

## Bourse de Bruxelles

## La douche froide

Ayant réussi à passer entre les gouttes la semaine précédente, au cours de laquelle il avait progressé de 1,19 %, le BEL 20 n'échappait pas la semaine dernière à la sévère douche froide qui affectait la totalité des marchés. L'indice chutait en effet de 4,50 % d'un vendredi à l'autre pour clôturer à 2.392,52 points.

Alors que la semaine avait relativement bien commencé, la tendance s'inversait à partir de mercredi pour prendre une coloration franchement négative lors des séances de jeudi et vendredi. En cause, une hausse brutale de l'aversion au risque des investisseurs qui s'inquiétaient de manière grandissante des difficultés budgétaires de la Grèce mais aussi du Portugal et surtout de l'Espagne dont le poids est bien plus significatif au sein de la zone euro. Et ce, alors que les statistiques relatives aux allocations de chômage aux Etats-Unis concourraient elles aussi à alourdir le climat, les investisseurs ayant vite fait d'oublier le fort rebond du PIB américain au troisième trimestre 2009, publié la semaine précédente, pour ne plus se concentrer que sur les mauvaises nouvelles.

Sur Euronext Bruxelles, le secteur financier buvait la tasse, y compris le holding Fortis pénalisé par la détention dans son portefeuille pour près de 5 milliards d'euros d'obligations de l'Etat grec, dont les prix sont fortement sous pression en raison de la hausse des rendements exigés par les marchés. Le titre Fortis s'enfonçait dès lors de 4,15 % dans le rouge, une coloration qui était aussi prise par KBC, un titre qui figure depuis quelques mois parmi les plus volatils du secteur financier à Bruxelles. Le bancassureur flamand perdait quelque 5,9 % après un gain de 3,9 % la semaine précédente, les marchés étant soudain pris de doutes quant à la manière dont sera exécuté son plan de restructuration approuvé à la fin 2009 par la Commission européenne.

C'était également à un accord avec les autorités de la Commission que parvenait vendredi le groupe Dexia, lui aussi amené à se séparer de plusieurs actifs, mais l'information étant cependant sans influence sur les marchés puisque n'étant divulguée qu'après la clôture. Si le titre subissait les foudres des investisseurs cette semaine, chutant de 10,5 %, c'était entre autres en raison de l'ouverture d'une enquête contre sa filiale italienne Dexia Crediop au sujet de pertes liées à des produits dérivés. Parmi les autres valeurs en baisse, on citera donc, entre autres, la chute de 13,5 % de Picanol, celle de 12,4 % de Punch Telematix dont le cours avait bondi sur fond de spéculations de 15 % la semaine précédente, ainsi que le repli de 8,9 % d'Exmar. Du côté des valeurs dans le vert, il n'y avait que peu de mouvements à signaler: on notera le gain de 5,7 % de Parc Paradisio, celui de 3,7 % de Floridienne ou encore de 2,4 % de Roularta.

■ J.-P. M.



## Le billet juridique de l'étude Wildgen

Les aspects fiscaux de la finance islamique

## Une démarche décisive

Fidèle à sa politique de diversification de la place financière, le Luxembourg s'est efforcé ces dernières années de devenir l'un des centres de prédilection de la finance islamique. Forte de cette volonté, la place financière s'est hissée au rang de quatrième centre mondial en la matière.

■ A ce jour, la Bourse de Luxembourg compte 16 sukuk cotés pour une valeur globale de plus de 5,5 milliards de dollars, rivalisant ainsi avec Londres. Il est à noter que la Banque centrale du Luxembourg est devenue le premier membre associé européen du régulateur des marchés financiers islamiques, le *Islamic Financial Service Board*, situé en Malaisie.

Dans le souci de faciliter l'implantation de la finance islamique au Luxembourg, des groupes de travail réunissant tant les acteurs privés que publics du secteur financier ont été créés. De ces discussions, s'est fait jour la nécessité d'obtenir de la part de l'administration fiscale des précisions quant au traitement fiscal des produits de la finance islamique. En effet, si plusieurs transactions en conformité avec les préceptes de la charia, la loi coranique, se réalisent au Luxembourg, une incertitude quant à la fiscalité à leur appliquer subsistait.

C'est ainsi que l'administration des Contributions directes, répondant à la demande du ministère des Finances, a publié le 12 janvier 2010 une circulaire (L.G.-A n°55) venant définir les différents produits de la finance islamique présents sur le marché financier luxembourgeois, et clarifier le traitement fiscal de la Murabaha et des Sukuk.

## Définition des produits

Sachant que la notion d'intérêt n'existant pas dans la finance islamique, des règles différentes s'appliquent afin de répartir les bénéfices ainsi que les pertes éventuelles, le cas échéant, entre l'apporteur et l'utilisateur de capitaux.

Parmi les produits les plus communément utilisés, on retrouve:

- la **murabaha**: transaction qui permet au client d'acquérir un bien sans, contrairement à la finance conventionnelle, avoir à souscrire un emprunt portant intérêts. L'apporteur de capitaux (comme par exemple une banque) acquiert le bien et le cède à son client sur une base différée. Il s'agit d'un schéma de financement pouvant porter sur tout type d'actif conforme à la charia, mais le plus souvent sur des actifs immobiliers (ou encore des titres, des matières premières ou des machines);

- les **sukuk**: titres de créance dont la rémunération et le capital sont indexés sur la performance d'un ou plusieurs actifs détenus par l'émetteur, affectés au paiement de la rémunération et au remboursement des sukuk. Leur porteur bénéficie d'un droit



La finance islamique se veut conforme aux préceptes de la charia, la loi coranique (ici, une fête musulmane au Pakistan) (Photo: AFP)

de copropriété indirect sur ce ou ces actifs qu'il peut exercer en cas de défaillance de l'émetteur.

## Modalité d'imposition de la murabaha

Jusqu'à la publication de la circulaire, il était impossible de trancher de façon certaine la question de savoir si le gain réalisé par le financier sur la vente était acquis à son niveau dès la signature du contrat et ainsi immédiatement imposable en dépit du paiement différé (application stricte des règles fiscales), ou devait être assimilé à un intérêt (et dans ce cas imposé selon le principe des intérêts courus).

L'application stricte des règles fiscales à la murabaha réduisant sensiblement son intérêt au Luxembourg, l'administration fiscale a eu recours à une appréciation économique de l'ensemble de la transaction (*«wirtschaftliche Betrachtungsweise»*) telle que préconisée par la loi d'adaptation fiscale, pour assimiler le profit réalisé par le financier en intérêts. Cette assimilation permet corrélativement de rendre déductibles les paiements périodiques effectués par l'investisseur. Selon la circulaire, pour que le profit soit fiscalement assimilé à des intérêts, la convention de murabaha doit réunir les conditions suivantes:

- le contrat entre les parties doit clairement faire ressortir que le financier acquiert le bien pour le revendre, concomitamment ou dans un délai qui ne peut excéder six mois, à son client;

- le contrat doit faire apparaître distinctement la rémunération propre du financier à raison de son intermédiation, le bénéfice du financier constituant la contrepartie d'un différé de paiement, le prix d'acquisition par le client et le prix d'acquisition du bien par le financier;

- le bénéfice du financier doit être clairement explicité, connu et accepté par les deux parties au contrat;

- le bénéfice du financier doit être expressément désigné comme étant la contrepartie du

service rendu par le financier au client et qui résulte du différé effectif de paiement consenti à l'investisseur. Il peut par exemple s'agir d'une clause présentant le bénéfice comme étant «la contrepartie du différé de paiement octroyé à l'acquéreur par le vendeur, l'acquéreur s'obligeant à payer au vendeur le bénéfice jusqu'à la date de remboursement final»;

- comptablement et fiscalement, le bénéfice doit être étalé par le financier de façon linéaire sur la durée du différé de paiement, quels que soient les remboursements effectués.

Par ailleurs, la circulaire précise que l'étalement est réservé au seul bénéfice constituant la contrepartie d'un différé de paiement, à l'exclusion notamment de la marge correspondant à la rémunération propre au financier à raison de son intermédiation.

Exemple pratique d'un financement de bien immobilier: la banque prête la somme nécessaire à l'acquisition du bien immobilier à un *Special Purpose Vehicle (SPV)* détenu soit pas la banque, soit par un agent fiduciaire. Le SPV acquiert le bien immobilier et le revend immédiatement à l'investisseur.

Le prix de revente comprendra en plus du prix d'achat les frais de transaction, une marge de profit, les intérêts qui courront sur le prêt bancaire.

Au niveau du SPV, la murabaha revient à un financement *back-to-back*, dégageant une marge imposable correspondant à la rémunération propre du financier à raison de son intermédiation.

La circulaire précise qu'au cas où l'imposition s'effectue dans le cadre d'un bien appartenant au patrimoine privé, les dispositions fiscales y relatives sont applicables.

## Modalité d'imposition des opérations de sukuk

Préalablement à la publication de la circulaire, il s'agissait de savoir si ces instruments finan-

ciers pouvaient recevoir la qualification de «dette» afin que les rémunérations servies aux porteurs des obligations sukuk deviennent fiscalement déductibles chez l'émetteur.

La circulaire est venue clairement préciser que le traitement fiscal des sukuk est identique au traitement de la dette de la finance conventionnelle (bien que les revenus soient liés à la performance de l'actif sous-jacent).

En assimilant fiscalement les obligations sukuk à des instruments de dette, les rémunérations servies aux porteurs des sukuk sont ainsi traitées fiscalement de la même manière que l'intérêt pour l'émetteur de la finance conventionnelle. De par cette assimilation, les rémunérations versées au titre des sukuk sont fiscalement déductibles, dès lors qu'il est manifeste qu'ils sont engagés dans l'intérêt de l'entreprise.

Les revenus des sukuk seraient ainsi assimilés à des revenus de capitaux mobiliers au sens de l'article 97, alinéa 1<sup>er</sup>, numéro 3 L.I.R. (ou bénéfice commercial).

La circulaire précise que les dispositions fiscales relatives aux bailleurs de fonds et aux obligations participatives (articles 146 (1) 2 et 3 et 164 (2) L.I.R.) ne sont pas applicables à ce type d'instrument financier.

En ce qui concerne l'application des conventions contre les doubles impositions, il y a lieu de recourir, le cas échéant, à la procédure amiable afin de résoudre les difficultés éventuelles.

Avec pour objectif affiché de développer la finance islamique au Luxembourg, l'administration des Contributions directes a apporté sa pierre à l'édifice, avec le pragmatisme qu'on lui connaît. Cette démarche de nature à procurer plus de sécurité à l'investisseur sera, à n'en pas douter, décisive dans cette perspective.

■ Grégoire Chaste, avocat Jean-Luc Dascotte, associé Wildgen, Partners in Law