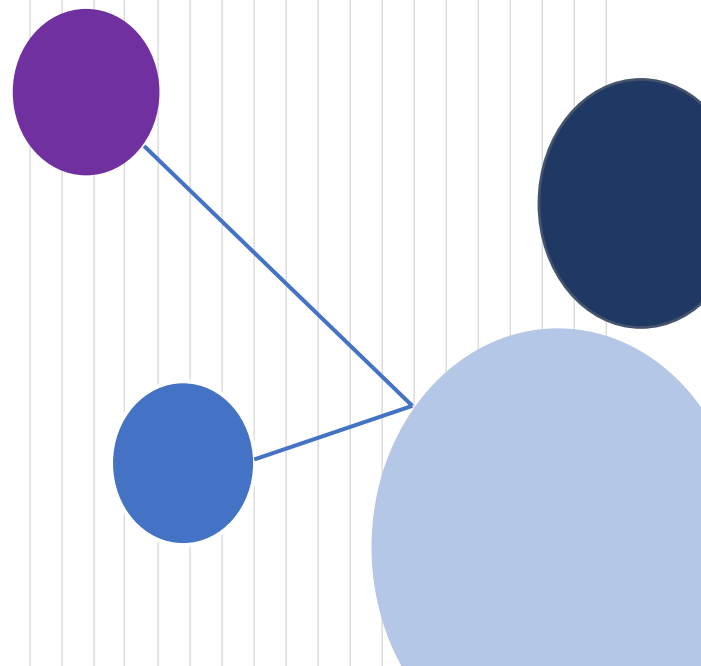




# **Diversification des instruments de financement : les sukuk d'investissement et de financement**

***Synthèse et recommandations de l'atelier tenu le 09 Mai 2023***



# Table des matières

<b>1. Préambule.....</b>	<b>3</b>
2. La publication des arrêtés relatifs aux certificats de Sukuk de financement et d'investissement .....	5
2.1. Les certificats de Sukuk de financement.....	6
2.2. Les certificats Sukuk d'investissement.....	7
2.3. La négociabilité, les garanties et le rachat.....	8
2.3.1. Négociabilité .....	8
2.3.2. Garanties.....	8
2.3.3. Rachat .....	9
2.3.4. Renvoi des conditions particulières au règlement de gestion.....	9
<b>3. Le développement du marché des Sukuk au Maroc .....</b>	<b>10</b>
3.1. Le marché des Sukuk Souverains .....	10
3.1.1. Emission inaugurale .....	10
3.1.2. Opportunités, défis et limites .....	11
3.2. Au niveau des banques participatives .....	12
3.3. Le Takaful comme principal investisseur : .....	14
<b>4. Synthèse et recommandations.....</b>	<b>16</b>

*Ce document de synthèse a été rédigé par le Dr. Sami As-Soulaimani, dans le cadre de l'appui apporté par le programme conjoint de développement des marchés de capitaux du Groupe de la Banque Mondiale à la Direction du Trésor et des Finances Extérieures (DTFE) pour le cadre de mise en œuvre de la finance participative au Maroc.*

*Les avis exprimés dans le présent document ne reflètent pas nécessairement les positions des organisateurs, et constituent les points de vue discutés et présentés par les participants aux différents panels.*

## 1. Préambule

Partant de la conviction que les produits et services financiers participatifs peuvent apporter une contribution importante à la mobilisation de l'épargne, à l'inclusion financière et au financement de l'économie nationale et des projets de développement entrepris par l'Etat, les pouvoirs publics au Maroc ont initié une stratégie visant à développer l'écosystème de la finance participative à travers plusieurs initiatives.

Ce soutien apporté par les pouvoirs publiques concerne notamment la mise en place d'un cadre juridique intégré régissant l'ensemble des opérateurs de ce nouveau marché. En effet, plusieurs évolutions réglementaires, et non des moindres, ont été effectuées pour permettre d'une part aux opérateurs d'entreprendre des activités de finance participative, à titre partiel ou exclusif, et d'autre part apporter aux différents régulateurs le dispositif réglementaire nécessaire à la supervision et l'encadrement desdits opérateurs.

Cette mise en place du dispositif juridique et réglementaire de la finance participative au Maroc s'est faite selon une approche intégrée et graduelle pour pouvoir encadrer l'ensemble des compartiments du système financier participatif et permettre l'adoption des nouvelles évolutions en parfaite harmonie avec le cadre réglementaire et juridique en place.

A cette occasion, il est à rappeler que le travail mené par les pouvoirs publiques sur le développement du dispositif juridique et réglementaire, s'est fait dans une approche collaborative, en mettant à contribution les différentes autorités de réglementation et de supervision : DTFE, AMMC, BKAM, ACAPS, CSO, et participative, car l'ensemble des travaux ont intégré dans le processus de réflexion, plusieurs phases de consultation en amont et en aval, le concours de l'ensemble des opérateurs et des parties prenantes du secteur de la finance participative.

Concernant le marché des capitaux participatifs, les certificats de Sukuk ont été introduits dans l'arsenal des instruments financiers par l'amendement de la loi 33-06 relative à la titrisation des actifs qui a été amendée à travers la loi n°69-17 pour permettre l'introduction de plusieurs catégories de certifiats de sukuk et les dispositions y afférentes. Cet amendement a permis l'élargissement des catégories de Sukuk, ainsi que la clarification des mesures relatives à la demande de l'avis de conformité du Conseil Supérieur des Oulémas,

et d'autres dispositions qui régissent les fonds de titrisation émetteurs des certificats de Sukuk.

Avec les nouvelles catégories de sukuk, le marché des capitaux offre aujourd'hui une large palette de produits de financement alternatifs qui devraient répondre à la fois aux besoins de financement des grands projets structurants de notre pays et aux besoins de financement des acteurs privés, à commencer par les banques participatives. Ces instruments répondent également aux besoins de placement des compagnies d'assurances Takaful et permettent aux autres types d'investisseurs d'élargir leur univers d'investissement, notamment par une exposition aux titres financiers participatifs.

Ainsi, l'organisation de cet atelier sur les « **Sukuk comme moyen de diversification des moyens de financement** », vient mettre la lumière sur plusieurs avancées réglementaires et opérationnelles sur le marché des capitaux participatifs, en particulier, celle de la publication en Août 2022 des arrêtés relatifs aux certificats de sukuk de financement (Mourabaha, Salam, Istisnaa) et d'investissement (Wakala, Mudaraba, mucharaka) et l'actualisation des normes comptables applicables aux fonds de placements collectifs en titrisation (FPCT) et aux certificats de sukuk en décembre 2022. Cet événement, qui visait tous les acteurs de l'écosystème de la finance participative, était aussi l'occasion pour échanger sur le potentiel de développement de ce segment du marché des capitaux, ainsi que la vision et les perspectives des acteurs sur ces instruments à moyen et à long terme.

## 2. La publication des arrêtés relatifs aux certificats de Sukuk de financement et d'investissement

Conformément à la loi précitée n°33-06, les certificats de Sukuk sont divisés en quatre catégories qui sont définis selon les objectifs visés lors de leur émission, leurs structures, ou les contrats juridiques qui les sous-tendent. Il y a donc :

1. Les Sukuk de financement par lesquels des actifs sont acquis (Mourabaha, Salam et Istisna) ;
2. Les Sukuk Ijara, par le biais desquels des actifs ou l'usufruit d'actifs sont acquis pour la location ou des services pour leur revente ;
3. Les Sukuk d'investissement par lesquels des projets sont financés ou des liquidités leur sont fournies (Moudaraba, Moucharaka et Wakala) ;
4. Les Sukuk de Portefeuille d'investissement.

Afin de définir les caractéristiques techniques de ces différentes catégories de Sukuk, La DTFE s'est attelé sur la rédaction des projets d'arrêtés relatifs au Sukuk de financement et d'investissement.

L'exercice d'élaboration de ces textes a dû répondre à plusieurs exigences qui ont d'ailleurs constitué un certain nombre de défis techniques et stratégiques. En effet, dans un premier temps, il fallait définir les montages typiques idoines pour le marché, à minima pour ses premières phases de démarrage et de développement. Puis, il s'agissait d'assurer un encadrement qui soit le plus étroit possible des opérations les plus courantes et les dispositions les plus importantes afin d'apporter la clarté et les réponses nécessaires aux différentes parties prenantes. Le tout en essayant de concilier d'une part les principes de droit positif qui gère les principaux montages financiers et les principes de la Charia tels que édictés par le Conseil Supérieur des Oulémas.

Afin de garantir une cohérence avec les besoins de marché, l'ensemble des opérateurs du secteur de la finance participative ont été consultés. D'abord en amont afin de comprendre leurs besoins en matière de Sukuk, puis en aval pour remonter l'ensemble des

préoccupations de l'écosystème par rapport aux projets des textes et pouvoir les prendre en charge.

Suite à la rédaction des projets de textes, un avis sur la conformité du Conseil Supérieur des Ouléma sur les projets d'arrêtés est sollicité sur le contenu et les caractéristiques techniques des certificats de Sukuk de financement et d'investissement tel que prévu par l'article 7-2 de la loi précitée n° 33-06. Après obtention dudit avis, les arrêtés de la Ministre chargée des Finances fixant le contenu et les caractéristiques techniques des différents types de certificats de sukuk ont été publiés au Bulletin officiel le 04 Août 2022.

## **2.1. Les certificats de Sukuk de financement**

Les certificats de Sukuk de financement sont un outil de financement qui vise à permettre aux établissements initiateurs soit : De financer l'acquisition d'un actif éligible sur la base d'un des contrats de vente : Mourabaha ou Istisna' ; ou obtenir des liquidités par le biais d'un contrat Salam pour financer la production de cultures agricoles ou de produits manufacturés qui sont vendus après production à un tiers.

Les principales dispositions des arrêtés fixant le contenu et les caractéristiques techniques des certificats de Sukuk de financement se présentent comme suit :

- La définition des certificats de Sukuk Mourabaha, Salam et Istisna' conformément aux dispositions de l'article 7-1 de la loi précitée n° 33-06 ;
- Les clauses minimales à inclure dans le contrat conclu entre le Fonds de Titrisation et l'établissement initiateur ;
- Les caractéristiques et les conditions relatives aux actifs ou marchandises faisant l'objet du Sukuk de financement, avec l'exigence que ces derniers soient acquis par un tiers autre que l'établissement initiateur ;
- L'accord par l'établissement initiateur d'émettre une promesse unilatérale contraignante au profit du Fonds de titrisation d'acquérir des actifs ;
- Les modalités et délais de livraison des actifs objets des Sukuk de financement ;
- Les modalités et délais de paiement du prix de cession des actifs ;

- Le traitement des cas particuliers tels que le paiement anticipé, le défaut de livraison de biens ou d'actifs, le fait de garantir les actifs avant et après la livraison ;
- Les conditions de négociabilité des Sukuk, compte tenu de ce qu'ils représentent ;
- La possibilité et les conditions de rachat des Sukuk par l'établissement initiateur ;
- La possibilité de bénéficier de garanties fournies par l'établissement initiateur ou par un tiers contre les risques de non-paiement de tout ou partie du capital qu'ils ont investi, ou de tout ou partie des rendements qui leur sont dues.

## 2.2. Les certificats Sukuk d'investissement

Les certificats de sukuk d'investissement visent à permettre aux établissements initiateurs de financer des projets ou de leur apporter des liquidités sur la base de l'un des schémas d'investissement conformes aux principes de la finance participative qui sont : Moucharaka, Moudaraba, ou Wakala Bil'Istithmar.

- Les principales dispositions des arrêtés définissent fixant le contenu et les caractéristiques techniques des certificats de Sukuk d'investissement se présentent comme suit La Définition des certificats de Sukuk d'investissement, notamment Sukuk de Moudaraba, Wakala et Moucharaka conformément aux dispositions de l'article 7-1 de la loi précitée n° 33-06 ;
- Les clauses minimales à inclure dans le contrat conclu entre le FPCT et l'établissement initiateur ;
- Les modalités d'apport du capital et déterminer sa valeur s'il est apporté en nature ;
- Les modalités de répartition des bénéfices entre le Fonds de Titrisation et l'établissement initiateur ;
- La responsabilité des parties pour la réalisation et/ou la gestion des investissements, ainsi que pour supporter les pertes ;
- La possibilité ou non de convenir d'attribuer plus de bénéfices qu'un certain plafond à l'une des parties ;
- La possibilité d'accorder par l'établissement initiateur une promesse unilatérale contraignante au fonds de titrisation pour acquérir les investissements qui ont été réalisés et les conditions d'une telle promesse ;

- Les conditions de négociabilité des Sukuk, de rachat par l'établissement initiateur et les garanties qui peuvent être apportées par l'établissement initiateur ou d'un tiers au bénéfice du Fonds de titrisation

## **2.3. La négociabilité, les garanties et le rachat**

### **2.3.1. Négociabilité**

Par « négociabilité » on entend les conditions de cession des certificats de Sukuk aux tiers à un prix librement négocié pendant la durée de la vie de ces certificats (avant, après et pendant les différentes opérations d'acquisition, de fabrication, de livraison ou d'investissement). La négociabilité dépend essentiellement des actifs sous-jacents et du type de contrat qui lie le fonds de titrisation à l'établissement initiateur.

Sous réserve des conditions introduites au niveau du règlement de gestion du fonds de titrisation, les arrêtés déterminent avec précision les différentes possibilités de négociabilité et introduisent à ce titre deux singularités, notamment :

- (i) la possibilité de faire des opérations de négociabilité des Sukuk de financement dans le cas où le sous-jacent constitue une dette moyennant une contrepartie non-monnaire et librement négociable, et
- (ii) la négociabilité sans conditions particulières des Sukuk d'investissement.

### **2.3.2. Garanties**

Conformément à ce qui a été évoqué précédemment, les arrêtés précisent également les cas dans lesquels les titulaires de certificats de Sukuk de financement ou d'investissement peuvent bénéficier de garanties, ainsi que les conditions restreignant ces garanties.

En particulier, le recours aux garanties de tiers peut se faire dans le cas où ce tiers est indépendant et dispose d'une personnalité morale et de patrimoine indépendants et ce conformément aux conditions suivantes :

- Pour les Sukuk de financements cette garantie doit se faire sans qu'elle puisse être rémunérée, exception faite des frais réels encourus par ce tiers ;

- Pour les Sukuk d'investissement, il est possible que ce tiers garantisse le paiement de tout ou partie du capital au profit des porteurs de certificats de Sukuk d'investissement, à condition que cette garantie soit (i) non-rémunérée ; et (ii) sans recours du tiers sur le montant ou une partie de la garantie contre l'établissement initiateur.

### **2.3.3. Rachat**

Par opération de « rachat » on entend le rachat par l'établissement initiateur d'une partie ou la totalité des certificats Sukuk émis. En particulier, les arrêtés précisent les conditions dans lesquelles l'établissement initiateur, peut s'engager à faire le rachat des Sukuk. Cet engagement de rachat peut se faire à la valeur marchande, à la valeur de l'actif net ou à toute valeur convenue lors du rachat.

### **2.3.4. Renvoi des conditions particulières au règlement de gestion**

Il est important de souligner que, malgré le fait que les conditions de négociabilité, de garantie, ou de rachat ont été définies pour les montages et les opérations de Sukuk les plus courantes, celles-ci peuvent, selon le montage choisi, être plus restrictives dans le règlement de gestion du fonds de titrisation. En effet, les dispositions des arrêtés apportent les réponses concernant les opérations et les montages les plus fréquents. Quand des montages particuliers nécessitent plus de précisions ou de restrictions, celles-ci sont exigées par le CSO, dans le cadre du processus de validation du règlement de gestion par ce dernier.

Le fait de pouvoir, au besoin, apporter au niveau du règlement de gestion des dispositions particulières ou des précisions relatives à un montage donné, notamment celles relatives aux documents contractuels ou des conditions de négociabilité, de garantie ou de rachat, est un choix légistique important. Celui-ci a été opéré afin d'encourager la réflexion et l'innovation des opérateurs en termes de structures à proposer et leur permettre de développer au-delà des montages basiques tout en encadrant la conformité de chaque montage au niveau du règlement de gestion, qui sera recevoir un avis conforme de la part du CSO.

### 3. Le développement du marché des Sukuk au Maroc

#### 3.1. Le marché des Sukuk Souverains

Les Sukuk souverains sont une pièce maitresse dans les marchés des capitaux participatifs. En plus de leur capacité à permettre une diversification de la base des produits de financement de l'Etat et diversifier sa base d'investisseurs, les certificats Sukuk permettent de réaliser plusieurs objectifs à la fois. En effet, les Sukuk souverains permettent de fournir au marché le référentiel de taux de rendement ; l'approvisionner en matière de titres de Catégorie tiers I nécessaires pour le respect des exigences prudentiels des acteurs financiers participatifs, que ce soit les banques et les fenêtres participatives ou les opérateurs Takaful ; et donner au marché l'impulsion nécessaire à son développement.

Par conséquent, l'Etat se doit de jouer le rôle de locomotive en termes d'émission pour permettre le développement du marché. Dès lors, l'Etat s'est donné comme objectif premier de lancer une opération inaugurale, puis de mettre en place une stratégie d'émission, notamment par la mise en place d'un programme, avec un calendrier d'émission. Cette stratégie permettrait aux acteurs de marché d'avoir la clarté nécessaire notamment en matière de taux de rendement, de maturité, de structure, ce qui permettrait par la suite de donner au marché la profondeur requise pour son développement. En outre, il s'agit aussi de diversifier les produits et les structures, d'où le besoin des arrêtés ministériels qui définissent les caractéristiques techniques des Sukuk de financement et d'investissement.

##### 3.1.1. Emission inaugurale

Ainsi, le vendredi 5 octobre 2018, le ministère de l'Economie et des Finances a procédé à la première émission de Sukuk souverain réservée aux investisseurs résidents. Cette émission s'est basée sur une structure de type Ijara et porte sur un montant de 1 milliard de dirhams amortissable sur une durée de 5 ans. Les demandes de souscription se sont élevées à près de 3,6 milliards de dirhams et ont été servies à hauteur de 28%, soit un taux de souscription de 3,6 fois, où les banques participatives ont été servies à hauteur de 35%.

Techniquement, les certificats de Sukuk, objet de cette émission inaugurale, sont adossés à un droit d'usufruit constitué, sur des actifs immobiliers appartenant à l'Etat, au profit du

fonds de titrisation créé à cet effet. Le fonds procède à la location de ses actifs sur une période de 5 ans et les loyers annuels générés seront distribués aux porteurs de ces certificats de Sukuk. Ces certificats offrent ainsi un rendement annuel de 2,66%.

Cette opération pilote a pu voir le jour grâce à l'adoption de l'arrêté relatif aux certificats de Sukuk Ijara, mais a surtout été la consécration de plusieurs mois de travail et de concertation entre le Ministère de l'Economie et des finances, l'AMMC, le Conseil supérieur des Ouléma, l'établissement gestionnaire de fonds de titrisation retenu pour la structuration de l'émission sans oublier les nombreux échanges avec les représentants des de la Direction des Domaines privés de l'Etat, de la Direction générale des impôts, de Bank Al-Maghrib et de l'Autorité de Contrôle des Assurances et de la Prévoyance sociale.

Il faut aussi rappeler que cette opération a nécessité un certain nombre d'ajustements et d'évolutions sur les aspects réglementaires et aussi en matière de supervision. En particulier, la loi précitée n°33-06 a dû être amendée et une nouvelle circulaire de l'AMMC fut adoptée. En matière de supervision, le processus d'octroi d'agrément a été adapté pour intégrer les concertations avec le Conseil Supérieur des Ouléma en vue de l'obtention au préalable de l'avis de conformité à la Charia.

Par ailleurs, malgré le fait que le recours à une structuration de type Ijara est devenu un processus rodé, il n'en reste pas moins qu'il est impossible de recourir à cet instrument de manière systématique faute d'actifs correspondant et éligibles à ce type d'émission.

### **3.1.2. Opportunités, défis et limites**

Au niveau des émissions à l'international, bien que plusieurs investisseurs participatifs aient exprimé leur intérêt pour les titres souverains Marocains, il n'en demeure pas moins que le contexte actuel et les conditions sur le marché international ne permettent pas dans l'immédiat de sortir à l'international.

En effet, après la crise sanitaire du COVID-19, les besoins de financement ont précipité la sortie du Maroc à l'international, qui s'est faite naturellement dans le cadre usuel des obligations conventionnelles. De surcroît, l'intérêt des investisseurs en matière de titres souverains s'est accentué tout au long des dernières années sur les green-bonds et les titres

dits « verts ». L'Etat s'est attelé donc, dans une contrainte de priorisation des chantiers, à regarder de plus près les émissions des Green Bonds pour accompagner la « verdisation » de sa stratégie d'investissement public et les plans nationaux en matière de transition énergétique.

Néanmoins, la DTFE a initié un processus de consultation des acteurs du marché, afin de s'enquérir du développement du secteur de la finance participative aux niveaux national et international, et en particulier des besoins du marché en matière de certificats de Sukuk souverains. Ce processus vise à cerner les différents besoins et permettre la mise en place d'une stratégie d'émission en phase avec les attentes des parties prenantes, et qui s'inscrit dans sa mission de développement du marché de la finance participative.

En revanche, pour que le marché des Sukuk souverains puisse fonctionner correctement et efficacement, d'autres types d'investisseurs, outre les opérateurs de Takaful ou les banques participatives, ayant des stratégies d'investissement différentes doivent constituer la base des besoins d'émissions souveraines. Sinon le Trésor fera face à la même base relativement étroite d'investisseurs, ce qui risque de fragmenter le marché et réduire son efficacité sur le long terme notamment en matière de diversification des produits, de profondeur et de liquidité.

### **3.2. Au niveau des banques participatives**

A fin Janvier 2023, l'encours accordé de financement par les banques et les fenêtres participatives est de 41,40 MMDH, dont 6,9MMDH ont été financés par la ressource gratuite, notamment les dépôts à vue et 2,3MMDH par des refinancements onéreux à travers les dépôts d'investissement.

Ce déséquilibre quasi-structurel entre disponibilités rémunérées, non rémunérées et financements attribués, semble se creuser davantage, malgré des taux de croissance à deux chiffres, que ce soit sur les financements ou sur les dépôts. La quasi-totalité des refinancements accordés ont été opérés par les banques-mères, qui se font d'ailleurs à des conditions très avantageuses, dans un effort par ces dernières à apporter le soutien nécessaire à leurs filiales dans leur contexte délicat de démarrage.

Face à cette situation de tension au niveau des refinancements, il y a une nécessité d'accompagner les banques participatives dans la durée pour combler ce déficit entre les dépôts et les financements. De plus, les banques participatives se doivent de trouver leur indépendance vis-à-vis de leur maisons-mères en diversifiant leurs sources de financement. Dès lors, la publication des arrêtés relatifs aux caractéristiques techniques des Sukuk de financement et d'investissement, semble donner aux banques participatives une nouvelle bouffée d'oxygène, grâce à cette alternative qui se destine à réduire ce déficit de refinancement et dans la durée et dans le volume.

En outre, le total du capital social consolidé des banques participatives est de 3,7 MMDH dont 1,7 MMDH est déjà consommé par le déficit cumulé tout au long des cinq dernières années de démarrage. D'ailleurs, les banques participatives ont eu recours à plusieurs opérations d'augmentation de capital lors des deux dernières années. D'où le besoin de renforcer les fonds propres notamment en recourant aux Sukuk. De surcroît, les différentes exigences prudentielles imposent aux banques participatives d'émettre des instruments de fonds propres AT 1 de Catégorie 2, de type Sukuk, qui soient des actifs liquides de haute qualité, qui permettent de répondre sans délais et avec une décote faible dans le cas de situations de tension de liquidité.

Le défi de la gestion de liquidité n'est pas des moindres. A ce titre, il faut rappeler que pour les banques participatives, en plus du défi d'efficacité commerciale, il y a de plus en plus d'enjeux de rentabilité des banques participatives, notamment en faisant face aux défis de gestion bilancielle et de gestion de liquidité.

En matière de liquidité il y a à peu près 2MMDH de cash disponible entre banques participatives et BKAM, à rapporter sur un total bilan agrégé hors marge entre 20 à 21 MMDH. A date d'aujourd'hui ces disponibilités sont des ressources oisives et ne pas les gérer imputerait la rentabilité des banques participatives. Or, sans certificats Sukuk en collatéral, la gestion de la liquidité via un marché interbancaire participatif paraît très difficile, voire impossible.

Par ailleurs, malgré le besoin évident des Sukuk pour les banques participatives, plusieurs défis subsistent pour le recours de ces dernières à cet instrument financier. En effet, le

niveau de rémunération dans ce contexte de démarrage, la concentration des portefeuilles des banques sur le financement de l'immobilier résidentiel, posent de sérieux défis sur les niveaux de rendement, de maturité et de risque qui seraient servis aux titulaires de certificats Sukuk.

De plus, la rémunération servie par les banques participatives aux titulaires des dépôts d'investissement ou leurs maisons mère au titre de la Wakala Bil Istithmar se situe autour de 2%. Ceci dit, les conditions de refinancement des banques participatives lors des cinq dernières années ont été très avantageuses, en particulier grâce aux mécanismes de refinancement mis en place par Bank Al-Maghrib et dont ont bénéficié les maisons-mères des banques participatives et qui ont à leur tour fait bénéficier leurs filiales.

Dès lors, l'exercice de trouver un équilibre dans les conditions actuelles entre les faibles tarifications, les longues durations des portefeuilles des banques participatives et les conditions de refinancement, certes non stable dans la durée, reste périlleux.

En outre, la structuration des Sukuk par les banques reste techniquement très complexe. Celui-ci nécessite de répondre en même temps à plusieurs exigences qui ne sont pas forcément facilement concordantes, telles que la conformité à la charia, la rentabilité, l'attractivité, la capacité d'absorption des pertes, la possibilité de conversion en actions, la négociabilité, la liquidité, etc.

A cet égard, il y a lieu de voir dans quelle mesure l'on pourrait créer des montages et des structures qui répondraient à l'ensemble de ces prérequis, et dont les règlements de gestion pourraient être standardisés. Ceci permettra de contourner les différentes contraintes techniques de structuration et permettre aux banques participatives de se mettre sur le marché des Sukuk rapidement et efficacement.

### **3.3. Le Takaful comme principal investisseur :**

Depuis son lancement lors du 2ème semestre 2022, le secteur du Takaful a enregistré un montant total de primes émises de l'ordre 25 MDH, principalement sur les produits de décès invalidité et multirisque habitation, dont seulement 9 MDH de placement dans des

d'actifs conforme aux avis du CSO. La quasi-totalité des fonds collectés ont été placés dans les dépôts d'investissement et au compte courant des banques participatives.

Eu égard à ce contexte de marché, en particulier l'offre très limitée en matière d'actifs conformes aux avis du CSO, l'ACAPS vient d'octroyer une dérogation aux opérateurs de Takaful et Re-takaful par rapport aux règles de dispersion et de diversification de l'actif représentatif des provision techniques afférentes aux opérations d'assurance et de réassurance Takaful. Or, ces règles prudentielles ont été mises en place pour garantir la sécurité, la liquidité et la rentabilité des placements en représentation des engagements des fonds auprès des participants.

Ainsi, la publication des arrêtés ministériels sur les caractéristiques techniques des Sukuk de financement et d'investissement vient à point nommé. En effet, les opérateurs du secteur pourront accéder à une nouvelle classe d'actifs spécifiques, qui leur donnera l'opportunité d'une part de répondre aux exigences prudentielles en matière de dispersion et de diversification, et d'autre part de développer leur offre dans le segment de l'épargne à travers l'investissement Takaful.

Néanmoins, pour être plus attractifs, les Sukuk doivent offrir aux Compagnies Takaful les garanties suffisantes de sécurité, de rentabilité et plus particulièrement de liquidité. Ceci suppose l'existence d'un marché secondaire dynamique. Or la mise en place d'un tel marché nécessite à la fois l'intervention des régulateurs et la possibilité de valorisation des Sukuk.

## 4. Synthèse et recommandations

Les certificats de Sukuk sont d'une importance capitale pour le secteur de la finance participative. Ils en font une composante structurelle, et leur absence peut entraver le développement du secteur dans sa globalité. Conscientes de cette importance, les autorités publiques viennent de publier des arrêtés ministériels sur les caractéristiques techniques des différents types de Sukuk de financement et d'investissement afin de compléter le dispositif réglementaire en vigueur.

Cette avancée réglementaire vient en temps opportun dans le processus de développement de la finance participative au Maroc, eu égard des besoins de refinancement et de renforcement des fonds propres des banques participatives ainsi que la nécessité d'avoir, pour les opérateurs Takaful, des supports d'investissement conformes aux avis du CSO et répondant aux critères d'éligibilité définies par l'autorité de supervision.

Ce sont tous des éléments qui font de cet événement réglementaire à la fois un soulagement pour les opérateurs de la finance participative et une avancée majeure dans la genèse du secteur de la finance participative au Maroc. Néanmoins, plusieurs défis subsistent quant au développement du marché des Sukuk au Maroc, en particulier :

- **Le développement des capacités des parties prenantes** : chaque nouvelle émission implique la participation de plusieurs parties prenantes, la mobilisation d'expertises diverses et pluridisciplinaires (charia, juridique, fiscale, finance participative). D'où, l'importance de fournir plus d'efforts en matière de développement de capacités, qui commence à minima, par une compréhension commune des arrêtés et de ce qu'ils permettent. D'ailleurs, l'AMMC envisage à cet égard d'établir cette compréhension commune en publiant des guides Sukuk et ce, afin d'expliquer les principaux montages et les points saillants de chaque structuration.
- **La standardisation** : la standardisation peut se comprendre comme une capitalisation sur les apprentissages des émissions Sukuk réussies, sans pour autant tuer l'innovation ou tomber dans le conformisme. Une standardisation des structures et de la documentation contractuelle, permettra de minimiser les coûts

d'émission relativement importants dans le cas des Sukuk, et réduire le temps d'émission (time-to-market).

- **La fiscalité** : c'est l'une des problématiques restant encore non-complètement traitée par la réglementation actuelle. En effet, la neutralité fiscale permettra d'asseoir les leviers de développement du marché Sukuk par une rémunération qui soit au moins égale à celle des obligations conventionnelles assimilables. Ainsi, il y a lieu d'établir une neutralité fiscale pour les fonds de titrisation lors des opérations relatives aux opérations de Sukuk de financement ou d'investissement. Il en est de même pour le traitement de la neutralité fiscale au profit des investisseurs dans les certificats de Sukuk par rapport à l'investissement dans une obligation classique.
- **La création de fonds d'investissement participatifs** permettra un développement plus important du marché Sukuk. Premièrement, ces OPCVM et OPCI participatifs mobiliseront davantage les investisseurs et épargnants intéressés par les produits et les instruments de la finance participative. Puis, ces fonds créeront un environnement de liquidité important pour un fonctionnement adéquat des marchés financiers participatifs. Enfin, ces fonds participatifs apporteront au marché financier dans sa généralité plus de profondeur et contribueront à sa diversification.

*En conclusion, le nouveau cadre réglementaire fournit d'une part un encadrement des montages les plus utilisés, une grille de lecture nécessaire pour l'opérationnalisation des Sukuk, et permet d'autre part des possibilités très larges et une grande marge d'innovation. Néanmoins, si l'on ambitionne de créer un marché de capitaux participatifs dynamique, profond, liquide et qui permet à la finance participative de jouer pleinement son rôle dans le secteur financier national il est important de répondre à l'ensemble des défis susmentionnés. En particulier, le développement de capacités, une compréhension commune des différents prérequis et des différents montages, la standardisation, et la neutralité fiscale paraissent être les chantiers de développement prioritaires, qui permettront de libérer le plein potentiel des Sukuk et du marché des capitaux participatifs.*

# مشاريع القرارات الخاصة بتحديد المضامين والخصائص التقنية المتعلقة بشهادات صكوك الاستثمار وصكوك التمويل التي توظف لدى المستثمرين المقيمين

# تمهيد: منظومة الصكوك و المالية التشاركية بالمغرب

## وزارة الاقتصاد والمالية

قسم الصكوك

الاطار القانوني  
والتنظيمي:  
القانون رقم  
33-06

الاطار العام  
لإصدار  
شهادات  
الصكوك

الاطار  
المحاسباتي

الصكوك  
السيادية

الاطار  
الجباي

بنك المغرب

القانون البنكي

الهيئة المغربية لسوق  
الرساميل

القانون المتعلق بدعوة الجمهور إلى الإكتتاب  
القانون المتعلق بتسديد الأصول القانون المتعلق ببورصة القيم  
....

الهيئة المغربية  
للتأمينات

مدونة التأمينات

المستثمرون

الضمان التشاركي

التأمين التكافلي

الابناك والنوافذ التشاركية

# تمهيد: مراحل وضع البنية التحتية لإصدار الصكوك بالمغرب

في إطار المقاربة المتبعة لوضع الاطار التنظيمي لشهادات الصكوك في المغرب، فقد تم قطع أشواط عديدة لتطوير هذه المنظومة، نذكر أهم محطاتها :

❖ 2017 إدخال حزمة من التعديلات على القانون رقم 33.06 المتعلق بتسنييد الأصول والمنظم لشهادات الصكوك تبعا لملاحظات المجلس العلمي الاعلى

❖ 2018 المصادقة على مجموعة من القرارات لوزير الاقتصاد والمالية واصلاح الادارة بعد الرأي بالمطابقة من قبل اللجنة الشرعية للمالية التشاركية، نذكر منها :

- قرار متعلق بتحديد المضامين و الخصائص التقنية المتعلقة بشهادات صكوك الاجارة؛

- قرار متعلق بتحديد الوثائق و السندات الممثلة أو المؤسسة للأصول المؤهلة المفوتة و كذا جميع الوثائق و المحررات المتعلقة بها الممكن تسليمها لمؤسسة التدبير و أي هيئة أخرى في إطار عملية التسنييد؛

- قرار المصادقة على دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 03 /18 بتحديد شكل ملخص عملية التمويل و كذا المعلومات و الوثائق الواجب تضمينها فيه؛

❖ أنجزت وزارة الاقتصاد والمالية واصلاح الادارة يوم الجمعة 05 أكتوبر 2018 أول إصدار للصكوك السيادية بالمغرب، إذ بلغت قيمة الإصدار الافتتاحي مليار درهم بعد مصادقة الهيئة المغربية لسوق الرساميل على نظام تسيير الصندوق وابداء الراي بالمطابقة من قبل اللجنة الشرعية للمالية التشاركية على نظام تسيير صندوق IMPERIUM FT،

❖ 2019 صياغة مشاريع القرارات المتعلقة بصكوك التمويل والاستثمار وفق مقاربة تشاركية منفتحة على كافة المتدخلين بالمنظومة المالية التشاركية.

❖ 2020 طلب الراي بالمطابقة من المجلس العلمي الاعلى على المضامين والخصائص التقنية لشهادات صكوك التمويل والاستثمار حسب مقتضيات المادة 2-7 من القانون رقم 33-06

❖ 2022 نشر القرارات المتعلقة بالمضامين والخصائص التقنية لشهادات صكوك التمويل والاستثمار حسب مقتضيات المادة 2-7 من القانون رقم 33-06 بعد الراي بالمطابقة من قبل المجلس العلمي الاعلى

❖ 2023 نشر قرار لوزيرة الاقتصاد والمالية رقم 338.23 صادر في 17 من رجب 1444 (8 فبراير 2023) يتعلق بتحديد القواعد المحاسبية المطبقة على صناديق التوظيف الجماعي للتسنييد

## تمهيد: مراحل وضع البنية التحتية لإصدار الصكوك بالمغرب

### ✓ الرأي بالمطابقة من لدن اللجنة الشرعية للمالية التشاركية :

- يتم اصدار قرار وزير الاقتصاد والمالية المتعلق بالمضامين والخصائص التقنية لمختلف أنواع شهادات الصكوك بعد الرأي بالمطابقة الصادر عن المجلس العلمي الأعلى ،
- يشترط قبل تأسيس أي صندوق مصدر لشهادات الصكوك التي توظف لدى المستثمرين المقيمين، أن يصدر رأي بالمطابقة من لدن المجلس العلمي، في شأن مشروع نظام تسيير الصندوق وكذا في شأن مشروع وثيقة المعلومات الخاصة بالإصدار الأولي ،
- وتعرض الهيئة المغربية لسوق الرساميل لهذا الغرض على المجلس العلمي الأعلى، ملف طلب الرأي بالمطابقة والذي يضم على الخصوص مشروع نظام تسيير صندوق التوظيف الجماعي المعني، ومشروع وثيقة المعلومات الخاصة بالإصدار الأولي، وكذا ملخصا لعملية التمويل المزمع القيام بها تعده مؤسسة التدبير.

### ✓ تتبع اصدارات شهادات الصكوك من قبل اللجنة الشرعية للمالية التشاركية :

- ترفع مؤسسة تدبير الصندوق المصدر لشهادات الصكوك إلى المجلس العلمي الأعلى، عند نهاية كل سنة محاسبية، تقريرا تقييما حول مطابقة عملياتها وأنشطتها للآراء بالمطابقة الصادرة عن المجلس المذكور.

## أهداف العرض

يهدف هذا العرض إلى تقديم أهم مقتضيات القرارات المتعلقة بتحديد المضامين والخصائص التقنية لشهادات صكوك الاستثمار والتمويل التي توظف لدى المستثمرين المقيمين قصد استكمال البنية التنظيمية لشهادات الصكوك في المغرب، وفقا لمقتضيات المادة 2-7 من القانون رقم 33-06.

- يشمل هذا العرض :
  - أهم مقتضيات مشاريع القرارات شهادات صكوك الاستثمار والتمويل لا سيما من حيث إصدارها وتداولها؛
  - بعض النماذج التفصيلية لهيكله صكوك الاستثمار والتمويل؛

## 2. شهادات صكوك التمويل

## 2. شهادات صكوك التمويل؛ المراجعة، السلم، الاستصناع

تعتبر شهادات صكوك التمويل أداة تمويلية تهدف إلى تمكين المؤسسات المبادرة من الحصول على تمويل مبني على أساس أحد عقود البيع: مرابحة أو سلم أو استصناع.

- تمكن شهادات صكوك التمويل من:
  - الحصول على تمويل أصول استهلاكية أو إنتاجية لفائدة المؤسسة المبادرة من خلال المرابحة أو الاستصناع؛
  - أو الحصول على سيولة من خلال عقد السلم لتمويل إنتاج محاصيل زراعية أو مصنوعات يتم بيعها بعد إنتاجها لطرف ثالث؛
- تنقسم شهادات صكوك التمويل إلى ثلاثة أنواع رئيسية :
  - صكوك المرابحة المبنية على أساس هيكله المرابحة والتي تكون فيها المؤسسة المبادرة مشتريه للأصول محل عقد المرابحة؛
  - صكوك السلم المبنية على أساس هيكله السلم والتي تكون فيها المؤسسة المبادرة مسلما إليها؛
  - صكوك الاستصناع المبنية على هيكله الاستصناع والتي تكون فيها المؤسسة المبادرة مستصنعة.

# الهيئة النموذجية ، مراحل الاصدار و المضامين والخصائص التقنية لصكوك التمويل

تحدد القرارات المضامين والخصائص التقنية لشهادات صكوك التمويل ، ومن أبرز ما جاء به :

- تعريف شهادات صكوك التمويل وأنواعها : صكوك المرابحة، السلم و الاستصناع ؛

- البنود الدنيا التي يجب تضمينها في نظام التسيير : البنود الدنيا الواجب إدراجها في نظام تسيير الصندوق المصدر للصكوك والمقتضيات الأساسية التي يجب أن تأطرها : غرض الصندوق، ومدة قيامه، ووصف العمليات المزمع القيام بها، والعقود المرتبطة بها، الخصائص التقنية للأصول موضوع شهادات صكوك، انطفاء شهادات الصكوك، .....

- الاصول : الشروط الواجب توفرها في الأصول أو السلع موضوع الصكوك، مع اشتراط اقتناء هذه الأخيرة من طرف ثالث غير المؤسسة المبادرة؛

- التسليم : تحديد كفاءات و آجال تسليم الأصول، أداء ثمن بيع الأصول، التسديد المبكر ، تعذر تسليم السلع أو الأصول؛

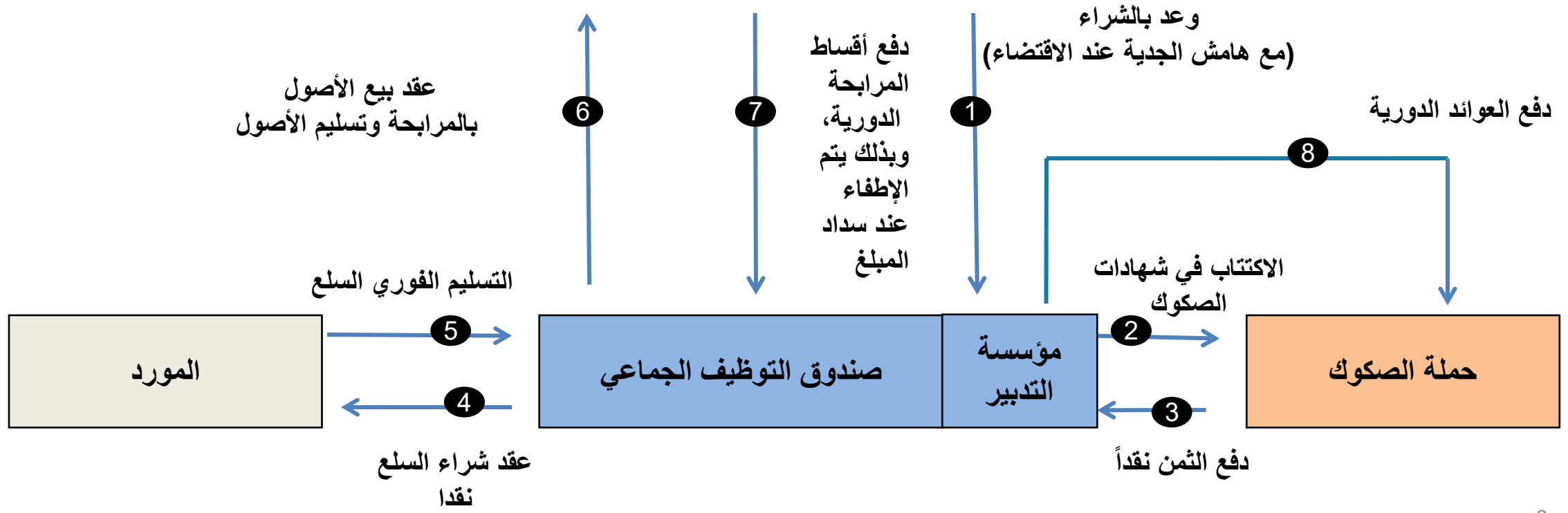
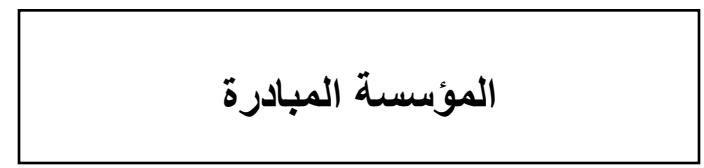
- تداول صكوك الاستثمار : تحديد شروط تداول صكوك التمويل حسب تركيبة الاصول، واليات تحديد ثمن تداول الصكوك وكذا نقل ملكيتها بين المستثمرين.

- شروط تقديم الضمان : تحديد قواعد الضمان المقدم لحملة الصكوك.

# شهادات صكوك التمويل: المرابحة

## الهيكلية النموذجية لشهادات صكوك التمويل / المرابحة

(المؤسسة المبادرة هي الواعد بالشراء)



## 2. شهادات صكوك الاستثمار

## تعريف صكوك الاستثمار وأنواعها

تعتبر شهادات صكوك الاستثمار أداة استثمارية تهدف إلى تمكين المؤسسات المبادرة من تمويل مشاريع قائمة أو في طور الإنجاز أو توفير السيولة لها بناء على إحدى الهياكل التالية : المشاركة، المضاربة أو الوكالة.

تنقسم شهادات صكوك الاستثمار إلى ثلاثة أنواع رئيسية :

- شهادات صكوك المضاربة المبنية على أساس هيكله المضاربة والتي تكون فيها المؤسسة المبادرة مضاربا وصندوق التسديد رب المال؛
- شهادات صكوك الوكالة المبنية على هيكله الوكالة بالاستثمار والتي تكون فيها المؤسسة المبادرة وكيلا عن الصندوق في إنجاز وإدارة الاستثمارات المعنية؛
- شهادات صكوك المشاركة المبنية على أساس هيكله المشاركة والتي تكون فيها المؤسسة المبادرة شريكا مسيرا وصندوق التسديد مشاركا.

# الهيئة النموذجية ، مراحل الاصدار و المضامين والخصائص التقنية لصكوك الاستثمار

تحدد القرارات المضامين والخصائص التقنية لشهادات صكوك الاستثمار، ومن أبرز ما جاء به :

-تعريف شهادات صكوك الاستثمار وأنواعها : صكوك المضاربة، الوكالة، والمشاركة؛

- البنود الدنيا التي يجب تضمينها في نظام التسيير : البنود الدنيا الواجب إدراجها في نظام تسيير الصندوق المصدر للصكوك والمقتضيات الأساسية التي يجب أن تأطرها : غرض الصندوق، ومدة قيامه، ووصف العمليات المزمع القيام بها، والعقود المرتبطة بها، الخصائص التقنية للأصول موضوع شهادات صكوك، انطفاء شهادات الصكوك، .....

-رأس المال : كفيات تقديمه وتحديد مبلغه أو قيمته إذا تم تقديمه عينيا ؛

-الأرباح : كفيات توزيع الارباح بين صندوق التوظيف الجماعي والمؤسسة المبادرة وكذا كفيات تحمل الخسائر؛

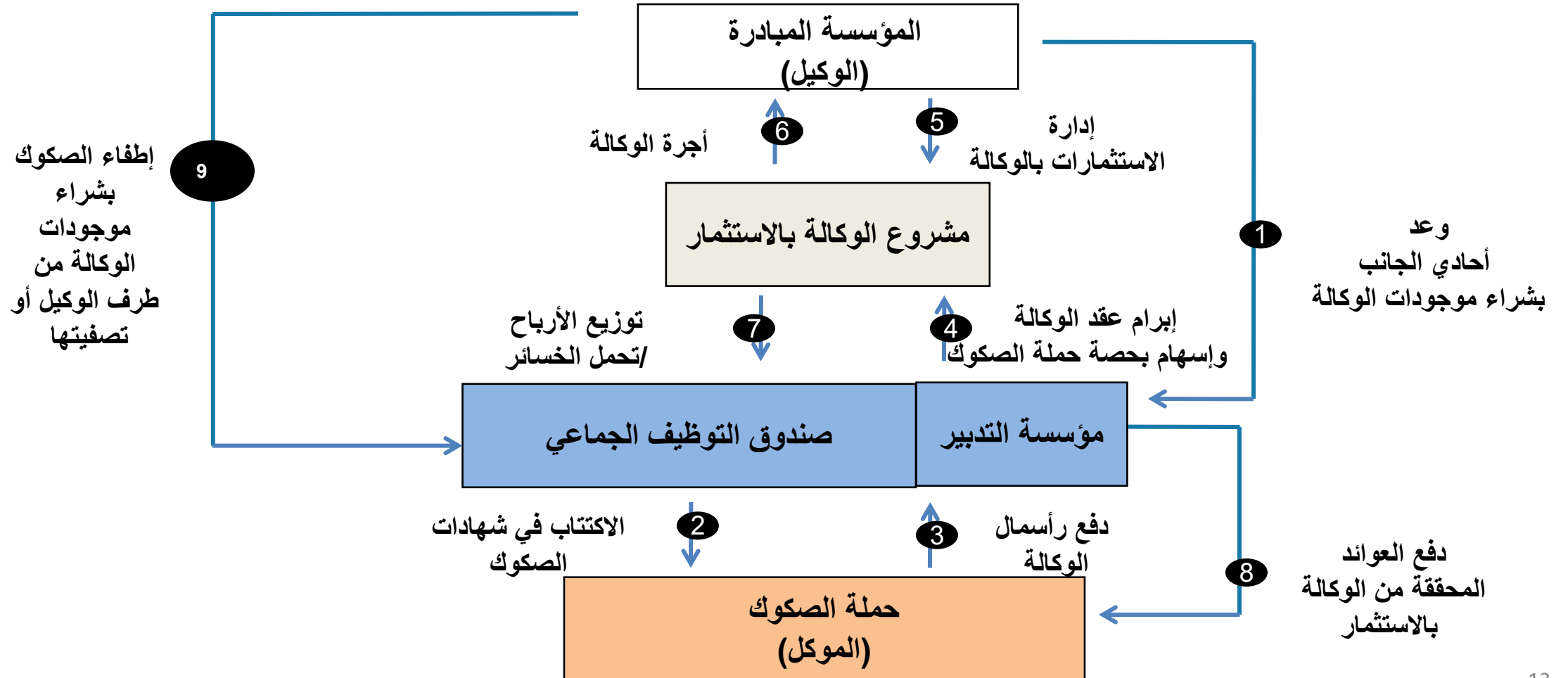
-الاستثمارات : تحديد مسؤولية الأطراف في إنجاز وتسيير الاستثمارات المستهدفة ؛

- تداول صكوك الاستثمار : تحديد بعض المقتضيات فيما يتعلق بتداول صكوك الاستثمار واليات تحديد ثمن تداول الصكوك وكذا نقل ملكيتها بين المستثمرين ؛

- شروط تقديم الضمان : تحديد بعض الشروط فيما يتعلق بتقديم الضمان.

## شهادات صكوك الاستثمار: الوكالة

## مخطط لهيكل نموذجية لشهادات صكوك الوكالة

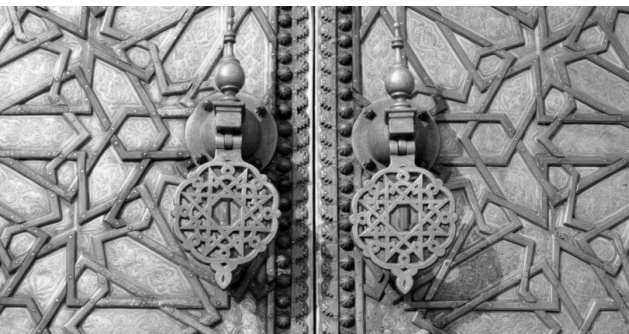


Royaume du Maroc



Ministère de l'Economie et des Finances

DIRECTION DU TRÉSOR  
ET DES FINANCES EXTERIEURES



Mai 2023



DIRECTION DU  
**TRÉSOR**  
ET DES FINANCES EXTERIEURES



## Processus d'autorisation des émissions de certificats de Sukuk

Mai 2023

## Sommaire

1- Contenu du dossier de demande d'autorisation.....	2
2- Etapes de traitement .....	3
3- Suivi post-autorisation.....	6

## Contenu du dossier de demande d'autorisation

Le dossier de demande d'autorisation est composé des principaux documents suivants :

- La demande d'autorisation adressée à l'AMMC ;
- La présentation de l'opération envisagée ;
- Les projets des documents juridiques du FT : **le règlement de gestion, le document d'information**, les différentes conventions (de placement, du dépositaire...), **le document de synthèse de l'opération envisagée, ...** ;
- Les données relatives à/aux l'établissement(s) initiateur(s) : PV du conseil d'administration autorisant l'opération, les statuts, les états de synthèses certifiés des trois derniers exercices, projet d'attestation... ;
- Les données relatives à l'établissement gestionnaire : statuts, projet d'attestation, déclarations et engagements des dirigeants... ;
- Les données relatives à l'établissement dépositaire : présentation, projet d'attestation... ;
- Les données relatives au commissaire aux comptes : attestations et déclaration sur l'honneur ;
- Les données relatives au conseiller juridique : projet d'attestation.

Conformément à l'article 7-3 de la loi relative à la titrisation, dans le cadre de l'instruction de la demande d'autorisation d'une opération d'émission de certificats de Sukuk par un FT, l'AMMC doit soumettre un dossier de demande d'un avis conforme du CSO.

Le processus d'autorisation de FT émetteurs de certificats de Sukuk se déroule comme suit :

### **1. Réception du dossier de demande d'autorisation<sup>(\*)</sup> par l'AMMC et vérification de sa complétude :**

- Etude de la complétude du dossier et transmission de la liste des documents manquants à l'établissement gestionnaire ;
- Réception des documents manquants ;
- Transmission du récépissé de complétude du dossier de demande d'autorisation dûment daté et signé à l'établissement gestionnaire.

*(\*) Demande d'agrément/visa en cas d'APE et demande d'avis en cas de placement privé.*

### 2. Instruction de la demande d'autorisation par l'AMMC :

- Instruction par l'AMMC du dossier de demande d'autorisation. L'instruction porte sur l'ensemble des documents constitutifs du dossier d'autorisation et a pour objectifs de :
  - vérifier la conformité des documents et des informations contenus dans le dossier d'autorisation aux dispositions légales et réglementaires en vigueur ;
  - s'assurer de la conformité de l'opération aux précédents avis conformes du CSO ;
  - vérifier la cohérence des informations contenues dans les différents documents composant le dossier d'autorisation ;
  - analyser les informations contenues dans le dossier d'autorisation en vue de se prononcer sur la recevabilité de la structuration juridique et financière du fonds.
- Echanges avec l'établissement gestionnaire en vue de stabiliser la documentation juridique du FT ;
- Elaboration par l'AMMC d'une fiche de suivi mettant en exergue :
  - les éléments d'instruction du dossier ;
  - la décision de l'AMMC<sup>(\*)</sup> relativement à la conformité du dossier aux dispositions légales et réglementaires.

*(\*) Dans le cas d'une décision défavorable, le dossier est rejeté et l'établissement gestionnaire est notifié du refus d'autorisation. Dans la cas d'une décision favorable, le dossier est transmis au CSO pour demande d'avis conforme.*

### 3. Traitement du dossier de demande d'avis conforme par le CSO :

- Soumission du dossier de demande d'avis conforme au CSO. Le dossier déposé par l'AMMC contient la demande d'avis conforme, le document de synthèse, les projets du règlement de gestion et du document d'information ainsi que la fiche de suivi de la demande d'autorisation ;
- Notification à l'établissement gestionnaire de la réception du dossier de demande d'avis par le CSO;
- Examen par le CSO de la conformité de l'opération aux préceptes de la Charia ;
- Transmission des remarques soulevées par le CSO à l'AMMC qui les adresse à son tour à l'établissement gestionnaire ;
- Tenue de réunions d'échanges et de discussions avec les différentes parties prenantes (CSO, AMMC, initiateur, établissement gestionnaire ...), le cas échéant ;
- Réception de l'avis conforme par le CSO après vérification de la prise en compte des différentes remarques. Cette décision est motivée par l'exposé des éléments et aspects de l'opération dont la conformité aux préceptes de la Charia a été appréciée ;
- Notification à l'établissement gestionnaire de l'avis conforme du CSO et de la décision de l'AMMC.

## Suivi post-autorisation

En cas d'un FT faisant appel public à l'épargne, l'AMMC s'assure de :

- La publication de l'extrait du document d'information sur le site internet de l'établissement gestionnaire ;
- La publication par l'établissement gestionnaire, au plus tard deux jours après l'obtention du visa, d'un communiqué de presse informant sur le visa de l'AMMC et renvoyant vers l'extrait du document d'information publié sur son site internet ;
- La réception, dans le jour suivant la clôture de la période de souscription, d'un fichier définitif consolidant l'intégralité des souscriptions.

Par ailleurs et indépendamment du mode d'émission des certificats de Sukuk, l'AMMC s'assure de la réception du dossier exhaustif post-autorisation devant intégrer :

- Une copie du règlement de gestion, cacheté par l'AMMC, dûment daté et signé par les fondateurs ;
- Une copie de toute publication effectuée, le cas échéant ;
- Une copie des conventions établies avec les intervenants du FT, dûment datées et signées ;
- Tout autre document juridique relatif à la constitution du FT.