propres » du levier financier. En général, que les classes d'actifs soient de l'eau, de l'énergie, des actifs agricoles ou autres, le financement de projet en bas de bilan s'opère par le biais d'un crédit bancaire. Pourquoi ne pas substituer au crédit bancaire un financement en sukuk de projet ? Aussi, les pourvoyeurs de fonds propres sont-ils en position junior, et les pourvoyeurs de dette islamique, autrement dit de sukuk, sont senior à l'opération. Les sociétés de production d'électricité (comme SENELEC ou SBEE par exemple) ou de télécommunication (comme ONATEL ou SONATEL) constituent d'excellents candidats pour ce faire.

En matière de sukuk souverains, des innovations peuvent aussi être envisagées.

Les souverains qui disposent déjà d'un bon rating peuvent faire usage de ce rating et opter naturellement pour la structure de sukuk al ijara (ou crédit-bail) présentée plus haut. En revanche, les Etats qui disposent d'une notation plus faible peuvent être tentés de rehausser la qualité de leurs sukuk et tendre vers le grade d'investissement en collatéralisant leur émission de sukuk. C'est ce qu'on appelle la technique des « covered bonds » ou obligations sécurisées. Dans l'hypothèse où un souverain dispose d'un fonds souverain partiellement localisé à l'étranger, les actifs du fonds souverains peuvent être nantis à l'émission de sukuk de telle sorte à atteindre le niveau de note souhaité. Cela rassure les agences de notation et les bailleurs de fonds, tout en réduisant le coût du financement. En outre, il faut reconnaître que les émissions de sukuk supposent l'existence d'actifs « lourds », souvent immobiliers ou fonciers. Pourquoi ne pas penser à des émissions de sukuk plus « légères », impliquant non pas le patrimoine privé de l'Etat, mais son droit à lever l'impôt ? En effet, des sukuk adossés à des recettes futures de TVA peuvent être envisagés. Cela reviendrait, par le truchement de sukuk, à collecter aujourd'hui, auprès des investisseurs, la TVA de demain, en tout cas celle issue des secteurs d'activité qui ne contreviennent pas aux principes de l'islam.

Pour les émetteurs non souverains et notamment les banques, la titrisation islamique reste une technique puissante. Cela consiste à loger dans un FCTC un portefeuille d'actifs ou de créances, eux-mêmes islamiquement conformes, et en contreparties émettre des titres obligataires tranchés. Ces titres représentent des droits de propriété sur ces actifs, pas uniquement des droits d'usufruit. Cela permet notamment aux banques d'alléger leurs bilans. Plus les sous-jacents sont de bonne

qualité, puis les tranches supérieures les mieux notées sont épaisses. Un exemple surprenant de mutualisation des émissions de sukuk est sans aucun doute l'IILM à Kuala Lumpur. IILM signifie International Islamic Liquidity Management Corporation. Comme son nom l'indique, cette institution regroupe plusieurs originateurs-cédants, typiquement des banques centrales de pays musulmans et non musulmans ainsi que la Banque Islamique de Développement, souhaitant ensemble émettre des sukuk de très haute qualité de crédit, afin d'améliorer la liquidité du marché des sukuk et faciliter la gestion de la liquidité des banques islamiques de la place. Le concept sous-jacent est simple : à plusieurs, on est plus fort que seul. En étant ensemble actionnaire d'IILM, les originateurs peuvent faire valoir l'argument de mutualisation des risques et de diversification des actifs afin d'améliorer la qualité de crédit des sukuk émis. Ainsi, chacun peut émettre de la dette islamique à un prix plus compétitif que si chacun s'y était attelé seul. Ce concept peut être répliqué à l'infini, et pourquoi pas en Afrique, et notamment en UEMOA. Pourquoi ne pas imaginer une caisse d'émission mutualisée de sukuk, et pourquoi pas sous l'égide de la Banque Africaine de Développement ou de la BCEAO ?

Ce concept de mutualisation vaut pour les entités publiques, mais aussi pour les entités privées. On pourrait imaginer une plateforme d'émissions de sukuk qui fonctionnerait sous le même registre qu'IILM mais pour des entités du secteur privé, qui n'auraient ni la taille ni les moyens d'accéder seules à ce marché. Par exemple un groupement de banques ou de PME désireuses de diversifier leurs sources de financement. Ce serait une sorte de banque islamique pour les PME dont le seul mandat serait de regrouper des émetteurs potentiels sous un seul programme d'émission. Si en outre ces banques et ces PME sont enclines à utiliser des actifs durables (i.e. verts et respectueux de l'environnement comme les énergies renouvelables), alors nous assisterions à l'émergence de sukuk « verts » sur notre continent, ce qui ne manquerait pas de susciter un intérêt très particulier bien au-delà de nos frontières continentales.



© 2020 Emerging Markets Ratings (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par le CREPMF.

La notation de crédit est une opinion sur la capacité et la volonté d'un émetteur à faire face au remboursement de ses obligations financières, et non une quelconque appréciation de la valeur des actions de cet émetteur. Il est rappelé qu'il peut être risqué pour un investisseur de fonder sa décision d'investissement sur la seule notation de crédit.

La compréhension des méthodologies et échelles propres à WARA est essentielle pour mesurer la portée des opinions présentées dans les rapports. Il est vivement recommandé aux lecteurs des rapports de se rapprocher de WARA aux fins d'en obtenir copie.

Toutes les informations contenues dans nos rapports ont été obtenues à partir de sources considérées comme fiables. Cependant, étant donné la possibilité d'erreurs humaines ou d'autres aléas, toute information est présentée « en l'état » et sans aucune garantie que ce soit. WARA met tous les moyens à sa disposition pour vérifier la qualité de l'information utilisée pour délivrer une notation. WARA n'étant pas un réviseur de comptes, aucune garantie d'exhaustivité ne peut être fournie. En aucun cas WARA ne pourrait être tenu responsable et redevable à une personne ou une entité pour une quelconque perte réalisée suite à l'émission d'un de ses rapports ; chaque utilisateur de nos rapports est pleinement responsable de l'interprétation qu'il fera des opinions présentées. Ce rapport ne constitue en aucun cas un conseil de vendre, garder ou acheter un quelconque titre de créance.