

FINANCE ISLAMIQUE ET ISR : CONVERGENCE POSSIBLE ?

novethic

Sommaire

Introduction	3
I. De la finance chrétienne à l'ISR.....	4
Les exclusions sectorielles.....	4
L'actionnariat actif	5
Autres approches ISR.....	5
II. La finance islamique en pratique	7
Les chiffres	7
Les marchés.....	7
Évolutions réglementaires	9
Autres initiatives.....	10
III. Principes de la finance islamique	11
Pourquoi une finance islamique	11
La finance islamique, une finance éthique.....	11
... morale.....	12
... et financière !	13
IV. Convergences avec l'ISR	14
Finalité et principes moraux	14
Exclusions sectorielles	15
Exclusions normatives et Global Compact	15
Partage	17
En pratique	17
Conclusion : Compatibilité et complémentarité	19
Annexe : Principaux mécanismes financiers.....	21

© Novethic 2009

Toute reproduction intégrale ou partielle doit faire l'objet d'une autorisation de Novethic. Toute citation ou utilisation de données doit s'effectuer avec l'indication de la source.

Introduction

La crise financière met en lumière certaines approches d'investissement, jusque-là marginales, qui ont la double vertu de continuer à se développer dans la tempête et de résister aux spectaculaires contreperformances de certaines catégories de placements. L'Investissement Socialement Responsable (ISR) et la finance islamique appartiennent tous deux à cette catégorie. Ces deux concepts d'investissement sont encore largement méconnus mais ils ont au moins deux points communs : ils font appel à des paramètres extra-financiers et sont considérés, par les places financières de Londres et Paris, comme des axes de développement attractifs. Même si l'ISR aujourd'hui pratiqué en France s'en est considérablement affranchi, il prend sa source tout comme la finance islamique dans une demande de transcription à l'univers financier de convictions religieuses d'investisseurs, particuliers ou institutionnels.

Le centre de recherche ISR de Novethic a voulu analyser quelles étaient les convergences possibles entre ces deux univers d'investissement pour tenter de répondre aux questions suivantes :

- Leur mécanismes sont-ils complémentaires et de quelle façon ?
- Les fondements religieux de la finance islamique sont-ils comparables à ceux qui ont fait naître la finance éthique dans des pays où les religions dominantes sont le protestantisme et/ou le catholicisme ?
- Si oui, peut-on imaginer que son extension dans des pays de culture musulmane puisse préfigurer un développement ultérieur de l'ISR sur les bases que nous connaissons aujourd'hui en France ?

Cette note de travail propose des pistes de réponses et commence par rappeler quels sont les fondamentaux religieux de l'ISR et de la finance islamique avant de décrire leurs éventuels mécanismes communs et les toutes récentes offres de produits financiers qui font converger, pour la première fois, les deux concepts.

La finance islamique, fondée sur les principes de la Charia –la loi fondamentale de l'islam- qui encadrent le rapport des musulmans à l'argent, intègre des composantes éthiques et extra-financières qui peuvent constituer des points de convergence avec l'ISR ; mais il convient tout d'abord de mieux comprendre les fondements et le fonctionnement de la finance islamique, loin des stéréotypes et des raccourcis qui dominent dans les pays où elle est absente. En se concentrant sur les aspects extra-financiers de cette approche, on constate qu'il existe une convergence avec l'ISR dans la finalité sociétale et dans l'exclusion d'activités jugées non éthiques, mais que la finance islamique est un système financier à part entière. L'émergence, très récente, d'une offre adaptée émanant de spécialistes suisses de l'ISR permet de voir comment ces démarches peuvent être conjuguées. Il est beaucoup trop tôt pour savoir si elle constitue les prémisses d'un développement plus large d'une prise en compte des critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) chez les adeptes de la finance islamique.

I.

De la finance chrétienne à l'ISR

Il est admis que l'ISR tel qu'il est pratiqué aujourd'hui trouve ses origines dans des approches motivées par la religion chrétienne, qu'elle soit catholique ou protestante¹. De façon naturelle, les congrégations religieuses ont voulu mettre leurs **investissements en adéquation avec leurs principes**. Deux types de stratégie ont dominé les débuts de l'ISR : les **exclusions sectorielles** et l'**actionnariat actif**. Les groupes religieux chrétiens ont cependant été à l'initiative d'autres approches ISR, même si d'autres institutionnels plus importants en masse d'encours ont depuis pris le relais.

Les exclusions sectorielles

Dès 1760, John Wesley, fondateur du **Méthodisme**, a insisté sur le lien entre éthique et utilisation de l'argent. Pour lui, l'investisseur doit agir non pas en propriétaire, mais en régisseur (*steward/custodian*) de biens, et ne doit pas créer de la richesse en nuisant à son prochain. Il a ainsi été l'un des premiers contempteurs de l'esclavage, à l'instar des **Quakers**, les membres de la *Religious Society of Friends*. Ces derniers, dès la fin du XIXe siècle, ont intégré des considérations extra-financières dans leurs choix d'investissement par une stratégie d'exclusion de secteurs d'activités orientée vers la satisfaction de convictions religieuses.

Aux États-Unis

Le Pioneer Fund, premier fonds socialement responsable, a été lancé en 1928 à l'instigation du Conseil Fédéral des Églises Américaines. Sa politique d'investissement excluait les sociétés dont les activités étaient en relation avec l'alcool, le tabac et la pornographie, des secteurs que l'on retrouve encore aujourd'hui sur la liste noire des fonds ISR dits éthiques.

L'accès à ce fonds est cependant restreint, et il faut attendre 1971 pour voir le premier fonds commun de placement éthique accessible aux investisseurs particuliers, le *Pax World Fund*. Outre l'exclusion des « sin stocks » traditionnels comme le tabac ou les jeux d'argent, ce fonds visait à permettre aux investisseurs d'éviter l'investissement dans des entreprises susceptibles de tirer profit de la guerre du Vietnam, *pax* signifiant paix en latin.

En Europe

Le premier produit d'investissement éthique en Europe a été lancé par une association suédoise de lutte contre l'alcoolisme (Swedish temperance society), sous la forme d'un

¹ Sources pour cette section : Présentation de Russel Sparkes à la TBLI (2000) ; « Les agences d'analyse et de notation extra-financière : Quels services pour quels investisseurs ? » par Émilie Alberola et Stéphanie Giamporcaro-Saunière ; « Sustainable and Responsible Investing in the United States » par Steven J. Schueth

fonds nommé Ansvar. À l'instar du fonds Pioneer, il était cependant réservé aux sympathisants du mouvement.

Au Royaume-Uni, les exclusions éthiques font partie des règles d'investissement de l'Église anglicane dès 1948 et la création des Church Commissioners. Un organe similaire est créé par l'Église méthodiste en 1960.

En France, les deux premiers fonds éthiques ont été lancés à l'intention des investisseurs religieux chrétiens. La société financière Meeschaert et l'association Éthique et Investissement (initiée par un groupe de religieuses économes générales de leur congrégation) lancent ainsi en 1983 le fonds Nouvelle Stratégie 50, qui exclut notamment les secteurs du tabac, de l'armement, de l'alcool, de la pornographie et des jeux d'argent. La société de gestion, très orientée vers une clientèle chrétienne, retiendra ces critères d'exclusion pour ses autres fonds ISR. Le deuxième fonds historique est Hymnos, lancé par le Crédit Lyonnais en 1989 pour répondre spécifiquement à la demande des congrégations religieuses. Un comité éthique, composé d'une vingtaine de personnalités laïques et religieuses, se réunit chaque trimestre pour réfléchir aux critères éthiques à retenir pour évaluer les sociétés secteur par secteur et pour s'assurer que la sélection des titres tient compte de ces critères. Les entreprises sélectionnées doivent impérativement avoir des activités s'accordant avec une éthique chrétienne et humaniste.

L'actionnariat actif

Les premières résolutions ISR ont été déposées vers la fin des années 60 aux États-Unis par des groupes d'églises et des associations étudiantes concernant la guerre du Vietnam. Un autre sujet de prédilection a été l'apartheid en Afrique du Sud ; à ce sujet, l'église épiscopale américaine a déposé en 1971 une résolution à l'assemblée générale de General Motors. L'ensemble de ces initiatives a conduit deux ans plus tard à la création de l'Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR), regroupant aujourd'hui 275 institutions protestantes, catholiques et juives détenant plus de 120 milliards de dollars. Cette organisation a depuis été à la pointe de l'activisme actionnarial sur des questions sociales aux États-Unis.

Les activistes religieux au Royaume-Uni ont également participé à cette campagne contre l'apartheid durant la période 1970-1984, notamment en mettant en cause la banque Barclays et la compagnie pétrolière Royal Dutch / Shell. Leurs efforts visaient notamment à convaincre des investisseurs institutionnels de se désinvestir de ces compagnies, ce qui a conduit Barclays à se retirer partiellement d'Afrique du Sud en 1985. D'ailleurs, la montée en puissance de cette campagne des deux côtés de l'Atlantique s'est traduite par le départ de plus des deux tiers des entreprises américaines implantées en Afrique du Sud.

Autres approches ISR

On connaît le rôle des investisseurs religieux dans l'essor de l'investissement éthique, incluant les exclusions sectorielles et l'activisme actionnarial, mais on oublie parfois qu'ils ont également contribué au développement d'autres approches de l'ISR. Ainsi, EIRIS, principal fournisseur de recherche extra-financière sur les émetteurs au Royaume-Uni, a été créé sous l'impulsion des Quakers et de l'Église méthodiste en 1983. À cette époque,

I. DE LA FINANCE CHRETIENNE A L'ISR

il n'y avait guère de fonds susceptibles de recourir à ses analyses, et les sponsors religieux d'EIRIS ont fait le pari réussi que la demande suivrait l'offre.

Ainsi, ces investisseurs chrétiens ont été des investisseurs socialement responsables pionniers, en adoptant de nouvelles pratiques qui ont structuré le mouvement de l'ISR : le désinvestissement d'entreprises engagées dans des secteurs ou des pratiques jugées irresponsables, l'engagement d'un dialogue avec les entreprises et l'exercice du droit de vote, et plus récemment l'investissement dans des entreprises qui présentent des bonnes pratiques sociales et environnementales.

Aujourd'hui, les encours ISR détenus par les Églises et congrégations religieuses sont très marginaux par rapport à ceux des investisseurs institutionnels comme les assureurs, les organismes de prévoyance ou les institutions de retraite. Ces derniers ne partagent pas vraiment, surtout en France, leur vision de ce que doit être la prise en compte de critères extra-financiers. Paradoxalement, l'ISR, tel qu'il a été développé ces dix dernières années par la plupart des sociétés de gestion en France, affiche même une certaine aversion pour les approches éthiques. Cette aversion répond à deux facteurs : les problèmes de gestion financière que pose l'exclusion de certains titres ou secteurs et la difficulté de trouver une éthique commune dès qu'on s'adresse à des investisseurs qui ne sont pas réunis par la même conviction religieuse. Les offreurs ont largement préféré mettre l'accent sur une approche de développement durable concentrée sur les enjeux Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance.

Ceci dit la demande de certains investisseurs, plutôt en Europe du Nord, et les campagnes d'ONG comme Amnesty, ont, même en France, abouti à la généralisation d'au moins une exclusion d'ordre éthique, celle qui s'applique aux armes controversées (mines antipersonnel et bombes à sous-munition).

Les origines chrétiennes de l'ISR permettent d'identifier les questions posées par l'intégration de considérations religieuses dans la finance. La finance islamique en est le phénomène le plus abouti en termes de formalisation, et avant de se demander si elle ne peut pas constituer un nouveau terreau au développement de l'ISR, il convient de mieux la comprendre.

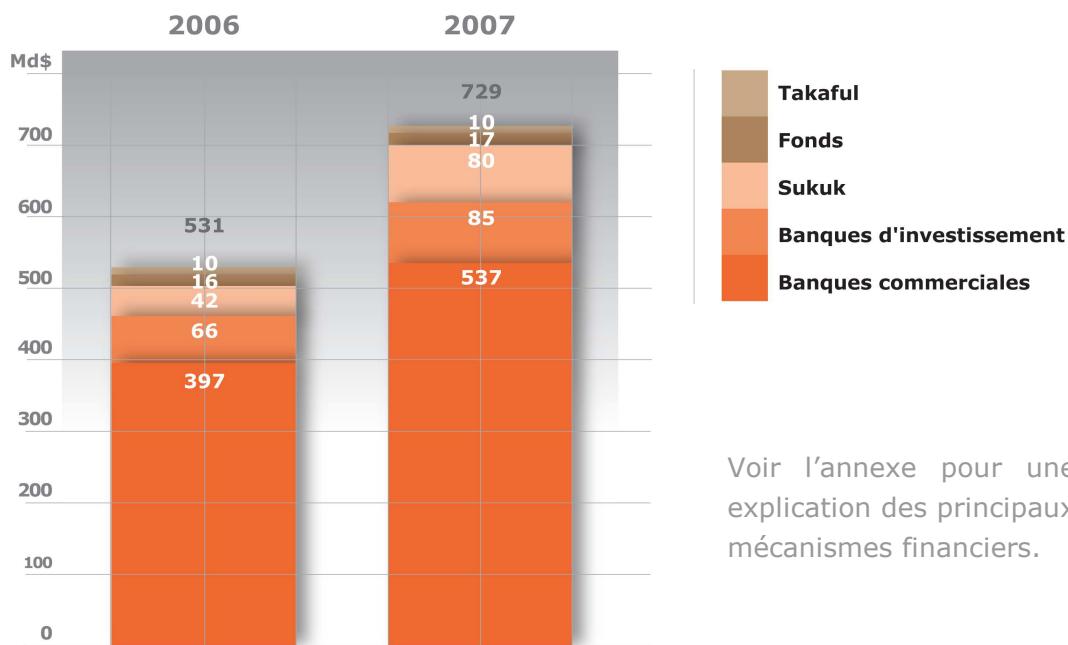
II.

La finance islamique en pratique

Les chiffres

Les estimations de la taille du marché de la finance islamique varient. Un chiffre souvent repris est celui de 700 milliards de dollars à fin 2007, publié par IFSL (International Financial Services London). Plus précisément, le rapport en question parle de 729 Md\$, en hausse de +31% par rapport aux 531 Md\$ de fin 2006. Cette hausse est à relativiser au vu de la couverture plus large des institutions financières islamiques par l'étude en 2007. Il convient de noter que les trois quarts de ces encours correspondent à des activités de banque commerciale.

Encours globaux de la finance islamique



Source : estimations de l'IFSL basée sur les données de The Banker, Ernst & Young, World Islamic Funds & Capital Markets Conference

Alors que Moody's table sur une croissance annuelle moyenne de +15%, Ibrahim Cekici, responsable du master de finance islamique créé par l'École de Management de Strasbourg, pense qu'elle pourrait dépasser les 1000 milliards de dollars à la fin de l'année.

Les marchés

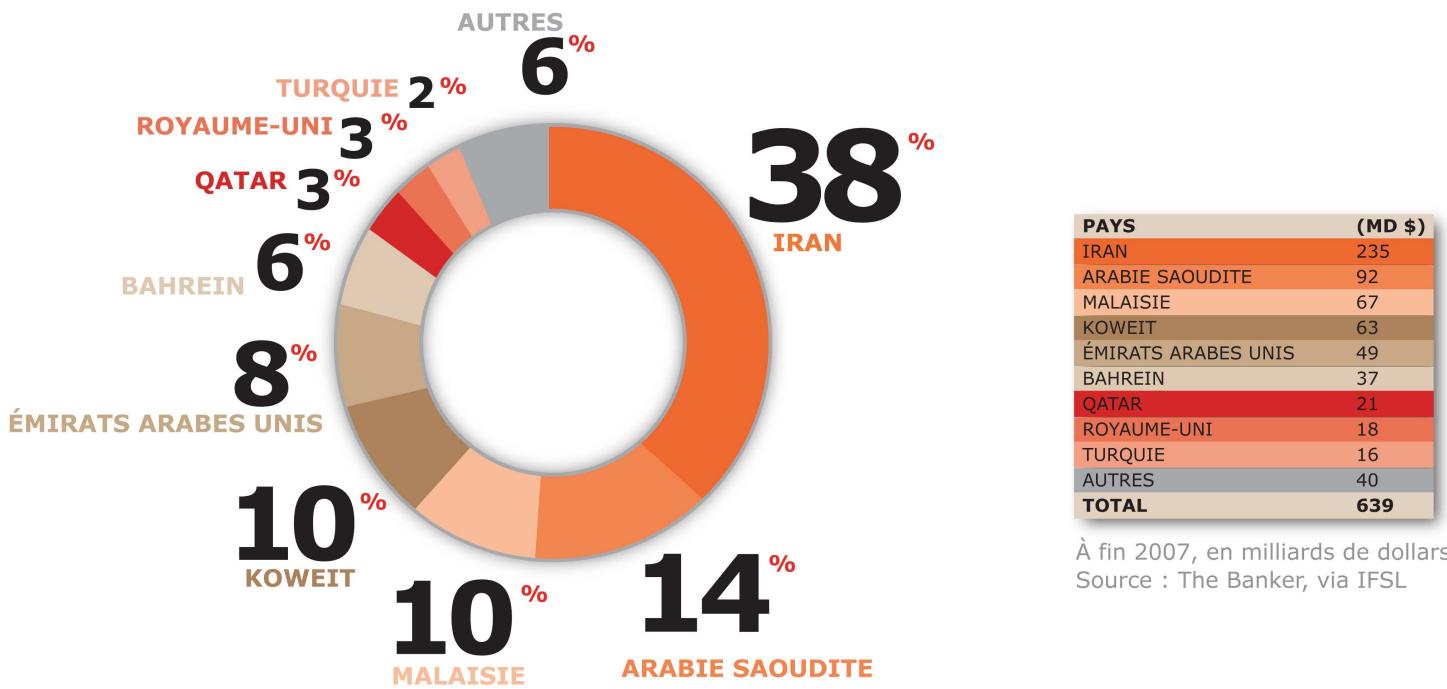
Classement

Toujours selon l'IFSL, l'Iran est le principal marché, avec plus du tiers des encours mondiaux. Cela vient du fait que l'Iran a converti dès les années 80 l'ensemble de son

II. LA FINANCE ISLAMIQUE EN PRATIQUE

système bancaire pour qu'il soit conforme à la Charia. Viennent ensuite certains pays du Golfe, parmi lesquels vient se glisser la Malaisie, précurseur en la matière en Asie du Sud Est. De façon intéressante, le Royaume-Uni vient en huitième position avec 18 milliards de dollars, juste devant la Turquie. Il profite ainsi de la forte expertise de sa place financière, et d'avoir fait assez tôt le pari de la finance islamique.

Répartition géographique des encours islamiques (banque, fonds, takaful)



Il faut toutefois noter que ces chiffres ne prennent pas en compte les sukuks (équivalents d'émissions obligataires), pour lesquels la Malaisie est, grâce à ses choix réglementaires expliqués plus bas, le leader incontesté avec plus de la moitié des émissions en 2007. Toujours est-il que cela ne remet pas en cause le classement par pays.

Depuis fin 2007, certains autres marchés ont vu émerger des initiatives, parmi lesquels le Soudan, l'Égypte et le Bangladesh. Le Pakistan, malgré la création d'un département dédié au sein de la banque centrale, tarde à voir ses encours décoller, mais cela ne pourrait être qu'une question de temps au vu de la coordination en cours avec les pays du golfe et du désir de s'inspirer de l'expérience malaise d'un conseil de la Charia unique pour toutes les banques islamiques du pays. Singapour cherche lui aussi à rattraper la position dominante de la Malaisie dans la région.

En Europe, Londres a très vite saisi l'opportunité de s'ouvrir à la finance islamique, comme en attestent les encours conformes à la Charia et le nombre d'institutions (plus d'une vingtaine dont au moins 7 intégralement islamiques). Depuis peu, Paris affiche clairement sa volonté de concurrencer la City sur ce marché. Le rapport Jouini-Pastré remis à Paris-Europlace a évalué la manne potentielle d'investissements pour la France à 100 milliards d'euros, en provenance notamment du Moyen-Orient et de l'Asie du Sud Est. À cela, on peut ajouter la contribution éventuelle des six millions de musulmans installés en France, soit la communauté musulmane la plus importante d'Europe ; ce

même rapport mentionne notamment deux produits à développer autour des crédits immobiliers et des dépôts bancaires rémunérés. Société Générale AM a déjà proposé à sa clientèle de l'île de la Réunion deux fonds de placement en accord avec les principes islamiques.

Évolutions réglementaires

Des ajustements nécessaires...

Du fait de ses mécanismes financiers particuliers et parfois complexes (voir annexe), la finance islamique est moins favorisée par les législations fiscales existantes que la finance traditionnelle, pour des opérations comparables dans leur objectif. Prenons l'exemple de l'acquisition d'un logement : dans le schéma classique, l'acquéreur contracte un prêt à sa banque, achète le logement au vendeur, et rembourse son prêt ; il y a donc eu une seule transaction, et l'opération est donc taxée une seule fois. En revanche, pour éviter l'intérêt engendré par le prêt, une banque islamique proposera le mécanisme de murabaha au cours duquel, en simplifiant, c'est elle qui achète le logement et le revend part à part à l'acquéreur, ce qui implique plusieurs transactions et donc plusieurs taxations. Un autre exemple est celui de certains avantages fiscaux relatifs à la rémunération des placements, qui ne s'appliquent pas aux produits financiers islamiques puisque ceux-ci ne produisent pas d'intérêts fixes.

Le développement de la finance islamique est passé et passe ainsi par des ajustements réglementaires en vue de permettre une concurrence équitable entre les produits et services financiers classiques et islamiques.

... mis en place avec plus ou moins d'opportunisme

Le Royaume-Uni a franchi le pas dès 2003, avec une série de changements législatifs introduits par Gordon Brown, alors ministre de l'économie et des finances. Sa présence aujourd'hui au 10 Downing Street ne peut que réconforter les partisans du développement de la finance islamique à Londres.

Ceci dit, la France a plusieurs arguments à faire valoir pour disputer à Londres le leadership européen de la finance islamique, notamment celui de l'accès à la zone euro. C'est un des éléments du rapport Jouini-Pastré publié en décembre 2008 par Paris-Europlace, qui suggère « dix propositions pour collecter 100 milliards d'euros ». Parmi ces propositions, certaines sont d'ordre juridique, notamment concernant la double taxation dans le cadre d'opérations d'achat-revente sans intention spéculative comme mentionné plus haut. Dès le 18 décembre 2008, des textes fiscaux ont été adoptés, sous l'impulsion d'Europlace et de Christine Lagarde, ministre de l'économie et des finances, qui avait clairement annoncé son intention de « développer sur le plan réglementaire et fiscal tout ce qui est nécessaire pour rendre les activités (de finance islamique) aussi bienvenues ici à Paris qu'à Londres et sur d'autres places ».

La Malaisie est même allée plus loin en vue de se positionner comme la plaque tournante de l'Asie du Sud Est en matière de finance islamique. Ainsi, ont été mises en place en 2006 des incitations fiscales, consistant en des exemptions de taxes courant jusqu'à 2016 pour les acteurs mettant en place des structures de banques et fonds islamiques. Le résultat est visible : près de 20% des actifs bancaires sont conformes à la Charia et le pays est de loin le premier émetteur de sukuks.

Autres initiatives

Du fait du développement de la finance islamique aussi bien sur des marchés de pays musulmans qu'au Royaume-Uni et aux États-Unis, ce sont non seulement des banques islamiques qui ont été créées, mais aussi des filiales de grands groupes bancaires. On citera tout d'abord HSBC Amanah, qui regroupe 87% des actifs bancaires conformes à la Charia au Royaume-Uni, mais aussi des institutions tels que Deutsche Bank, UBS et Citigroup. Des institutions régionales et internationales telles que la Banque islamique de développement (Islamic Development Bank), qui se veut une Banque mondiale pour les pays musulmans, et des associations comme l'International Association of Islamic Banks, témoignent elles de l'internationalisation de ce phénomène. En France, la volonté affichée des autorités financières d'ouvrir les bras à la finance islamique a entraîné la multiplication des candidats : la Qatar Islamic Bank a déjà annoncé son intention d'ouvrir une succursale française d'ici 2010. De façon plus ciblée, BNP Paribas expérimente déjà un fonds indiciel Charia-compliant, et Société Générale AM des offres de placements islamiques à la Réunion.

Le corollaire de ce développement est la multiplication des formations académiques sur le sujet. Quelques diplômes de type Master ont vu le jour en France, notamment à l'École de Management de Strasbourg. La palme revient cependant au Royaume-Uni qui, loin devant d'autres pays comme la Malaisie ou les Émirats, dispense une telle formation dans 55 établissements sur un total de 205 dans le monde, d'après Research Intelligence Unit. Par ailleurs, les conférences et colloques sur la finance islamique se multiplient en France, résultat de la médiatisation du sujet et des évolutions réglementaires en cours.

III.

Principes de la finance islamique

Pourquoi une finance islamique

La Charia, la loi islamique qui s'appuie notamment sur les écritures du Coran et les paroles du Prophète, apporte un cadre normatif à différents aspects de la vie des musulmans. En particulier, elle édicte cinq grands principes sur le rapport des musulmans à l'argent :

- L'interdiction de l'intérêt (riba)
- Le partage des profits et pertes entre le prêteur et l'emprunteur
- L'interdiction de l'incertitude et du hasard (gharar), notamment la spéulation
- L'existence d'un actif sous-jacent, soit l'obligation d'adosser tout placement à un actif réel
- L'interdiction des actifs illicites (haram), déterminés comme tels par le secteur d'activité et la situation financière de l'entreprise

À cela, on peut ajouter l'un des cinq piliers de l'islam qui est l'aumône (zakat). Elle consiste à donner aux œuvres caritatives un quarantième (2.5%) de sa fortune annuelle.

L'interdiction de l'intérêt, le principe fondamental et le plus connu quand on parle de finance islamique, n'est pas une spécificité de l'islam puisqu'elle était également prônée par le passé par le christianisme et le judaïsme. Ceci étant, il est clair que le système financier "classique" entre en contradiction avec cette interdiction et avec plusieurs de ces principes.

D'où la nécessité de mettre en place un système permettant aux croyants l'accès aux services financiers usuels tout en garantissant leur adéquation aux préceptes de l'islam. Pour ce faire, certains mécanismes assez complexes sont mis en place (voir annexe), auxquels s'ajoute une certaine marge d'interprétation autour de ce qui est acceptable (halal) et ce qui est proscrit à l'investissement (haram).

C'est pourquoi chaque institution financière islamique est dotée d'un conseil de la Charia (Charia board) composé de personnalités indépendantes expertes (érudits, juristes, économistes spécialisés) qui rend des avis sur les produits mis sur le marché. De plus, des audits internes et externes réguliers se chargent de valider le respect des principes islamiques. Enfin, dans le cas où une présomption de genèse d'intérêt ou d'activité jugée illicite est détectée, des dispositifs de « purification » sont organisés, notamment sous la forme de donations aux pauvres.

La finance islamique, une finance éthique...

Un des principes d'investissement conforme à la Charia concerne l'interdiction d'actifs illicites. Parmi les critères de définition de ces actifs illicites, on retrouve l'activité concernée, qui peut être répréhensible d'un point de vue éthique et religieux. La liste des activités proscribes est variable, et peut inclure :

III. PRINCIPES DE LA FINANCE ISLAMIQUE

- L'alcool
- Le tabac (moins systématique)
- L'armement (moins systématique)
- Les jeux de hasard
- La pornographie
- L'industrie des loisirs (musique, cinéma...)
- L'industrie financière
- La filière porcine

Ceci étant, certaines latitudes sont possibles. Par exemple, lors du financement d'un grand hôtel de luxe, la construction d'un casino a été exclue, mais la vente d'alcool au sein de l'établissement a été tolérée, car jugée nécessaire à la viabilité économique du projet, moyennant un processus de purification par la contribution à la lutte contre l'alcoolisme. Le processus de purification intervient ainsi lorsque l'activité proscrite est inévitable, ou bien présumée mais difficile à établir, du fait de la complexité des activités et structures financées.

... morale...

La finance islamique est un système qui se veut équitable et qui a pour objectif l'amélioration de la qualité de vie. Deux fondements moraux se cachent derrière la proscription de l'intérêt :

- L'adoption d'un taux d'intérêt fixe est considéré comme un système injuste et discriminant. D'une part, il empêche l'accès au crédit aux personnes les plus défavorisées de la société. D'autre part, dans le cas d'un investissement, il consacre une répartition inégale du risque et des profits : l'investisseur reçoit une rémunération fixe décorrélée du succès ou de l'échec de l'activité, alors que l'entrepreneur en supporte tout le risque ; inversement, en cas de profits importants, l'investisseur reçoit une part insignifiante des bénéfices alors que l'entrepreneur s'arroge la plus grosse part du gâteau. En d'autres termes, le profit attribué au capital est fixe, celui attribué au travail est variable et entaché d'incertitude.
- La rémunération par l'intérêt est par définition décorrélée de l'activité elle-même. Or cela contrevient au principe que la création de richesse s'appuie sur un actif réel et que l'argent lui-même ne peut pas être source de valeur ajoutée.

Un autre principe moral qui connecte la finance à l'économie réelle est celui de ne pas vendre ce que l'on ne possède pas. Cela vise en particulier la spéculation, et explique en partie pourquoi les banques islamiques ont été relativement épargnées par la crise, n'étant pas exposées aux crédits hypothécaires (subprimes).

Enfin, le principe de la Zakat est lui aussi un vecteur d'équité sociale. En engageant les fidèles à reverser une part de leur fortune (2,5%) aux œuvres caritatives à destination des plus démunis, la Zakat permet une redistribution de la richesse et une atténuation des inégalités.

... et financière !

Pour respecter les cinq principes mentionnés plus haut, notamment l'interdiction de l'intérêt, la finance islamique a développé un certain nombre de mécanismes parfois complexes, expliqués en annexe de ce document. Le système financier islamique ne s'est ainsi pas contenté de poser des règles morales et des principes extra-financiers, mais a bel et bien conçu les outils nécessaires pour les appliquer. Et ce, en plus de fonder tout investissement sur un actif sous-jacent réel, et d'avoir fixé des conditions financières bien spécifiques concernant les entreprises investissables, qui nécessitent de ce fait une analyse financière particulière. Les ratios suivants sont ceux pris en compte par les indices Dow Jones Islamic Market, même si les seuils peuvent varier selon les institutions :

- Le ratio de la dette sur la moyenne de la capitalisation boursière sur les 12 derniers mois ne doit pas dépasser 33%.
- Les liquidités et titres porteurs d'intérêts détenus par l'entreprise ne doivent pas dépasser 33% de la moyenne de la capitalisation boursière sur les 12 derniers mois.
- Le ratio des créances sur la moyenne de la capitalisation boursière sur les 12 derniers mois ne doit pas dépasser 33%.

Ces ratios répondent à la logique de l'existence d'une activité sous-jacente aux rentrées d'argent et à la proscription de l'intérêt : ainsi, s'il est mécaniquement inévitable que l'entreprise soit endettée, touche des intérêts et détienne des liquidités, la majorité de sa valeur ajoutée doit venir d'une activité réelle.

IV.

Convergences avec l'ISR

La présentation faite jusqu'ici des principes de la finance islamique laisse entrevoir plusieurs points de convergence avec la finance éthique et l'ISR. Néanmoins, des décalages importants peuvent apparaître entre la théorie et la pratique. Si certaines règles relatives aux pratiques financières sont clairement formalisées, d'autres principes moraux de la Charia ne se retrouvent que marginalement dans la finance islamique telle qu'elle est véhiculée aujourd'hui.

Finalité et principes moraux

L'islam peut être vu comme un système normatif basé sur des valeurs morales et éthiques. Partant, la finance islamique a pour finalité d'améliorer la condition de l'homme, d'établir l'équité sociale et de prévenir l'injustice dans les échanges commerciaux. C'est d'ailleurs là l'origine de l'interdiction de l'intérêt et de son remplacement par un système de partage des profits et des risques.

Cette finalité rejoint celle de l'ISR tel qu'il s'est développé ces dernières années, à savoir le développement durable, dans ses piliers économique et social : création de richesse pour la société et amélioration de la qualité de vie humaine. Le pilier environnemental n'est pas absent non plus de la finance islamique : un des fondements de l'islam est que l'homme remplit un rôle d'intendance de la création divine. Ainsi, la création de Dieu, qui ne se limite pas à la nature et l'environnement mais englobe également les hommes et la société, appartient à Dieu et est confiée à l'homme ; il a donc un devoir d'administration et de préservation à son égard. Corollaire que l'on retrouve souvent, le gaspillage et la consommation inutile et superflue sont inacceptables.

Le lien entre religion et éthique des affaires a été plus largement étudié par un groupement interreligieux réunissant des représentants des trois grandes religions monothéistes (Christianisme, Islam, Judaïsme), à l'initiative des familles royales britannique et jordanienne et sous le parrainage du prince Philip, duc d'Édimbourg, du prince Hassan de Jordanie et de Sir Evelyn de Rothschild. Il en a été tiré quatre grands thèmes de convergence entre ces trois religions, qui sont la justice, le respect mutuel, le concept d'intendance confiée par Dieu, et l'honnêteté. La déclaration² émise par ce groupe de travail, qui se veut un code d'éthique des affaires commun aux trois religions, développe les bonnes pratiques à adopter dans chacun de ces thèmes, notamment dans la relation avec les parties prenantes.

Ceci étant, si beaucoup de ces bonnes pratiques, et plus généralement des principes qu'on peut déduire des écrits de l'islam, sont des critères communément observés dans le cadre de l'ISR, notamment pour l'approche de sélection ESG (Best-in-Class)

² "An Interfaith Declaration: A Code Of Ethics On International Business For Christians, Muslims And Jews"

récompensant les meilleurs comportements, la finance islamique n'en a pas fait des critères d'analyse ni, a fortiori, de sélection contraignants.

Exclusions sectorielles

Si la finance islamique n'est pas spécialement proche du Best-in-Class, elle est en revanche tout à fait en ligne avec la finance éthique. Les exclusions sectorielles, à l'origine de l'ISR tel qu'on le connaît aujourd'hui, sont en effet issues de considérations religieuses, protestantes et catholiques en l'occurrence. Il n'est donc pas surprenant que la liste des secteurs prohibés soit sensiblement la même que dans le cas de la finance islamique : alcool, pornographie, jeux d'argent, tabac et armement sont des activités assez largement réprouvées, étant jugées nuisibles pour l'homme et la société.

Ceci dit, certaines exclusions sont particulières à la finance islamique, comme celle de l'industrie financière ou celle de l'industrie des loisirs (musique, cinéma...). Ces secteurs ne font d'ailleurs pas systématiquement l'objet d'une sortie de l'univers investissable. Pour ce qui est de la filière porcine, elle est proscrite dans la mesure où la religion musulmane interdit la consommation de viande de porc.

Exclusions normatives et Global Compact

Contrairement à ce qui peut se faire dans le cas de l'ISR, la finance islamique n'exclut pas explicitement les émetteurs coupables des pires pratiques sociales et environnementales. Néanmoins, une publication d'OWW Consulting³, cabinet de conseil en RSE et ISR implanté en Asie du Sud Est, met en avant les convergences entre les principes de l'islam et ceux du Global Compact.

Pour rappel, le Global Compact⁴ est une initiative des Nations Unies qui appelle les entreprises signataires à respecter dix principes répartis en quatre catégories : droits de l'homme, droit du travail, environnement et lutte contre la corruption.

Ces principes sont basés sur les textes de référence que sont la Déclaration universelle des droits de l'homme, la Déclaration de l'Organisation Internationale du Travail relative aux principes et droits fondamentaux au travail, la Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement, et la Convention des Nations Unies contre la corruption. Il convient de noter que le Global Compact ne revêt aucun caractère contraignant et ne fait pas l'objet d'un contrôle des pratiques des signataires.

Le rapport d'OWW Consulting montre bien la conformité des principes de l'islam à chacun de ces principes, en notant des motivations parfois différentes ainsi que des exigences parfois plus poussées. Il ne regarde pas pour autant la mise en pratique, beaucoup moins effective, de ces principes dans la finance islamique.

³ *Islam and CSR: The compatibility between the tenets of Islam and the UN Global Compact*, disponible sur <http://www.oww-consulting.com/downloads/research/islam-and-csr/download.html>

⁴ Détail des 10 principes sur <http://www.unglobalcompact.org/>

Analyse par OWW Consulting de la compatibilité entre la Charia et les principes du Global Compact**Droits de l'homme**

La Charia, qui s'appuie notamment sur le Coran et les paroles du Prophète, prône des principes tels que la démocratie (gouvernement par consultation), l'égalité des races, des religions, des sexes, et le respect des non-musulmans et de la liberté de religion. Le fait qu'on ne retrouve pas forcément ces principes dans la pratique, notamment l'égalité des sexes, viendrait plus du fait de considérations culturelles et régionales que religieuses, ou alors d'une lecture partielle et erronée des textes religieux. Le concept de justice est également très ancré dans la religion musulmane. La liberté d'expression est elle encouragée pour promouvoir le bien et le comportement juste, mais elle est limitée dans le cas contraire. Quant à la protection de la vie privée, elle va au-delà de ce qui se pratique dans les sociétés occidentales puisqu'elle prévaut même pour les personnes jugées potentiellement dangereuses. L'islam considère enfin que le rôle de l'État, outre le fait d'agir en consultation du peuple et avec son consentement, est d'assurer l'indépendance du système judiciaire et de procurer au peuple des services fondamentaux, comme l'assistance aux orphelins et aux personnes âgées ou malades.

Droits du travail

Ce pilier du Global Compact s'appuie sur les conventions fondamentales de l'OIT. Si la liberté d'association n'est pas clairement abordée par la Charia, le travail forcé est lui clairement prohibé. Le travail attendu doit être clairement défini, le travailleur doit être rémunéré de façon juste dès l'accomplissement du travail demandé, et il ne doit pas être tenu de fournir plus que ce dont il est capable. Concernant le travail des enfants, il est stipulé qu'un contrat de travail doit se faire entre personnes considérées comme adultes, c'est-à-dire ayant atteint la puberté (on peut trouver cette définition discutable). La discrimination entre les personnes est, elle, décriée dans le dernier sermon du Prophète, pour qui ce ne sont ni la race, ni la couleur, mais la droiture et l'honnêteté qui font honneur aux yeux de Dieu.

Environnement

En s'appuyant sur le rôle d'intendance confié par Dieu, il apparaît assez directement que la protection de l'environnement est du devoir de l'homme. Ce principe apparaîtrait explicitement dans la Charia. Par ailleurs, l'islam prône la modération et réprouve le gaspillage, ce qui inclut la consommation immodérée des ressources naturelles.

Lutte contre la corruption

La corruption est considérée contraire à l'éthique puisqu'elle vise un traitement inégal devant la loi et contrevient au principe fondamental de justice. La Charia, en se basant sur les paroles rapportées du Prophète, condamne tant le corrupteur que le corrompu et l'intermédiaire. Quant à la transparence, l'islam va très loin en exigeant notamment un contrat clair et écrit pour chaque transaction, avec toutes les informations relatives à l'article échangé et en condamnant toute dissimulation de défauts éventuels.

OWW Consulting note cependant, pour l'ensemble de ces principes, un décalage entre la théorie et la pratique. Les exemples les plus frappants concernent les pratiques mitigées des pays musulmans dans l'égalité hommes/femmes ou encore dans les indices de perception de la corruption. Performances que la société de conseil attribue plutôt à des facteurs socioculturels qu'à des facteurs religieux. Et prône de ce fait l'émergence d'un islam plus libéral et plus "européen", en vue de favoriser ces principes de RSE et d'atténuer les influences culturelles spécifiques à l'Afrique et au Moyen-Orient.

De là à attribuer une approche d'exclusion normative à la finance islamique, il n'y a qu'un pas, qui semble cependant très loin d'être franchi. Les principes susmentionnés sont globalement déconnectés de la sphère financière, et rien ne suggère aujourd'hui que la finance islamique se dirige vers leur intégration systématique, ou même informelle, dans ses investissements. Outre ce rapport d'OWW Consulting, peu de travaux se sont réellement penchés sur les pratiques acceptables des entreprises, au-delà des activités interdites et des ratios financiers. De même, les informations disponibles sur les Charia boards de certaines banques islamiques ne suggèrent rien en ce sens.

Partage

Pour certains, la finance de partage est une forme d'ISR. Cette pratique consiste à reverser une partie des bénéfices à des ONG ou des associations humanitaires.

La finance islamique pratique cette approche de deux façons :

- La Zakat, un des cinq piliers de l'islam, qui peut se traduire par "aumône" ou "dîme". C'est un impôt obligatoire qui représente un quarantième (2,5%) des ressources financières, et est destiné aux plus démunis. Il sert d'une part à purifier le croyant d'éventuelles pensées contraires à la religion (avarice, cupidité...) et d'autre part à subvenir aux besoins de la société. Le client d'une banque islamique peut autoriser celle-ci à le prélever directement et lui délègue alors le choix du projet caritatif à financer.
- Le financement de dispositifs de purifications, parfois également appelés zakat. Ils concernent les opérations financières présentant une présomption de genèse d'intérêt ou une activité jugée inévitable alors qu'elle est illicite. C'est le cas par exemple de l'hôtel de luxe autorisé à vendre de l'alcool pour assurer sa viabilité économique, moyennant une contribution régulière à la lutte contre l'alcoolisme.

En pratique

En vue d'évaluer dans quelle mesure ces points communs théoriques se traduisent dans les pratiques de gestion, Novethic a interrogé plusieurs acteurs présentant une expertise à la fois dans l'ISR et la finance islamique.

Du côté de l'offre, ont été interrogées trois sociétés de gestion concernées par les deux démarches, deux suisses **Pictet** et **SAM** (Sustainable Asset Management) et une britannique, **F&C Investments**. Du côté de la demande éventuelle, le fonds souverain d'Abou Dhabi, **ADIA** (Abu Dhabi Investment Authority), a été contacté. Il ne sent pas

IV. CONVERGENCES AVEC L'ISR

concerné par le sujet puisqu'il ne pratique ni l'ISR, ni une forme d'investissement conforme à la Charia.

Enfin les avis d'**ASrIA**, association de promotion de l'ISR et de la RSE en Asie, et d'**OWW Consulting**, société de conseil en ISR et RSE, ont été recueillis. Ces deux acteurs sont implantés en Asie du Sud Est, seule zone géographique (hors Royaume-Uni) où se développent parallèlement la finance islamique et de l'ISR.

Conclusion : Compatibilité et complémentarité

Le sentiment général qui domine parmi ces acteurs est que **la finance islamique et l'ISR sont compatibles**, mais qu'ils **ne convergent pas naturellement**, d'une part car ils ne mobilisent pas les mêmes expertises, et d'autre part car ils ne s'adressent pas à la même clientèle. Cela est d'autant plus frappant chez Pictet que les équipes de gestion des deux types de fonds, lancés de façon distincte, sont situées dans deux pays différents (la Suisse pour l'ISR et le Royaume-Uni pour le fonds Charia-compliant). Même constat pour OWW et ASrIA : en Asie du Sud Est, si les deux marchés se développent, la finance islamique est plutôt présente en Malaisie, en Indonésie et à Singapour, alors que l'ISR est mieux implanté au Japon et en Corée du Sud.

Pour ASrIA, l'ISR et la finance islamique ont en commun le fait d'être des alternatives à la finance traditionnelle, mais les problématiques y sont analysées avec un regard différent. Dans le même ordre d'idées, pour Geoffrey Williams d'OWW Consulting, deux grandes différences subsistent :

- En matière extra-financière, l'ISR va plus loin que la finance islamique, en ne regardant pas uniquement le secteur d'activité mais également les pratiques extra-financières. Les exclusions sectorielles ne sont par ailleurs pas systématiques pour l'ISR : par exemple, les indices Dow Jones Sustainability Indexes n'excluent pas tous des secteurs comme le tabac.
- L'architecture financière de la finance islamique est très différente de la finance classique occidentale, à cause de l'interdiction de l'intérêt et du rapport au risque et à l'incertitude. De ce fait, il n'est pas toujours pertinent, voire possible, d'y associer des critères de sélection applicables à la finance classique.

OWW insiste en tout cas sur **l'absence de dialogue** entre les acteurs des deux finances. Même si l'ISR trouve ses origines dans la finance chrétienne, il a évolué depuis et les financiers classiques sont très prudents vis-à-vis de la finance religieuse. Ils montrent un intérêt limité pour ce qu'ils considèrent comme une niche, qui plus est si elle n'apporte pas de surperformance (éventuellement moins de risque pour la finance islamique), et préfèrent se tourner vers le créneau plus porteur des fonds environnementaux.

Peut-être la seule exception dans ce paysage vient de SAM. La société de gestion suisse, experte dans l'analyse ESG des thématiques durables et des pratiques des émetteurs, vient de lancer avec la banque islamique britannique Gatehouse un fonds Charia-compliant axé sur la thématique de l'eau. Pour Daniel Wild, l'ISR et la finance islamique se rejoignent sur deux principes fondamentaux :

- L'idée que pour l'Islam, l'homme est un intendant qui doit préserver les ressources naturelles est en phase avec le concept de développement durable tel que défini par le rapport Brundtland, qui vise à préserver la capacité des générations futures à subvenir à leurs besoins.
- La finalité de la finance islamique qui est l'amélioration des conditions de vie et le bien-être social est tout à fait convergente avec des thématiques de durabilité

comme l'eau. Ce sujet est d'autant plus crucial dans des régions comme le Moyen-Orient où l'eau est un bien de plus en plus rare.

L'initiative portée par SAM et Gatehouse Bank leur semblait ainsi tout à fait cohérente. L'équipe "Sustainability" de SAM a eu de nombreux échanges fructueux avec le Charia board de Gatehouse, et ces derniers ont été très intéressés par les analyses thématiques et ESG des émetteurs.

Cependant, plusieurs nuances sont à apporter à cette convergence. D'une part, l'idée de SAM, acteur centré sur l'ISR, de lancer un produit Charia-compliant répondait à des opportunités de marché avant de tenir compte d'éventuels recouplements dans la philosophie. Mais de façon plus caractéristique, et malgré les échanges entre les deux institutions, les expertises sont clairement délimitées, les équipes géographiquement distinctes, et leurs tâches cloisonnées dans le processus de construction du fonds : Gatehouse fournit à SAM la liste des entreprises Chariah-compliant dans l'univers de départ, et SAM applique son processus extra-financier et financier à partir de là.

Cela ne remet pas en cause la particularité du projet porté par SAM et Gatehouse Bank, qui reste un exemple très isolé de combinaison d'une stratégie ISR à la finance islamique. Il n'est pas exclu que d'autres initiatives suivent cette voie ; une réflexion en ce sens est déjà en cours chez le britannique F&C Investments.

La finance islamique, tout comme l'ISR, n'est pas un tout homogène. Elle est cependant moins disparate que l'ISR, puisqu'elle s'appuie sur une loi, la Charia, certes sujette à interprétation, mais dont une part importante des principes liés à la finance fait l'objet d'un certain consensus. L'ISR prend lui plusieurs formes qui peuvent coexister sans forcément se superposer : la finance éthique et ses exclusions sectorielles, la sélection ESG des meilleures pratiques ou l'exclusion des pires pratiques, l'activisme actionnarial, et en élargissant le champ de la finance responsable, la finance solidaire et de partage.

Si ces "finances" se rejoignent par une finalité globale favorable au bien-être social et à un respect par l'homme de son environnement, la finance islamique est un système plus normé qui fournit à la fois des directives financières et extra-financières. Ces dernières, si on les compare à la finance responsable, convergent plutôt avec la finance éthique et de partage, que ce soit dans la façon de faire ou dans l'objectif.

La finance islamique reste cependant compatible avec les autres approches de l'ISR : même si elle n'adopte pas de critères de sélection extra-financière sur les pratiques des entreprises, elle est en ligne avec les principes du Global Compact des Nations Unies, sur lesquels s'appuient plusieurs gérants ISR dans le cadre d'exclusions normatives.

Partant, dans la mesure où les deux approches ne sont pas contradictoires dans leur finalité, elles pourraient être non seulement compatibles, mais aussi complémentaires, la prise en compte d'enjeux ESG apportant à la fois une valeur ajoutée éthique et financière, notamment de limitation des risques. L'essor de la finance islamique et celui de l'ISR ne semblent pas corrélés aujourd'hui, mais il appartient aux acteurs de place, financiers, centres de recherche, agences de notation, ONG ou même régulateurs, de favoriser leur rapprochement. Cela permettrait de développer conjointement ces approches qui visent à encourager des pratiques plus éthiques, responsables et transparentes, et de trouver de nouvelles clientèles, notamment pour l'ISR dans les pays où il est aujourd'hui absent.

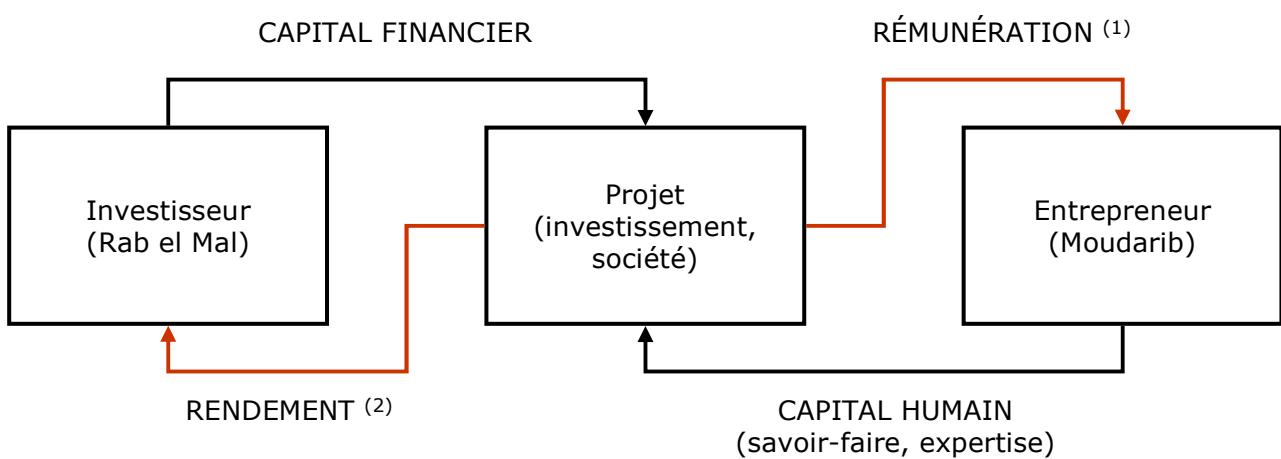
Annexe :

Principaux mécanismes financiers

Moudaraba

La moudaraba est une opération mettant en relation un investisseur, qui apporte le capital (financier ou autre) et un entrepreneur qui apporte son expertise. L'entrepreneur est responsable de la gestion de l'activité, et les bénéfices (hors capital engagé et frais de gestion de l'entrepreneur) sont partagés entre les deux parties selon une répartition prévue dans le contrat. En cas de pertes, celles-ci sont supportées par l'investisseur, l'entrepreneur perdant son apport en capital humain, c'est-à-dire la rémunération de son temps de travail.

Figure 1 - Principe de fonctionnement de la Moudaraba



(1) Part des bénéfices en cas de profit ; sinon rien.

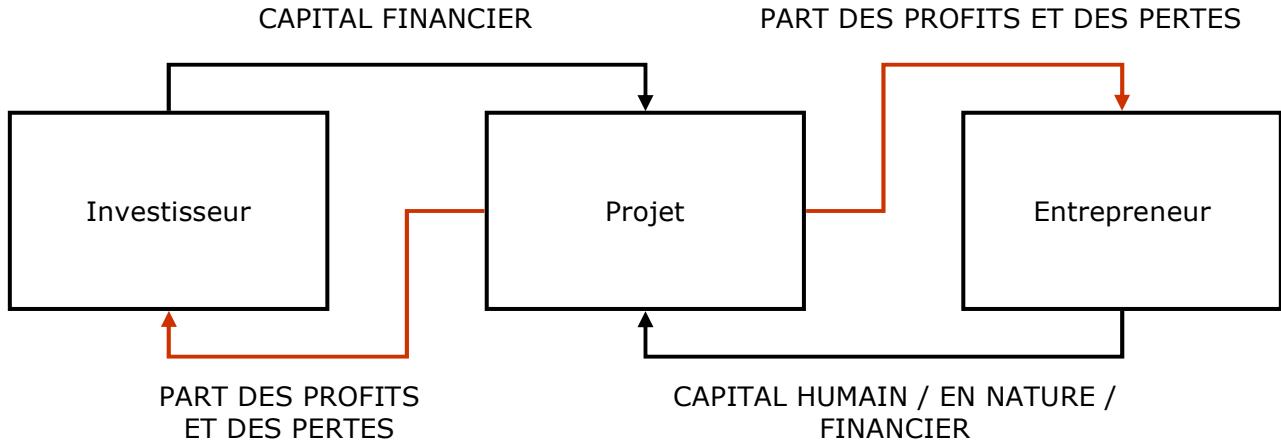
(2) Part des bénéfices en cas de profit ; en cas de perte, l'investisseur assume l'intégralité des pertes.

Source : Paris Europlace, Rapport Jouini et Pastré

Une variante de cette opération est la moudaraba à deux volets, où la banque joue le rôle d'intermédiaire. Elle a un rôle d'entrepreneur vis-à-vis des clients qui lui ont confié leurs dépôts, et un rôle d'investisseur vis-à-vis des entrepreneurs des projets qu'elle finance avec ces dépôts.

Moucharaka

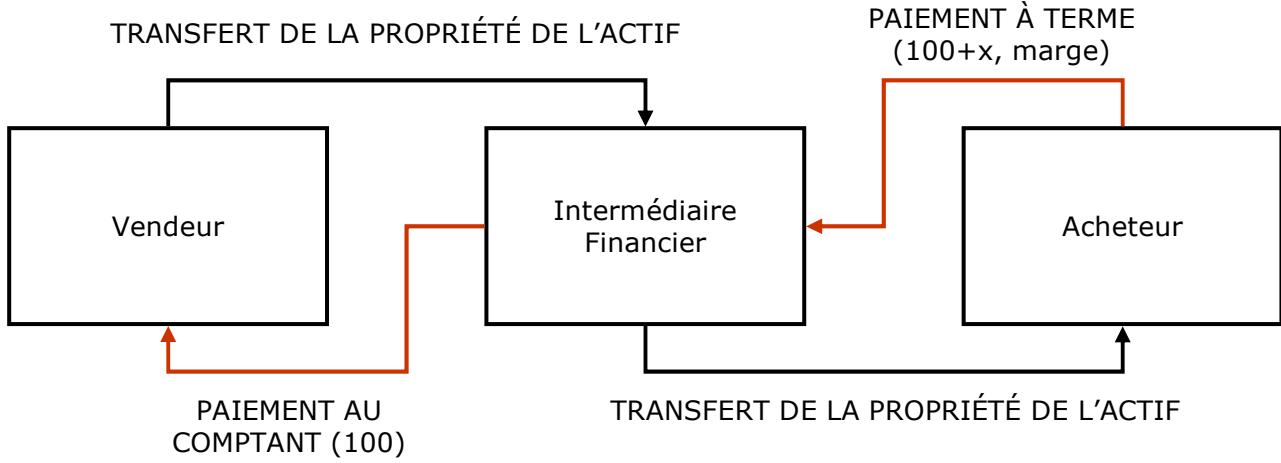
La moucharaka est proche de la moudaraba, mais dans ce cas les deux parties apportent du capital et se répartissent les profits et pertes au prorata du capital apporté.

Figure 2 - Principe de fonctionnement de la Mousharaka

Source : Paris Europlace, Rapport Jouini et Pastré

Mourabaha

Ce dispositif se substitue à un crédit bancaire traditionnel : la banque achète un actif donné, et le revend au client moyennant un ou des paiements convenus d'avance. La distinction avec un crédit est d'une part le fait que la banque devient propriétaire de l'actif avant de le revendre, et se rémunère non pas par un intérêt mais par une commission, qui ne varie d'ailleurs pas dans le temps. Si le résultat est le même, la transaction a respecté l'adossement à un actif réel et la rémunération non pas de l'argent mais d'un service rendu par la banque.

Figure 3 - Principe de fonctionnement de la Mourabaha

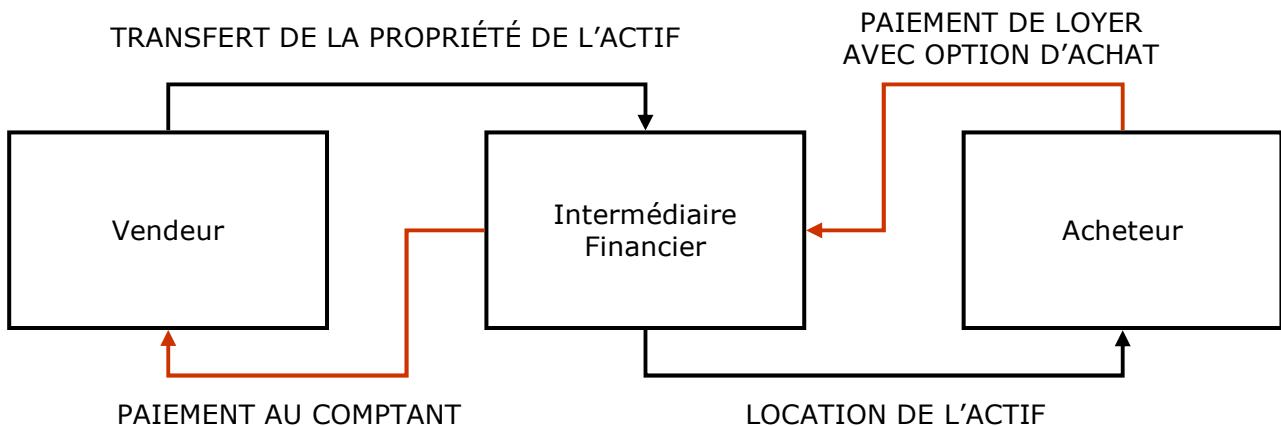
Source : Paris Europlace, Rapport Jouini et Pastré

Ijara

Ce mécanisme est proche de la mourabaha, sauf que l'acheteur est en fait locataire de l'actif avec une option d'achat à l'issue de la durée de location. L'Ijara ressemble donc à un crédit-bail, à la différence que l'acheteur n'est pas soumis à des pénalités en cas de retard, et que c'est le bailleur qui supporte le risque de destruction ou de perte de l'actif en tant que propriétaire de cet actif (sauf en cas de malveillance ou négligence de la part du locataire).

Les deux mécanismes de mourabaha et ijara peuvent être utilisés comme substitut à un crédit immobilier, la différence étant le transfert progressif de la propriété dans le cas de la mourabaha, transfert qui n'intervient qu'à la fin du contrat d'Ijara.

Figure 4 - Principe de fonctionnement de l'Ijara



Source : Paris Europlace, Rapport Jouini et Pastré

Takaful

Le terme takaful désigne un ensemble de personnes qui s'assurent mutuellement. Les compagnies takaful ont ainsi un fonctionnement proche de celui des mutuelles d'assurance, en ce sens qu'elles permettent de mutualiser les risques et répartir les pertes éventuelles entre l'ensemble des assurés. Les membres d'une compagnie d'assurance takaful sont à la fois assureurs et assurés. Ils détiennent les fonds, la compagnie jouant le rôle de gestionnaire et se rémunérant par le biais de commissions. Évidemment, les investissements qu'elle effectue grâce à ces fonds doivent être conformes à la Charia.

Sukuk

Le sukuk est un certificat d'investissement conforme à la Charia, équivalent d'une émission obligataire publique ou privée. Il doit être adossé à un actif tangible ou à l'usufruit d'un actif tangible, et correspond généralement à un projet donné. La rémunération versée est fonction de la performance de l'actif sous-jacent et non du temps qui passe.

Une crainte qui apparaît aujourd'hui est que le développement de nouveaux types de mécanismes aboutisse à des produits complexes qui seraient conformes à la lettre de la Charia sans en être fidèle à l'esprit, comme des produits permettant de spéculer.

FINANCE ISLAMIQUE ET ISR : CONVERGENCE POSSIBLE ?

Une étude réalisée par Samer Hobeika, centre de recherche ISR de Novethic,
sous la responsabilité d'Anne-Catherine Husson-Traore, directrice générale de Novethic

Depuis 2001, le centre de recherche de Novethic propose son expertise aux professionnels et anime des échanges entre différents acteurs : investisseurs, entreprises, ONG et autres parties prenantes. Seule source de statistiques sur l'ISR en France, Novethic analyse ce marché d'un point de vue quantitatif et qualitatif et évalue la qualité des processus de gestion ISR mis en place par les sociétés de gestion.



56, rue de Lille – 75007 PARIS
Tel : +33 (0)1 58 50 98 14 – Fax : +33 (0)1 58 50 00 30
E-mail: info@novethic.fr
www.novethic.fr

UNE FILIALE

