

Titrisation Conventionnelle
VS
Titrisation Islamique « Sukukisation »

Conventional Securitization
VS
Islamic securitization « Sukukization »

Kaoutar ESSAF

Doctorante à l'Université Abdelmalek Essaadi

Laboratoire de Recherches et d'Etudes en Finance, Audit et Gestion

E-mail : Kaoutar.essaf@gmail.com

Titrisation Conventiionnelle VS Titrisation Islamique « Sukukisation »

Résumé :

La titrisation, formule moderne et innovante est devenue une technique financière indispensable, aussi bien sur le marché financier conventionnel que sur le marché islamique. La titrisation basée sur les dettes telle qu'elle a été inventée en finance conventionnelle est entachée de vices shariatiques. Pour qu'elle soit une opération licite du point de vue islamique, elle doit obéir à un certain nombre de règles et s'aligner sur les principes fondamentaux de la loi islamique.

Il s'agit dans le cadre de cet article d'analyser la titrisation conventionnelle du point de vue islamique, afin de pouvoir détecter les traits sources de vices shariatiques. Ensuite, la proposition d'alternatives islamiques à la titrisation conventionnelle des dettes permettra de définir les conditions à réunir pour que l'opération de titrisation soit conforme aux préceptes de la shariah.

Mots clés :

Titrisation conventionnelle – Sukukisation – Actifs sous-jacents – Dettes – Sukuk

Abstract :

Securitization, a modern and innovative mechanism, has become an important financial technic in conventional and islamic financial markets. Debt-based securitization as it was invented in conventional finance contain several sharia vices. To be a shariah-compliant operation, securitization must respect some rules and be in line with the fundamental principles of Islamic law.

The purpose of this article is to analyze the conventional securitization from the Islamic point of view, to detect the characteristics origin of Shariatic vices. Then, the presentation of Islamic alternatives to the conventional securitization of debts will contribute to define the conditions to be respected for the securitization operation to comply with the precepts of shariah.

Key words :

Conventional securitization – Sukukization – Underlying assets – Debt - Sukuk

Introduction :

La titrisation est l'un des sujets émergents sur la scène financière contemporaine. Cette opération couramment réalisée par les institutions financières conventionnelles a commencé à être utilisée par leurs corollaires islamiques au début des années 1990. Cette modalité de financement est apparue dans le domaine financier islamique sous l'appellation de « sukukisation ». Cette dernière respecte la shariah et est régit par des normes islamiques. La dénomination « Sukukisation » trouve sa source dans le fait que l'opération est matérialisée par l'émission de produits financiers islamiques appelés « Sukuk », valeurs mobilières considérées comme étant shariah-compatibles.

La titrisation islamique ou sukukisation sont des termes utilisés pour désigner la titrisation dans sa conception islamique qui respecte les principes de la shariah. Mais le concept « Sukuk » est le terme le plus explicite qui exprime avec clarté la notion de la titrisation islamique. Il s'agit de l'exemple type pour comprendre les mécanismes et le processus de titrisation en finance islamique.

Généralement, le terme « titrisation » est utilisé en finance conventionnelle pour désigner une opération qui contient de l'intérêt et du Riba prohibés shariatiquement. Alors que les termes sukukisation ou tout simplement sukuk sont les concepts qui reflètent le plus la conception islamique de la titrisation et qui permettent de distinguer entre titrisation conventionnelle et titrisation islamique.

Dans la perspective d'élucider toute confusion entre la titrisation conventionnelle et la sukukisation, le présent papier de recherche a pour ambition d'apporter des réponses aux questions suivantes : Quels sont les vices shariatiques rendant la titrisation conventionnelle illicite du point de vue islamique ? Et quelles sont les conditions à réunir pour que l'opération de titrisation bénéficie du label shariah-compatible ?

Dans ce cadre, et afin de répondre aux questions précitées, nous commencerons par une analyse de l'opération de titrisation conventionnelle pour pouvoir détecter les traits les rendant illicite aux yeux des scholars et des juristes. Ensuite, l'étude des vices shariatiques entachant la titrisation conventionnelle constituera un soubassement solide et un préliminaire incontournable qui nous permettra de bien expliquer et d'analyser la titrisation islamique appelée également « Sukukisation ».

1. Analyse de la titrisation du point de vue islamique

1.1. Analyse shariatique de la titrisation conventionnelle selon les trois principales méthodes de structuration

La titrisation est une technique financière d'origine Américaine, qui consiste à obtenir un financement en cédant des actifs à une entité ad hoc. En théorie, n'importe quel actif qui génère des flux de trésorerie peut faire l'objet d'une titrisation. Aux États-Unis, premier pays où est apparue la titrisation, trois principales méthodes de titrisation sont apparues successivement. Il s'agit essentiellement du Pass-through, du pay-through et du « Market-value asset-backed bonds »

1.1.1. La méthode « Pass-through »

Considérée comme étant la forme la plus adaptée à la titrisation des créances hypothécaires, cette formule de titrisation, appelée « Pass-through », créée par l'agence fédérale GNMA (Government National Mortgage Association ou Ginnie Mae) en 1970 est la première à être apparue aux États-Unis. Dans le système Pass-through, le prêteur regroupe les créances hypothécaires dans un portefeuille et le transmet à une entité ad hoc qui émettra des titres représentant un droit bénéficiaire indivis. Cette émission ne constitue pas une dette au bilan de l'initiateur mais une cession d'actifs. Les valeurs mobilières émises bénéficient de l'ensemble des flux de remboursement en capital et en intérêts (Granier & Jaffeux, 1997). Autrement dit, lors de l'émission de « Pass-throughs », l'établissement demandeur de fonds vend une partie de ses actifs au trust qui émet en contrepartie des titres appelés « titres Pass-through » représentatifs d'un droit de propriété sur l'actif gagé. Les revenus générés par l'actif gagé sont transférés aux détenteurs des titres au prorata de leurs participations. Les actifs gagés sont généralement assortis de garanties spécifiques en cas de défaillance. Ces dernières prennent soit la forme de lettre de crédit bancaire, soit elles sont constituées par un compte de réserve provenant des cash-flows de l'actif lui-même (Ceresoli & Guillaud, 1992).

Les actifs sécurisés de type Pass-through sont des titres assimilables à des actions (Ceresoli & Guillaud, 1992) et sont les plus conformes à la shariah. Le transfert des actifs du cédant à l'entité de titrisation doit prendre nécessairement la forme d'un transfert réel (Beltas, 2007). Il s'agit du mode de titrisation le plus proche du principe de la titrisation islamique. Il est procédé dans le cadre de cette opération à la répartition de la propriété des actifs objets de la titrisation et leur vente aux investisseurs. Le détenteur du titre devient par conséquent, un associé dans la propriété des actifs et ne reçoit pas un revenu sous forme d'intérêts préalablement déterminés, mais plutôt une rémunération qui se base sur ce que les actifs engendrent en perte ou en profit, c.à.d. les flux générés par les actifs sont la source des flux qui seront payés aux investisseurs. Ce procédé ne déroge pas totalement aux principes des

transactions islamiques surtout si d'autres conditions shariatiques y sont associées (Jobst, 2007)

1.1.2. La méthode « Pay-through »

Cette nouvelle génération de titres est apparue en 1975. Elle consiste à émettre des titres afin de permettre à certains émetteurs de conserver les créances à leur bilan, tout en se refinançant. Les titres Pay-through apparaissent comme des dettes de l'émetteur garanties par une sûreté. Toutefois, dans ce mécanisme, les flux financiers des titres sont liés à ceux des créances sous-jacentes. Le produit du capital et des intérêts reçus des créances est versé directement aux souscripteurs (Granier & Jaffeux, 1997).

A l'opposé des « Pass-through », les « Pay-through » constituent des titres de dette pour l'émetteur (Ceresoli & Guillaud, 1992). Les titres émis selon le mode « Pay-through » représentent des outils d'endettement à honorer par l'émetteur en plus de la réception par les détenteurs des titres d'une partie des bénéfices engendrés par les actifs objets de titrisation. Ce qui les rend incompatibles avec les principes islamiques (Bani Amer, 2008).

1.1.3. La méthode « Market-value asset-backed bonds »

Ce sont des obligations classiques garanties par un actif. Cependant, l'actif gagé présente l'avantage de pouvoir être négocié sur un marché secondaire, ce qui permet une valorisation en continu de cet actif (Ceresoli & Guillaud, 1992).

Dans ce cas, les détenteurs de titres ne bénéficient pas des profits engendrés par les actifs, mais reçoivent des intérêts préalablement déterminés en sus du principal de la dette. Ce qui est assimilé à un crédit avec intérêts prohibé par la loi islamique. De ce fait, ce type de titrisation ne respecte pas les principes de la titrisation islamique (Bani Amer, 2008).

1.2. Analyse de la titrisation conventionnelle selon les étapes du processus de montage de l'opération

L'avis shariatique relatif à l'opération de titrisation nécessite un éclaircissement et une distinction entre deux principales étapes du processus de titrisation, à savoir (Ellahim, 2012) :

- Le transfert des dettes à l'organisme de titrisation (SPV)
- L'émission des titres financiers par le véhicule de titrisation

1.2.1. Avis shariatique relatif au transfert des dettes à l'organisme de titrisation

La transmission des dettes à un organisme de titrisation peut se réaliser selon deux principales options. Elle peut se matérialiser par un transfert total de la propriété des dettes, comme elle peut se limiter à un transfert des créances à titre de nantissement. L'analyse shariatique de ces deux cas de figure que peut prendre l'opération de titrisation constitue une nécessité pour

pouvoir déterminer ou non la validité shariatique de ces opérations, et arrêter en conséquence, les raisons servant de preuve pour justifier l'existence ou l'absence de la conformité de ces opérations avec les principes de la loi islamique.

❖ **Avis relatif au transfert des dettes au véhicule de titrisation à titre de propriété**

C'est une opération de titrisation avec cession parfaite des actifs sous-jacents au véhicule de titrisation. Le portefeuille de créances complètement cédé n'est plus la propriété de l'initiateur de l'opération de titrisation. Les créances sont ainsi retirées de l'actif du bilan de l'initiateur et remplacées par des liquidités. Il s'agit de la structure de base de la titrisation (Laporte, 2005). L'opération de transfert des créances à l'organisme de titrisation à titre de propriété est considérée selon le Fiqh comme étant une vente de dettes à une partie autre que le débiteur, avec une contrepartie de même nature, mais d'une valeur inférieure dans le cas où l'institution initiatrice de l'opération de titrisation ne garantit pas totalement ou partiellement le paiement des dettes par les débiteurs. Alors que dans le cas de garantie du paiement, l'opération de transfert des créances prend la forme d'une opération de vente de dettes avec garantie totale ou partielle de l'initiateur de la solvabilité des débiteurs (Ellahim, 2012).

Suivant la description du fiqh, le transfert des dettes à l'organisme de titrisation à titre de propriété n'est pas valide du point de vue shariatique, et ce, pour trois principales raisons (Ellahim, 2012) :

- C'est une opération entachée de Riba Nassia, prohibée par la loi islamique. Car, l'objet du contrat porte sur des dettes monétaires à honorer par les débiteurs et qui sont vendues avec une contrepartie financière. A souligner que la vente d'une somme d'argent à honorer ultérieurement en contrepartie de la monnaie est illicite qu'elles soient identiques ou de nature différente.
- C'est une transaction entachée de Riba Fadl lorsque la contrepartie financière que l'organisme de titrisation s'engage à payer est de nature similaire aux dettes vendues et transférées faisant l'objet du contrat.
- C'est une opération qui est considérée comme étant une vente de la dette à crédit lorsque la totalité ou une partie de la contrepartie monétaire du transfert de dettes est différée dans le temps. La vente de la dette à crédit, qui est généralement l'une des caractéristiques de l'opération de titrisation est prohibée par la shariah à l'unanimité des juristes.

Il ressort de ce qui précède que le contrat de transfert de la propriété des dettes à une structure spécifique dans le cadre de l'opération de titrisation ne diffère guère du crédit usurier

classique prohibé par la shariah. L'invalidité shariatique de ce contrat réside dans le fait que dans une opération de crédit conventionnel avec intérêt, une partie emprunte une somme d'argent et s'engage à rembourser une dette d'un montant qui lui est supérieur. Alors que pour ce qui est de l'opération de titrisation, l'initiateur bénéficie d'un montant inférieur à la valeur de la dette vendue. Le principal élément commun et décisif entre le crédit classique conventionnel et la titrisation et qui constitue l'essence même des deux contrats est que le montant reçu est inférieur à celui payé ultérieurement (Ellahim, 2012).

❖ **Avis shariatique relatif au transfert des dettes à l'organisme de titrisation à titre de nantissement**

C'est une opération de titrisation par laquelle les créances, qui restent toujours la propriété de l'initiateur, sont transférées à titre de garantie à l'organisme de titrisation. Ce dernier émet en contrepartie des obligations garanties par des créances représentant une sureté aux détenteurs d'obligations. Les scholars et les fuqahas ne sont pas unanimes quant à la validité shariatique du nantissement de la dette, leurs avis se sont scindés en trois tendances : La première tolère le nantissement de la dette, la deuxième permet le nantissement de la dette uniquement au débiteur, alors que la troisième catégorie rejette catégoriquement l'option de nantissement de la dette (Ellahim, 2012). Ces trois tendances fiqhiques constituent les principales sources de divergence des avis shariatiques relatifs à la validité et la conformité des sukuk émis en Malaisie et aux pays du golfe.

1.2.2. L'émission des titres financiers par le véhicule de titrisation

La titrisation conventionnelle est la transformation de dettes en titres financiers (obligations) négociables de valeurs égales. Les obligations représentent des dettes à intérêt à payer par leur émetteur au profit de leurs détenteurs. L'émission et la négociation de ces obligations sont prohibées par la shariah (Symposium du Fiqh Islamique). De ce fait, les titres financiers émis par l'organisme de titrisation qui prennent généralement la forme d'obligations sont catégoriquement prohibés du point de vue islamique à l'unanimité des jurisconsultes.

1.3. Avis des jurisconsultes concernant la validité shariatique de l'opération de titrisation conventionnelle

1.3.1. Avis des jurisconsultes relatifs à la réalité shariatique de l'opération de titrisation conventionnelle

La titrisation des dettes est basée sur la vente de la dette à une partie autre que le débiteur en contrepartie d'une valeur inférieure à sa valeur nominale et avant maturité. Cette opération est prohibée par la shariah en raison de sa nature usurière. Pour que la titrisation ne soit pas

illicite et devienne une opération conforme aux normes islamiques, elle doit observer obligatoirement deux principaux critères. En premier lieu, l'objet de la vente doit être un actif, autre que les dettes, dont la vente est permise par la shariah. En second lieu, il va falloir que l'actif soit générateur de flux financiers ou cash-flows. Dans ce cadre et dans le cas de l'existence d'un immeuble générateur de flux financiers, il est possible d'émettre des sukuk basés sur ces cash-flows. Chaque sak représente une part indivise dans la propriété de l'immeuble et non une part indivise dans les dettes d'autrui. De ce fait, la sukukisation engendre le transfert de la propriété de l'actif générateur de cash-flows aux détenteurs de sukuk et par conséquent le transfert de la propriété desdits cash-flows (Malayka, 2002).

Il importe de souligner qu'elle est illicite selon la shariah, la vente de la créance par une partie autre que le débiteur en contrepartie de monnaie au comptant qu'elle soit de même nature ou de nature différente, parce que ça relève du Riba. De même, sa vente à crédit en monnaie de nature similaire ou différente n'est pas valide du point de vue islamique, car cette opération est classée sous la catégorie de la vente d'une créance contre une dette prohibée par la loi islamique. Cet avis shariatique s'applique également aussi bien dans le cas où la créance est née suite à un crédit ou suite à une vente à terme (Symposium du Fiqh Islamique).

Les juriconsultes sont unanimes quant à la prohibition catégorique de la shariah de la titrisation des actifs financiers prenant la forme de crédits classiques à intérêts octroyés à des tiers, jugeant que cette opération est entachée de Riba. Toutefois, il est à signaler la persistance de points de divergence des avis des scholars quant à la validité shariatique de la titrisation d'actifs financiers représentatifs de crédits basés sur des formules de financement islamiques telle que la Murabaha (Abdelaziz Zity). Ainsi, le comité du conseil shariatique Malaisien a publié une résolution tolérant du point de vue shariatique la vente de la dette et par conséquent sa titrisation. Mais la majorité des fuqahas contemporains continuent à considérer illicite ce type d'opérations.

De ce fait, la titrisation en sa version conventionnelle couramment connue et pratiquée par les institutions financières conventionnelles n'est pas valide du point de vue islamique, puisqu'elle est entachée de plusieurs vices shariatiques, la rendant incompatible avec les principes de l'Islam qui doivent constituer l'épine dorsale et la ligne directrice de toutes les transactions financières islamiques.

Partant du constat que l'opération de titrisation est classée dans la catégorie de la vente de la dette par une partie autre que le débiteur (Vente au comptant d'une dette différée à une partie

autre que le débiteur), les avis des fuquahas concernant l'opération de titrisation ont divergé et se sont scindés en trois courants différents (Mahmoud Hanafy, 2014) :

- Le premier courant catégoriquement contre la validité shariatique de la vente de la dette différée, à une partie autre que le débiteur, avec règlement immédiat. Les scholars ayant prohibé ce type d'opérations ont justifié leurs avis par l'absence de la principale condition de la vente qui est la capacité de livraison. Car, dans le cas de la vente de la dette, le vendeur vend ce qui n'est pas à sa disposition ou en sa possession et ce dont il n'a pas l'autorité d'en jouir du point de vue shariatique. Il s'agit en réalité de la vente de la monnaie avec incapacité de sa livraison. De plus, le débiteur peut pour une raison ou une autre suspendre le paiement ou s'abstenir au remboursement. Ce qui est considéré comme étant du gharar (Mahmoud Hanafy, 2014).
- Le deuxième courant insiste sur la distinction entre la dette Salam et les autres types de dettes. Ce groupe avance que :
 - Pour ce qui est de la dette Salam, sa vente est permise du point de vue shariatique par une personne autre que le débiteur avec une contrepartie de nature différente s'il ne s'agit pas de nourriture (Pour qu'elle ne rentre pas dans la vente de la nourriture avant sa réception prohibée par la loi islamique). Dans ce cas, la rapidité et l'instantanéité de l'échange sont exigées pour que l'opération ne soit pas considérée comme une vente de créance à crédit. Pour ce courant, il n'y a pas de vice shariatique quant à la réalisation de la vente à un prix équivalent, supérieur ou inférieur à la valeur de la dette Salam (Mahmoud Hanafy, 2014).
 - Concernant les autres types de dettes, leur vente par une partie autre que le débiteur au comptant avec une contrepartie de nature différente est permise du point de vue shariatique s'il ne s'agit pas de nourriture, à condition que la vente ne soit pas une vente de l'or en contrepartie de l'argent métal ou l'inverse. L'échange immédiat et concomitant est l'une des conditions exigées pour que la vente soit shariatiquement valide.

Par ailleurs, la vente peut être réalisée avec une contrepartie de nature similaire qui lui est équivalente à condition qu'elle soit un actif tangible et non de la monnaie. Les juristes ayant permis ce type de transactions se sont basés sur le postulat stipulant que cette opération est considérée comme étant un règlement de la dette et non une vente de la dette. La monnaie ne peut être vendue en contrepartie de monnaie de même nature du fait que ça relève du Riba (Mahmoud Hanafy, 2014).

Les scholars posent comme conditions pour que la vente de la dette par une personne autre que le débiteur soit valide du point de vue islamique, que le débiteur soit présent au pays, lieu de la vente, et qu'il confirme qu'il a une dette à honorer. L'absence d'hostilités et de conflits entre le débiteur et l'acheteur et l'absence de l'intention de ce dernier à faire du tort au débiteur sont également des conditions soutenant la validité de cette opération (Mahmoud Hanafy, 2014).

- Le troisième courant autorise du point de vue shariatique la vente de la dette différée à un prix spot à une partie autre que le débiteur, qu'il s'agisse de dette Salam ou autre à condition qu'elle ne soit pas entachée de Riba (Mahmoud Hanafy, 2014).

1.3.2. Avis shariatiques des juriconsultes relatifs à la titrisation conventionnelle selon le type de l'endettement

L'étude des avis shariatiques relatifs à la titrisation selon le fiqh nous conduit au traitement et à l'analyse de l'opération de titrisation sous deux volets différents du fait de l'existence de dispositions shariatiques spécifiques pour chaque type. Après avoir exposé et expliqué les principaux avis des fuqahas concernant la vente de la dette différée à une partie autre que le débiteur, la titrisation peut être classée en deux grandes catégories selon le type de l'endettement : La titrisation de la dette monétaire et la titrisation de la dette de marchandises.

❖ La titrisation de la dette monétaire (Titrisation des actifs financiers)

➤ Cas de la prohibition shariatique de la titrisation de la dette monétaire

Dans le cas de l'existence d'une dette fixe à payer ultérieurement en monnaie, les fuqahas sont unanimes quant à l'invalidité shariatique de la titrisation de ce type de dettes. Leur circulation sur le marché secondaire est également prohibée, qu'il s'agisse de vente avec de l'argent spot de même nature, puisque cette opération est assimilée à la remise à l'escompte des traites entachée du Riba Al Fadl et Riba Nassia. Ou bien qu'il s'agisse de la vente avec règlement immédiat en monnaies de natures différentes car c'est du Riba Nassia (Mahmoud Hanafy, 2014). De ce fait, la titrisation de la dette Murabaha est invalide du point de vue islamique. Aucune transaction ne peut être réalisée sur ce type de dettes, que ce soit sur le marché secondaire ou par vente directe à un prix qui lui est inférieur, comme ce qui se passe dans le cadre des opérations de titrisation des dettes sur le marché financier conventionnel, car ça constitue du Riba avec unanimité des oulémas (Abdessamia Ibrahim, 2012).

➤ **Cas de la validité shariatique de la titrisation de la dette monétaire**

*** Conditions de validité de la titrisation de la dette monétaire :**

Le fait que la titrisation de la dette monétaire n'est pas valable shariatiquement ne signifie pas le rejet catégorique de l'idée. Cette opération pourrait être licite si le concept de la titrisation conventionnelle est développé en fixant des restrictions et des limites shariatiques pour pouvoir arriver à une forme de titrisation qui respecte les préceptes de la loi islamique. Selon certains scholars, la titrisation de la dette monétaire en cas de son adaptation aux normes shariatiques, serait licite du point de vue islamique. La justification de leur avis trouve sa source dans la possibilité de la titrisation de la dette monétaire à payer ultérieurement sur la base de l'exclusivité d'échange aux offres commerciales c.à.d. si la contrepartie prend la forme de marchandises tangibles présentes dont la valeur est connue et déterminée (Abdessamia Ibrahim, 2012).

*** Exemple de la titrisation de la dette monétaire valide du point de vue islamique (Symposium du Fiqh Islamique):**

La banque islamique peut acheter à titre d'exemple 1000 voitures au comptant, puis elle les revend à ses clients à crédit. La titrisation de ce type de dettes n'est entachée d'aucun vice la rendant incompatible à la shariah. La banque peut acheter au moyen du montant collecté de la souscription dans les sukuk les représentant une autre quantité de voitures. Après, elle peut les vendre à un prix dont le paiement va intervenir dans le futur. Par la suite, la banque peut procéder à la titrisation de la valeur des voitures acquises et achète avec le produit de la vente d'autres marchandises. Par conséquent, les dettes monétaires différées ne seront pas gelées durant la période séparant la date de survenance de la dette et sa date de maturité. En procédant à cette opération, les dettes monétaires se transforment à ce qui est assimilé aux liquidités en prenant la forme du prix d'une marchandise tangible existante.

*** Titrisation de la dette monétaire dans le cadre des Sukuk Mudaraba :**

Deux principales situations peuvent exister dans le cas où la dette monétaire constitue l'une des composantes des actifs sous-jacents aux sukuk Mudaraba :

- **Situation 1 :** Lorsque l'assiette de la Mudaraba est constituée seulement de dettes Murabaha, la titrisation desdites dettes est illicite du point de vue shariatique, car cette opération est entachée du Riba à l'unanimité des scholars (Abdessamia Ibrahim, 2012).

- **Situation 2** : Lorsque les actifs constitutifs de l'assiette de la Mudaraba sont à la fois des marchandises tangibles, usufruit, ainsi que des dettes Murabaha, nous pouvons distinguer entre deux cas de figure (Abdessamia Ibrahim, 2012) :
 - La valeur des actifs tangibles et usufruits dépasse celle des dettes : Dans ce cas, les actifs peuvent faire l'objet de titrisation du point de vue islamique. Les titres représentant cette catégorie d'actifs peuvent shariatiquement faire l'objet de vente en contrepartie de monnaie au comptant d'un montant qui peut être inférieur, supérieur ou égal à sa valeur de marché. A souligner l'inexistence d'entrave shariatique prohibant l'achat d'un nouvel associé de la part d'un ancien (C'est le principe de l'accessoire qui suit le principal comme stipulé dans les règles du fiqh).
 - La valeur des dettes dépasse celle des actifs tangibles et usufruits : Dans ce cas, la titrisation est illicite et n'est pas permise par la shariah.

❖ **La titrisation de la dette de marchandises**

Est permise par la loi islamique, la vente de la dette monétaire à payer ultérieurement à une partie autre que le débiteur, en contrepartie d'une marchandise existante s'il n'y a pas de risque relatif à l'incapacité d'honorer la dette à maturité (Absence du gharar relatif à l'incapacité de délivrance de la dette) (Mahmoud Hanafy, 2014). Cette opération est valide à condition du respect des normes shariatiques.

Les fuqahas sont unanimes quant à la validité shariatique de la titrisation de la dette représentant des marchandises. Pour ce qui est des sukuk Mudaraba, lorsque les actifs de l'assiette Mudaraba sont des marchandises tangibles, les fuqahas sont unanimes quant à la validité du point de vue islamique de la vente des sukuk les représentant en monnaie au comptant d'une valeur inférieure, égale ou supérieure à la valeur des marchandises.

2. La titrisation islamique ou la « Sukukisation »

2.1. Les alternatives islamiques de la titrisation conventionnelle des dettes

Au début de son invention, l'opération de titrisation a été utilisée par les établissements de crédit dans le but de refinancer une partie de leurs encours, c'est-à-dire de transformer en titres négociables des prêts à la clientèle. Les encours peuvent prendre la forme de crédits immobiliers ou à la consommation, mais aussi des prêts immatériels comme les encours de cartes de crédit (Vernimmen, 2009). Autrement dit, la titrisation est souvent présentée comme étant « La monétisation des actifs financiers », ces actifs peuvent être de court, moyen et long terme (Beltas, 2007).

La définition de la titrisation conventionnelle se focalise et se concentre clairement sur la transformation des dettes bancaires en liquidités à travers leur transformation en obligations, puis les présenter pour souscription par l'intermédiaire d'une société spécialisée (Special purpose vehicle : SPV).

Malgré le rapprochement général des concepts, la sukukisation appelée dans le langage courant titrisation islamique n'est pas similaire ni équivalente à la titrisation classique, telle qu'elle est connue en finance conventionnelle. La sukukisation fait référence aux sukuk islamiques d'investissement définis par l'AAOIFI comme étant des certificats de valeurs équivalentes représentant des parts indivises (Alsayed, 2010). Certes, elles n'existent pas d'alternatives islamiques offertes pour la titrisation conventionnelle qui permettent d'atteindre le résultat de la titrisation qu'est la transformation des créances non liquides en titres financiers négociables sur les marchés des titres financiers. Mais les institutions financières islamiques offrent des alternatives islamiques qui respectent quelques aspects et qui réalisent certains objectifs de base qui ont été à la source de l'invention de l'opération de titrisation (Ellahim, 2012).

En conséquence, il n'y a pas d'alternative islamique similaire à 100% à la titrisation comme elle a été inventée dans ses débuts et qui réalise les mêmes objectifs de base de la titrisation conventionnelle. Il s'agit juste d'une inspiration de quelques étapes et bases de l'opération.

Ces alternatives ne sont pas les sukuk Muqarada ou autres types de sukuk. Ce sont des alternatives à la titrisation procurant de la liquidité par la vente d'actifs (créances) ou désengagement de dettes. Ce n'est pas une émission de sukuk tendant à réaliser un projet comme c'est le cas pour les actions et les obligations. Il s'agit de l'étude des alternatives à la titrisation des dettes en tant que mécanisme de financement permettant de disposer de liquidités immédiates en tirant profit des dettes envers les tiers. Trois principales alternatives islamiques de la titrisation conventionnelle sont à évoquer :

2.1.1. Première alternative (Ellahim, 2012)

La première alternative à la titrisation est la vente d'actifs pour se procurer de la liquidité par un organisme exprimant un besoin de fonds. L'institution qui a l'intention de se refinancer vend certains de ses actifs qui peuvent être composés d'actifs tangibles ou usufruits ou encore les deux, en plus bien évidemment des dettes si elles existent, à une institution financière ou à un fonds d'investissement en contrepartie de la réception immédiate d'un montant représentant leur valeur. Cette opération est conditionnée d'une part, par le non dépassement de la part des dettes de celle des actifs tangibles et usufruits, et d'autre part, par la justification

de l'existence des dettes de façon accessoire. Cette opération peut prendre fin à ce stade. Toutefois, l'institution financière qui a acheté les actifs pourrait par la suite émettre des sukuk les représentant qui constituent des parts indivises dans un portefeuille de titres et les vendre aux investisseurs. Selon leurs types, les sukuk émis peuvent être négociables sur le marché financier secondaire.

En outre, il est permis que l'institution en quête de financement se charge elle-même de la réalisation de l'opération sans passer par l'intermédiaire d'une autre institution c.à.d. sans passer par un véhicule de titrisation. Dans ce cas, l'institution procède à l'émission des sukuk représentatifs de parts dans ses propriétés en actifs tangibles, usufruits et dettes en cas de leur existence.

Le point de convergence entre cette alternative et la titrisation des dettes dans le modèle conventionnel, réside dans la possibilité de se procurer de liquidités en bénéficiant des actifs productifs en propriété et en possession de l'institution, comme c'est le cas des dettes. Mais cette alternative ne peut être utilisée dans toutes les situations et ne peut réaliser tous les objectifs escomptés par l'opération de titrisation des dettes, en particulier, le désengagement des risques des dettes, des charges et allocations.

2.1.2. Deuxième alternative (Ellahim, 2012)

L'organisme qui exprime un besoin de liquidités peut accéder à l'une des modalités islamiques prenant la forme de Qard Hassan (Crédit sans intérêt) ou une vente à crédit, ou encore par le biais d'un contrat Murabaha, Salam, Istisnaâ, Mudaraba ou autres. Dans ce cas, l'institution bénéficiaire du financement est appelée à donner comme garantie ses créances qu'elle a envers les tiers. Cette alternative ne peut réaliser l'objectif le plus important de la titrisation qui est le transfert des risques des dettes.

2.1.3. Troisième alternative (Ellahim, 2012)

La troisième alternative islamique à la titrisation constitue la formule la plus importante et la plus proche de la conception du mécanisme de titrisation dans le modèle conventionnel, et ce, en dépit de l'existence de divergence d'avis des juristes quant à la validité shariatique de ce modèle. Au titre de cette alternative, l'organisme vend ses dettes à une institution financière en contrepartie de marchandises non financières, qui ne prennent pas la forme de monnaie qu'elle reçoit immédiatement. De cette façon, elle réalise son objectif qui consiste à accéder à des liquidités, tout en transférant les risques relatifs aux dettes vendues à l'institution financière qui réalise elle-même des bénéfices suite à l'achat des dites dettes.

Il est possible également d'émettre des sukuk représentant lesdites dettes qui font l'objet de souscription du public. Une institution financière se charge de la constitution d'un portefeuille dans une perspective d'achat des dettes, par la suite, elle émet les sukuk y afférents pour souscription. L'argent collecté des souscripteurs sera destiné à l'achat de la marchandise désirée qui sera échangée en contrepartie des dettes. Pour la concrétisation de cette opération, les sukuk passent par 3 étapes différentes :

Première étape : Avant l'achat des marchandises, le sak représente la part de son détenteur dans l'argent disponible dans le portefeuille.

Deuxième étape : Après l'achat de la marchandise et avant son échange en contrepartie des dettes, durant cette période le Sak représente la part de son détenteur dans la marchandise achetée.

Troisième étape : Après l'échange de la marchandise en contrepartie des dettes, le sak représente la part indivise de son détenteur dans les dettes objet du portefeuille.

Cette troisième alternative est celle qui réalise le plus les objectifs attendus de l'opération de titrisation. Néanmoins, le type de sukuk issu de cette opération ne peut faire l'objet de circulation sur le marché financier secondaire.

2.2. Définitions et types de la titrisation islamique « Sukukisation »

2.2.1. Définitions de la titrisation islamique « sukukisation »

Selon le Conseil des Services Financiers Islamiques (IFSB-7, 2009), la sukukisation est l'ensemble des procédures d'émission des sukuk qui passe par les étapes suivantes :

- La constitution d'actifs : Pour le financement conventionnel, les actifs prennent généralement la forme de crédits ou de créances. Alors que pour le financement islamique les actifs faisant l'objet de sukukisation doivent être conformes aux normes et principes de la shariah .
- Le transfert de la propriété des actifs à la SPV qui agit en qualité d'émetteur en transformant les actifs en titres financiers (Sukuk).
- L'émission des titres financiers (Sukuk) à l'intention des investisseurs.

La sukukisation est l'émission de documents ou certificats financiers de valeurs égales, qui représentent des parts indivises dans la propriété d'actifs (Actifs tangibles, usufruits, droits ou un mélange d'actifs tangibles, d'usufruits, de monnaie et de dettes) existants, ou qui vont être constitués par le biais du résultat de la souscription. Ces titres sont émis conformément à un acte shariatique et sont soumis à ses normes et dispositions (Symposium du Fiqh Islamique). Selon Hakim Baradia, la sukukisation est un mécanisme financier contemporain, basé sur le

transfert par l'intermédiaire d'une institution financière, d'actifs non liquides pouvant faire l'objet de sukukisation selon les normes de la shariah, en les rendant des titres financiers (Sukuk) négociables dans l'objectif de la réduction des risques et de la garantie de cash flows continus.

De ce fait, la sukukisation ou la titrisation islamique est valide du point de vue shariatique. Elle consiste en la transformation d'actifs tangibles ou usufruités en sukuk négociables, dans le respect de certaines procédures et restrictions veillant à la réalisation des prescriptions et directives shariatiques. La titrisation islamique est conditionnée par la propriété de l'investisseur des actifs générateurs des revenus et qui constituent le rendement du sak. Il existe plusieurs types de sukuk tels que sukuk Ijara, Salam, Mudaraba. A souligner que lors d'une opération de sukukisation, diverses parties interviennent pour veiller à la protection des droits des détenteurs de sukuk et assurer le bon déroulement des opérations de négociation des titres (Abdelfatah & Hussein, 2010).

Le noyau dur de l'opération de sukukisation est le respect des normes shariatiques. Dans le cadre de l'opération de titrisation islamique, les investisseurs possèdent des actifs générateurs de profits. Ces derniers trouvent leurs sources dans les cash-flows générés par des actifs réels. En outre, les investisseurs dans le cadre de l'opération de titrisation sont confrontés et supportent les risques auxquels sont exposés les actifs générateurs de rendement. Toutes ces caractéristiques de l'opération de titrisation sont des conditions fondamentales que nécessite le système financier conforme à la shariah (Abdelfatah & Hussein, 2010).

De ce qui précède, nous constatons qu'il n'y a pas de vice shariatique concernant la sukukisation des actifs. Car, après l'achat des sukuk, leurs détenteurs deviennent les propriétaires des actifs sous-jacents, après paiement de leur valeur pécuniaire. Ils deviennent normalement les bénéficiaires des rendements générés par leurs propriétés de façon légale. Les détenteurs de sukuk disposent également d'un droit de jouissance sur les sukuk, leur permettant de les vendre et de les acheter sur le marché des titres financiers et autres, puisqu'il s'agit d'une vente de la part de propriété dans les actifs titrisés quel que soit le niveau de fluctuation de leurs prix. C'est une opération assimilée à la vente par une personne d'une marchandise dont il est propriétaire (Echarif, 2002).

2.2.2. Types de la titrisation islamique « Sukukisation »

❖ Premier type de classification :

Dans le cadre d'une première classification des types de sukukisation, il y a lieu de faire la distinction entre deux principaux types, à savoir la sukukisation simple et la sukukisation structurée :

- La sukukisation simple constitue un moyen pour se procurer de liquidités sur le marché financier, par le biais d'émission de sukuk, dans l'optique de la collecte d'argent pour le financement de projets.
- La sukukisation structurée est l'opération selon laquelle l'émission de sukuk porte sur une assiette comportant des actifs conformes à la shariah, dont la propriété est transférée de l'initiateur au véhicule de titrisation, émetteur de sukuk (Baradiya, 2011).

❖ Deuxième type de classification :

Selon une deuxième classification des types de sukukisation, deux principaux types existent :

➤ Sukukisation des actifs

Une institution propriétaire d'actifs générateurs de revenus (Actifs Ijara, Musharaka ou Mudaraba), procède elle-même ou en faisant recours à une société de sukukisation à la transformation de la valeur desdits actifs en Sukuk. Par la suite, les sukuk sont mis en vente aux partenaires de l'institution ou font l'objet de présentation pour souscription au public, afin de collecter la valeur y afférente. Ainsi, les détenteurs des sukuk deviennent les propriétaires des actifs ayant fait l'objet de sukukisation et bénéficient, en conséquence, du rendement engendré par les sukuk en sus de leur droit de réaliser des transactions d'achats et de vente sur lesdits titres. Le rôle de l'institution se limite donc à la gestion de l'opération en contrepartie d'une commission déterminée de concert entre les parties intervenantes dans l'opération de sukukisation (Baradiya, 2011).

➤ Sukukisation de la valeur de la marchandise commandée

La banque islamique reçoit des commandes de la part de ses clients ayant pour objet l'achat d'une marchandise par le mode de financement Murabaha. Si le prix de ladite marchandise est élevé et si la banque ne dispose pas des fonds suffisants pour les acheter, elle a la possibilité de financer cette opération en faisant recours à la sukukisation. Dans le cas de ce type d'opération de sukukisation, la banque islamique procède à la répartition du montant désiré pour le financement de l'opération en parts représentatives des sukuk Murabaha. Après l'expiration du délai de souscription, la banque achète au comptant, par mandat des détenteurs

des sukuk, la marchandise désirée au moyen du montant collecté de la souscription. Par la suite, la banque vend à son client cette marchandise sur la base d'un contrat Murabaha à crédit à un montant supérieur au prix d'achat. Ce dernier devient alors débiteur d'un montant précis à payer ultérieurement. Ce montant est constitué du prix initial d'achat de la marchandise en plus de la marge bénéficiaire de la banque, suite à la réalisation de l'opération de vente Murabaha. La banque reçoit une commission en contrepartie de la gestion, de la réalisation et du montage de l'opération, comme elle peut acheter un certain nombre de sukuk. Ce type de sukuk appelés « sukuk Murabaha » ne sont pas négociables sur le marché secondaire, car ils représentent des dettes. La vente de la dette à une partie autre que le débiteur en shariah doit obéir à des normes qui interdisent les détenteurs de sukuk de bénéficier des profits de l'opération de circulation (Chadly).

2.3. Convergences et divergences entre la titrisation conventionnelle et la titrisation islamique « Sukukisation »

2.3.1. Points de convergence entre la titrisation conventionnelle et la titrisation islamique « Sukukisation »

Bien que la titrisation conventionnelle et la titrisation islamique se basent sur deux soubassements catégoriquement différents, plusieurs points communs réunissent ces deux types de techniques financières. Il s'agit principalement de :

- La répartition du capital (Actifs) en parts égales, puis l'émission de titres négociables sur le marché financier les représentants sont les principales caractéristiques communes aux opérations de titrisation conventionnelle et islamique. De ce fait, la sukukisation, régit par des normes islamiques, ne diffère pas de la titrisation conventionnelle au niveau du processus général du montage et de la réalisation de l'opération (Bani Amer, 2008). La structure de la titrisation selon la conception islamique ne diffère pas de celle utilisée en finance conventionnelle et les acteurs intervenant dans le cadre de l'opération sont pratiquement les mêmes (Beltas, 2007).
- L'objectif essentiel de l'opération de titrisation ou de sukukisation est le même. Il s'agit d'une part, d'outils permettant aux institutions de se procurer de liquidités, et constituent d'autre part, un outil d'investissement pour les détenteurs de sukuk (Omar Abdelhalim).
- L'existence d'une similitude des étapes de réalisation des deux types d'opérations à savoir la sukukisation et la titrisation. Les deux opérations commencent par l'existence d'actifs titrisables, leur transfert à la société ad-hoc, suivie de l'émission de titres ou

de sukuk, puis la réception des souscriptions dans lesdits titres, la distribution du rendement et enfin l'extinction (Omar Abdelhalim).

2.3.2. Points de divergence entre la titrisation conventionnelle et la titrisation islamique « Sukukisation »

❖ Nature des actifs objets de la titrisation :

L'opération de titrisation en finance conventionnelle se base essentiellement et dans la majorité des cas sur la titrisation des créances, raison principale pour laquelle la titrisation a été inventée. Par contre, la titrisation islamique, technique de récente création, ne porte en principe sur les dettes que pour des cas restreints tolérés par certains scholars qui autorisent la réalisation de telles opérations sous conditions. Concernant les actifs faisant l'objet de titrisation, ils doivent être shariah-compliant pour le cas de la sukukisation, ce qui n'est pas exigé pour la titrisation conventionnelle (Arsalan, 2004). Autrement dit, la titrisation conventionnelle porte dans la majorité des cas sur les crédits hypothécaires, les crédits de voitures, les cartes de crédit et autres. Tandis que pour ce qui est de sa version islamique qui est la sukukisation, celle-ci porte sur des actifs tangibles, usufruits ou bien les deux dans le cadre d'un contrat shariatique, basé sur l'une des modalités de financement islamique, tels que la Musharaka, la Mudaraba, l'Ijara et autres. Les dettes ne peuvent faire l'objet de titrisation en finance islamique que dans une marge de manœuvre très restreinte permise par une minorité de juristes qui tolèrent ce type d'opérations sous conditions. Les actifs objets de la titrisation dans les institutions financières islamiques sont caractérisés par leur conformité aux normes shariatiques islamiques. De ce fait, les institutions financières islamiques doivent s'assurer que les actifs sont shariah-compliant (Baradiya, 2011).

❖ Le rehaussement de crédit

Le rehaussement de crédit est une technique indispensable lors d'un montage type de titrisation conventionnelle, par laquelle un établissement financier spécialisé (Rehausseur de crédit) apporte sa garantie à un organisme qui émet des emprunts sur les marchés financiers. C'est une opération qui consiste à sécuriser et à protéger les titres émis par le véhicule de titrisation d'une possible sous-performance du sous-jacent (CDVM, 2011).

Le rehaussement de crédit constitue la principale composante de l'opération de titrisation conventionnelle et ce, du fait que cette transaction qui constitue dans la majorité des cas une opération de transmission d'un portefeuille de créances de l'initiateur aux nouveaux investisseurs porteurs de titres représentatifs desdites créances. Les nouveaux détenteurs des titres ont besoin de garanties nécessaires et suffisantes en contrepartie des crédits octroyés.

Concernant la titrisation islamique, celle-ci ne constitue pas une relation d'endettement, mais une opération de participation dans les actifs basée sur le principe de partage des pertes et des profits. De ce fait, les mesures de rehaussement de crédit n'y sont pas nécessaires. Néanmoins, les détenteurs des sukuk et autres parties intervenantes dans l'opération peuvent faire recours à une assurance pour se prémunir contre certains risques. Dans ce cas, une partie des bénéfices peut être prélevée pour le règlement des polices d'assurance (Abdi Dualeh, 1998).

❖ **La circulation et la négociabilité des titres**

Tous les types d'actifs peuvent faire l'objet de titrisation conventionnelle. Alors qu'au niveau de la titrisation islamique, pour que l'opération soit conforme aux préceptes de la shariah, elle est encadrée par un certain nombre de conditions auxquelles doivent être soumis les actifs faisant l'objet de titrisation (Bani Amer). Pour s'assurer de la validité shariatique de la circulation des titres par voie de titrisation islamique, il faudrait préalablement et nécessairement inventorier, décrire et connaître les actifs représentés par les titres, même si les actifs sont shariah-compliant. Par contre, dans le cadre de la titrisation conventionnelle, tous les types de titres sont librement négociables, quelle que soit la nature des actifs sous-jacents, puisque la considération shariatique n'est pas prise en considération.

Conclusion :

La titrisation est l'une des techniques innovantes et originales, qui depuis son apparition et son invention dans le domaine de la finance conventionnelle a apporté une solution aux pénuries de liquidités et continue à constituer de plus en plus une source de financement très répandue au niveau international. L'originalité de cette technique ainsi que son fort potentiel de drainer les capitaux a poussé également les institutions financières islamiques à y recourir, en apportant bien évidemment, les modifications nécessaires pour qu'elle soit conforme aux préceptes de la shariah.

L'analyse des traits distinctifs de la titrisation islamique ,appelée sukukisation en la mettant en relation avec la titrisation conventionnelle telle qu'elle est pratiquée sur les marchés financiers a permis d'enlever toute ambiguïté entourant cette technique financière support des émissions de sukuk.

Bibliographie :

- A.Jobst, A. (2007) The Economics of Islamic Finance and Securitization, International Monetary Fund (IMF) Working Paper
- Arsalan T. (2004), Managing financial risks of sukuk structures, A dissertation submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004
- Alsayyed, N. (2010), Sukukization : Islamic Economic Risk Factors in Shariah view, MPA (Munich Personal RePEc Archive) Paper N°20489, February 2010
- Abdi Dualeh, S. (1998), Islamic securitisation. This is adapted and updated from a paper given at the Noga Hilton, Geneva for the world conference on islamic banking
- BELTAS, A. (2007) La titrisation (Instrument efficace de pour la gestion du risque du crédit bancaire), Maison d'édition LEGENDE, 2007
- Conseil déontologique des valeurs mobilières, Titrisation, Janvier 2011
- CERESOLI, M. et GUILLAUD, M. (1992), Titrisation et gestion financière de la banque, Editions ESKA
- GRANIER, T. et JAFFEUX, C. (1997), La titrisation Aspects juridique et financier, Editions ECONOMICA
- Laporte, C. (2005), La titrisation d'actifs en Suisse Asset-backed Securitisation, Editions Schulthess, 2005
- VERNIMMEN, P. (2009), Finance d'entreprise par Pascal Quiry et Yann Le Fur, éditions DALLOZ, 2009,

- أختار زيتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة (Abdelaziz Zity)

- أسامة بن حمود بن محمد اللاحم، بيع الدين وتطبيقاته المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار الميمان للنشر والتوزيع، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، 2012 (Allahim)

- حسني عبد السميع ابراهيم، أحكام البورصة و التوريق و التورق من منظور الفقه الإسلامي و الاقتصاد المعاصر دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، 2012 (Abdessamia Ibrahim)

- حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، جامعة حسينية بن بو علي الشلف، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، 2011 (Baradiya)

- حسن علي الشاذلي، التورق حقيقته وحكمه والفرق بينه وبين العينة والتوريق، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية (Chadly)
- زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، جامعة اليرموك، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الإقتصاد والمصارف الإسلامية، 2008، (Bani Amer)
- صالح ملائكة، التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية، بحث مقدم لندوة البركة الثانية والعشرين، المنامة، 2002 (Malayka)
- محمود محمد حنفي محمود، الأحكام المتعلقة بالتورق في المصارف الإسلامية دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية، دار الفكر الجامعي، 2014 (Mahmoud Hanafy)
- محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة (Omar Abdelhalim)
- د. رحيم حسين و أ. علاوي عبد الفتاح، التوريق: آلية لتجاوز الأزمات في المؤسسات المالية الإسلامية، بحث مقدم للملتقى الدولي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية (جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية. كلية الآداب والعلوم الإنسانية. قسم الإقتصاد والإدارة)، 2010 (Abdelfatah & Hussein)
- محمد عبد الغفار الشريف، التوريق و بقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية، ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، المنامة، البحرين، 2002 (Echarif)
- قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشرة، قرار رقم 178(4/19) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، أبريل 2009
- قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الحادية عشرة، قرار رقم: 101(11/4) بشأن بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع الخاص والعام. مجلة المجمع، العدد 11، الجزء الأول،
- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المعيار رقم 7: متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية، يناير 2009