
La bourse de Beyrouth: vers une réforme indispensable

Par

Melynda Joseph BouAoun

Licence en droit, Université St Joseph de Beyrouth
DEA en droit privé général, Université Paris I
Avocate stagiaire au Barreau de Beyrouth

Habib Nasri Kazzi

Docteur en droit communautaire
Enseignant à l'Université Libanaise
Avocat au Barreau de Paris

Sommaire

I- Le faible rayonnement de la bourse de Beyrouth

A- La réglementation boursière actuelle

B- Les entraves au développement de la bourse de Beyrouth

II- La modernisation progressive de la bourse de Beyrouth

A- Une transparence accrue

B- L'adoption de sanctions dissuasives

Alors que le monde traverse une crise financière qui n'est pas sans rappeler celle de 1929, la communauté internationale tente de prôner de meilleurs instruments de régulation des opérations boursières. L'occasion pour nous d'analyser, à l'aune de la réforme engagée par le gouvernement libanais, les enjeux en présence et les solutions susceptibles de renforcer à la fois la gouvernance et la compétitivité de la bourse de Beyrouth.

1. La bourse, au sens économique et financier, est une institution publique ou privée, un lieu de rencontre de l'offre et de la demande qui permet la réalisation des échanges de biens ou d'actifs standardisés, généralement d'un produit financier, et ainsi d'en fixer le prix⁽¹⁾. Elle est caractérisée par un système organisé

(1) Sur l'origine de la bourse: JUGLART (M.) et IPPOLITO (B.), *Droit commercial*, Ed. Montchrestien, 1979, 2eme Ed., 867 pages, spéc. pp. 531 et s. Ce n'est pas par hasard que, l'endroit le plus riche du monde antique a donné son nom aux bourses. Le mot actuel de «bourse» dérive, en effet, du nom de la colline de «Byrsa» située en retrait de la ville de Carthage, à 10 km de Tunis, où avait été construit un temple dédié au dieu guérisseur Echmoun. Aujourd'hui, on y trouve le monastère des pères blancs et la cathédrale Saint-Louis de Carthage.

Le terme de bourse apparaît au début du XIV^{ème} siècle à Bruges en Comté de Flandre. Cette ville était un important centre de commerce depuis la fin du XII^e siècle. Une place de Bruges, qui portait le nom de la famille *Van der Beursee* était le lieu d'échange pour de nombreux marchands. Rapidement, on s'est mis à dire qu'on allait à la *Beursee* chaque fois qu'on réglait le volet financier d'une affaire.

de cotation⁽¹⁾. Au Liban, le seul point d'échanges et de cotation des instruments financiers se situe auprès d'une seule et unique institution publique: la bourse de Beyrouth, connue sous le nom de «*Beirut Stock Exchange*» (ci-après le BSE). Ce dernier est régi actuellement par le décret-loi No 120 du 16 Septembre 1983⁽²⁾ réglant l'organisation générale de la bourse (ci-après la Loi) et le décret d'application No 7667 du 16 Décembre 1995⁽³⁾ (ci-après le Décret) régissant le détail des diverses opérations internes⁽⁴⁾. Pourtant la création de la bourse en tant que telle remonte bien avant 1983, puisqu'elle fut établie en premier sous le mandat français en vertu du fameux décret-loi No 1509 du 3 juillet 1920!

2. En vertu de l'article 2 de la Loi, le BSE organise deux sortes d'échanges: l'échange des matières premières (monnaies, métaux précieux, etc.) et l'échange des instruments financiers. Ce dernier s'opère entre trois marchés: le premier marché ou marché officiel, (*official market*)⁽⁵⁾, le second marché ou le marché restreint (*junior market*)⁽⁶⁾ et le marché des sociétés non cotées (*Over the Counter*, «OTC»)⁽⁷⁾; le choix du marché dépend de la motivation des introducteurs et est soumis à des contraintes légales relatives à la maturité et à la dimension des entreprises concernées⁽⁸⁾. Cette diversité d'options offertes selon les opérateurs économiques renvoie *de facto* à la question relative aux avantages qu'ils sont susceptibles de trouver dans l'introduction au BSE. En dépit de certaines contraintes qui sont communément associées à l'introduction en bourse portant notamment sur la perte de confidentialité du fait de l'ouverture de la société au grand public, la dilution du pouvoir de contrôle et la pression accrue sur les résultats à court terme, force est de constater que la cotation présente d'indéniables mérites⁽⁹⁾.

3. Les sociétés cotées bénéficient généralement d'avantages fiscaux. Dans la plupart des pays développés, le législateur n'hésite pas en effet à octroyer des

(1) Sur le fonctionnement et l'organisation de la bourse: PILVERDIER-LATREYTE (J.), «Introduction en bourse», in *Encyclopédie des marchés financiers*, Yves Simon, éd., Economica, 1997, pp. 705 et s. Rappelons qu'il y a cotation d'un titre lors de son admission sur un marché financier. Sa valeur est donc définie par le marché.

(2) Ce décret-loi a été amendé à deux reprises, par le décret-loi No 30/1985 et la loi No 418/1995.

(3) Ce décret est pris en application de l'article 20 de la loi No 120/83 et a été à son tour amendé à deux reprises par le décret No 13050 du 5 Août 2004 et le décret 17424 du 11 Juillet 2006.

(4) A noter dans ce contexte qu'il existe la loi No 234 du 10/06/2000 qui régit la profession d'intermédiaire financier complétant ainsi les lois précitées concernant la bourse.

(5) Art. 106 et 107 du Décret.

(6) Art. 111 et 112 du Décret.

(7) Ce troisième marché concerne les sociétés ayant un capital supérieur à 100.000 dollars US. Les actions de ces sociétés sont négociées sans être inscrite à la Bourse de Beyrouth. (art. 113 du Décret).

(8) V. infra, para. 10.

(9) Pour une présentation générale: PILVERDIER-LATREYTE (J.), «Introduction en bourse», *op.cit.*, spéc. p. 707; JUGLART (M.) et IPPOLITO (B.), *Droit commercial, op.cit.*, spéc. p. 533.

réductions fiscales aux sociétés cotées afin de les encourager et de dynamiser ainsi les marchés financiers. La cotation en bourse facilite également les acquisitions⁽¹⁾ et fournit de la liquidité à la société en question avec une meilleure répartition des risques par le biais des négociations d'actions et d'obligations et une diversification des sources de financement grâce à une panoplie de produits financiers répondant aux divers besoins de l'entreprise, sans pour autant perdre le contrôle de sa stratégie commerciale⁽²⁾. La bourse, et le marché financier en général, offrent l'opportunité de lever des capitaux sous forme de fonds propres ou d'emprunts à des conditions plus avantageuses en comparaison avec les sources classiques de financement (notamment bancaires) du point de vue du taux d'intérêt et de la durée de l'emprunt. Ceci permet, à côté du renforcement des fonds propres, de réduire les frais financiers de l'entreprise, d'augmenter sa rentabilité et d'accroître sa compétitivité. La bourse valorise le capital et le diversifie. Elle permet d'évaluer quotidiennement le cours de l'action en tenant compte tant de la valeur comptable de la société que de ses perspectives futures de croissance. Ce suivi quasi-permanent de la situation de l'entreprise valorise le patrimoine des actionnaires et leur donne la possibilité de le réaliser à sa valeur réelle.

4. Dans la même veine, la cotation en bourse procure un «label de prestige» à la société cotée et augmente sa réputation et sa renommée dans le monde des affaires. Son image et sa crédibilité s'affirment auprès de tous: banquiers, fournisseurs et clients. C'est désormais un moyen de communication et de publicité en vertu duquel la société cotée s'assure une clientèle potentielle importante. Ce label de prestige qui entoure la société cotée est aussi un facteur de mobilisation du personnel en ce sens qu'il constitue un facteur de fierté pour celui-ci qui n'hésite pas à afficher son appartenance à un club privilégié d'entreprises. Par la même occasion, la bourse assure la continuité de l'entreprise. Elle évite tout éclatement ou dissolution éventuelle de la société, notamment suite au départ d'un actionnaire majoritaire. Aussi, la bourse facilite-t-elle l'entrée de nouveaux actionnaires qui ne sont pas pour autant prisonniers du système. Ces derniers pourront en sortir, quand bon leur semble, par le même biais de la bourse. Cet accès à des fonds permanents pérennise l'entreprise et constitue l'une des principales motivations mises en avant par les sociétés cotées pour justifier leur introduction en bourse. On parle de l'aspect «*Evergreen*» (permanent) des fonds levés. L'ensemble est donc largement géré dans une logique de fructification patrimoniale et de «grosse tirelire qui grossit»⁽³⁾.

(1) Le fait d'être coté donne la possibilité, dans certains cas, d'utiliser des moyens de financement originaux, en particulier les émissions d'actions d'apport. Celles-ci permettent d'utiliser les titres de la société comme monnaie d'échange, notamment à l'occasion d'opérations de croissance externe.

(2) Le contrôle de la société peut être sauvegardé grâce à une diffusion d'une part limitée du capital ou le recours à des produits financiers adéquats (certificats d'investissement et actions à dividendes prioritaires sans droit de vote).

(3) BRIAND (G.) et GONDARD (V.), «*Avantages et inconvénients de la cotation en bourse des fonds de private equity*», Mai 2007, HEC Paris, spéc. p. 21.

5. Malgré les avantages susmentionnés de la cotation en bourse, force est de constater que le BSE présente une activité relativement faible comparée à celle des autres bourses régionales. En 1996, quatre compagnies uniquement sont cotées. Actuellement, leur nombre tourne autour de quinze, dont la majorité sont des institutions bancaires. Cette situation contraste fortement avec celle qui existait durant les années 1950 et 1960 durant lesquelles on nota près de quarante-cinq compagnies cotées sur le BSE.

A l'aune de ce constat, deux questions viennent immédiatement à l'esprit: pourquoi ce changement? Et quelles sont les raisons qui rendent assez timide la cotation auprès du BSE?

6. Afin de remédier à cette situation, le gouvernement libanais a engagé depuis 2004 une série de réformes législatives visant à moderniser et encourager les opérations de cotation et la négociation des instruments financiers à la bourse de Beyrouth. C'est dans cette perspective que deux projets de loi virent le jour. Le premier date du 18 Décembre 2004 et porte sur la réglementation des informations privilégiées sur les marchés financiers visant à interdire toute exploitation personnelle et illégale desdites informations dans les diverses transactions financières. Le second date du 30 juin 2006 et porte sur les marchés financiers de manière générale. Cette réforme de la réglementation boursière présente certes des avantages indéniables mais, en tout état de cause, semble insuffisante pour lutter contre les obstacles d'ordre économique, sociologique ou politique et qui sont autant de freins à l'expansion d'un marché financier organisé au Liban. L'objet de la présente contribution consiste, précisément, à analyser les difficultés de la bourse de Beyrouth à travers une analyse préalable des règles qui régissent la cotation et la négociation des instruments financiers (I), afin de mieux appréhender les perspectives de réforme à la lumière des deux projets de loi précités visant à stimuler le marché boursier libanais (II).

I - Le faible rayonnement de la bourse de Beyrouth

7. Pour bien comprendre les entraves au développement de la bourse de Beyrouth (B), une analyse préalable de la législation actuelle régissant la cotation et les opérations financières au sein de cette institution s'impose (A).

A - La réglementation boursière en vigueur

8. **Autorités de régulation.** Trois organes sont principalement en charge du bon fonctionnement de la bourse de Beyrouth: un Comité de bourse, Midclear et un Conseil disciplinaire rattaché au BSE.

L'article premier des statuts du BSE stipule que le marché est supervisé par le Ministère des finances et dirigé par un Comité de 10 membres composé d'un Président, d'un Vice-président et de huit membres nommés en vertu d'un décret émis par le Conseil des ministres, en accord avec la proposition du Ministre des

finances. Ces 10 membres sont choisis de la manière suivante: 2 experts en matière financière parmi lesquels le président est nommé, 1 représentant du ministère des finances (le vice-président), 2 représentants des banques⁽¹⁾, 2 représentants des courtiers⁽²⁾, 2 représentants des sociétés cotées, et 1 représentant des sociétés anonymes membres de la bourse. L'article 13 de la Loi accorde au Comité les mêmes prérogatives que le Code de commerce accorde au conseil d'administration d'une société anonyme. Cet article est complété par les articles 21 et 22 du Décret selon lesquels le Comité est chargé de gérer les marchés, contrôler l'activité des émetteurs et des investisseurs tout en leur procurant les informations nécessaires, protéger les intérêts des investisseurs et proposer des réformes législatives aux autorités compétentes.

Parallèlement au Comité, la négociation des instruments financiers au sein du BSE s'opère *via* une institution particulière, Midclear SAL. Cette autorité tient essentiellement deux rôles, en assurant à la fois la fonction de dépositaire des instruments financiers négociés en conformité avec les règles et les règlements en vigueur d'une part, et l'enregistrement et la validation du transfert de propriété des instruments en question, d'autre part. Enfin, un Conseil disciplinaire rattaché au BSE est compétent pour examiner les violations des dispositions de la Loi ou du Décret, mais également pour imposer des sanctions et des amendes. Composé de trois des membres du Comité du BSE, ses décisions sont susceptibles d'appel devant la Cour d'appel de Beyrouth.

9. Conditions de cotation. La dimension des entreprises et leur date de constitution orientent le choix du marché coté. Pour être cotées sur le premier marché du BSE, les entreprises doivent être établies depuis au moins trois ans et avoir un capital équivalent ou supérieur à 3 millions de dollars américains en livres libanaises. Ces entreprises doivent émettre un minimum de 25% de leurs actions au public, et ce pourcentage doit être détenu par au moins 50 actionnaires. Un second marché regroupe les sociétés nouvellement créées avec un capital supérieur ou égal à un million de dollars US. De la même manière, lesdites sociétés doivent ouvrir au public plus de 25% de leur capital qui doit être détenu par 50 actionnaires au moins. De plus, en vertu de l'article 40 du Décret, est considérée comme membre de plein droit du BSE toute société anonyme dont le capital dépasse le seuil minimum légal prévu par la loi (/30, 000,000/ LBP), indépendamment de toute cotation. A ce titre, chaque membre doit verser une commission annuelle chiffrée à /100/ USD. Parallèlement à ces paramètres financiers, la législation libanaise met à la charge des entreprises désireuses de se coter de lourdes contraintes administratives. Celles-ci doivent être scrupuleusement respectées sous peine de remettre en cause la validité de toute

(1) Choisis parmi 6 candidats nommés par l'association des banques du Liban.

(2) Choisis parmi 6 candidats nommés par l'association des courtiers du BSE.

l'opération⁽¹⁾. A noter que cette lourdeur administrative pèse également sur les investisseurs en cas d'acquisition unique ou multiple de titres d'une société cotée⁽²⁾, quels que soient par ailleurs les avantages fiscaux dont peut bénéficier la société en question⁽³⁾.

10. Frais de cotation et de transaction. La présence d'une société au BSE entraîne des frais qui varient selon divers paramètres. Par souci de clarté, les dispositions réglementaires sont synthétisées dans le tableau ci-dessous:

-
- (1) En effet, pour la cotation sur le marché officiel ou secondaire, les documents et informations suivants sont nécessaires:
- a- Une demande d'admission dûment préparée en conformité avec les règles du Comité de bourse.
 - b- Une copie conforme de l'enregistrement au Registre du Commerce.
 - c- Une copie certifiée conforme des statuts de la société en question et de leurs amendements qui doivent prévoir explicitement l'ensemble des informations (tarification, etc.) sur les instruments financiers émis au BSE.
 - d- Une circulaire commerciale officielle et récente.
 - e- Des copies des procès-verbaux des assemblées générales et réunions du conseil d'administration enregistrées au Registre du Commerce, pour les trois dernières années, ou pour la période entre la date de constitution et la date de présentation de la demande.
 - f- Une description détaillée de la nature et de la valeur des titres en question.
 - g- Les Bilans, les comptes de résultats, les comptes définitifs consolidés (dans le cas où l'émetteur a des filiales), les rapports du Conseil d'administration, et des commissaires aux comptes pour les trois dernières années, ou pour la période entre la date de constitution et la date de la présentation de la demande.
 - h- Une description de l'activité de l'émetteur et des marchés sur lesquels il opère.
 - i- Une présentation des sociétés filiales de l'émetteur et de la proportion de capital détenue par celui-ci.
 - j- Une attestation rédigée par l'émetteur qui s'engage à respecter les règles fixées par le Comité.
- (2) Conformément aux articles 115 et 162 du Décret, deux cas doivent être identifiés. Lors d'une première acquisition de titres dans une société cotée au BSE, tout ordre d'achat devra inclure notamment les éléments suivants:
- la nature de l'opération (achat ou vente),
 - le cahier des charges et les caractéristiques des titres qui font objet de la commande,
 - le nombre de titres en question,
 - le prix des titres échangés (prix fixe ou prix négocié),
 - plus généralement, toutes les informations nécessaires pour la bonne exécution de la commande qui seront spécifiées par le Comité de bourse une semaine avant la date de son entrée en vigueur.
- Dans le cas d'une nouvelle acquisition, l'investisseur dans une société cotée au BSE doit présenter son projet au Comité, accompagné des documents suivants:
- une description des objectifs concernant la direction et la gestion de la société en question, le nombre de titres qu'il possède, ainsi que les droits de vote dont il jouit,
 - le nombre minimum et maximum de titres et de droits de vote qu'il souhaite détenir par le biais de cette acquisition,
 - le prix proposé et les termes de l'échange,
 - un engagement de respecter les conditions susmentionnées, accompagné par les garanties financières adéquates.
- (3) Ainsi, toutes les transactions au sein du BSE sont exemptées du droit de timbre. En outre, les dividendes des sociétés anonymes libanaises dont les actions sont cotées au BSE sont soumis à un impôt de 5%, alors que les dividendes d'une société holding (cotée ou non) sont exemptés de l'impôt sur les dividendes.

Frais initiaux des premiers 12 mois	Frais annuels d'abonnement	Frais à partir de la 2 ^{ème} année de cotation	Commissions sur les transactions ⁽¹⁾ (selon les diverses portions)
Chaque société émettrice devra payer l'équivalent de USD /10,000/ en LBP	USD /100/ ⁽²⁾	Le courtier paiera USD /2000/ et la société cotée paiera entre /2,000/ et /10,000/USD selon sa valeur en bourse ⁽³⁾ .	<ul style="list-style-type: none"> - 4‰ → sur la première portion de la transaction ne dépassant pas USD /100,000/ - 2,5‰ → sur la 2^{ème} portion entre USD /100,001/ et USD/1, 000,000/ - 1‰ → sur la 3^{ème} portion entre USD /1,000,001/ et USD/5, 000,000/ - 0,1‰ → sur la 4^{ème} portion excédant USD /5,000,001/

11. Cotation des banques. La cotation des banques et des institutions financières obéit à des règles particulières. La loi No 308 du 3 avril 2001 concernant l'émission et la négociation des titres des banques prévoit que l'émission sur des marchés financiers organisés des actions d'une banque libanaise est interdite sans l'autorisation préalable de la BDL. Cette autorisation est soumise à des conditions assez strictes⁽⁴⁾. En outre, la loi No 308 prévoit que la souscription et la négociation de titres mettant en jeu des banques libanaises sont soumises à l'approbation préalable du Conseil central de la BDL lorsque le cessionnaire acquiert, directement ou par l'intermédiaire d'un contrat fiduciaire, plus de 5% du total des actions de la banque ou des droits de vote. Les personnes qui violent cette disposition encourent une amende et/ou un emprisonnement, et

- (1) Ces chiffres concernent uniquement les transactions au sein du marché officiel et du marché secondaire. A titre indicatif, chaque opération d'achat ou de vente effectuée sur l'OTC implique le paiement d'une commission équivalente à 7,5% du montant de la transaction. Par ailleurs, les commissions mentionnées dans le tableau ci-dessus sont réparties comme suit: 64% au profit des courtiers, 24% pour le BSE et 12% pour Midclear.
- (2) Toute société anonyme dont le capital dépasse LBP / 500 000 / est susceptible d'intégrer le BSE et être, en conséquence, soumise au paiement de droits annuels d'un montant de USD/100/. Chaque membre qui omet de payer les cotisations annuelles dans le délai fixé par le Comité risque une amende d'un montant égal à cinq fois la valeur des taxes, conformément à l'article 209 du Décret.
- (3) Après 3 mois de retard, une pénalité équivalente à 20% devrait être payée pour chaque mois de retard.
- (4) Pour l'obtention de ladite autorisation, les conditions minimales suivantes sont nécessaires:
- (a) Les actions de la Banque en question devraient être totalement, et non en partie, ouvertes à la souscription publique et négociables sur les marchés financiers organisés conformément aux statuts de cette Banque ou d'une décision de l'assemblée générale extraordinaire.
 - (b) - Les statuts de la Banque ou l'assemblée générale extraordinaire devraient déterminer:
 - La proportion d'actions mentionnées ci-dessus qui est ouverte à la souscription publique et négociable sur les marchés financiers organisés.
 - Le système de négociation applicable aux actions non cotées sur ces marchés.

tout accord conclu en violation de ces dispositions doit être considéré comme nul et sans effet. Dans le même registre, l'autorisation préalable du Conseil central de la BDL est également requise pour les acquisitions d'actions dépassant certains seuils dans les institutions financières⁽¹⁾, conformément aux dispositions de la Circulaire No 7136 adoptée en 1998⁽²⁾. Enfin, concernant l'achat par une banque de ses propres actions cotées sur les marchés financiers organisés, une telle opération requière tout autant l'autorisation préalable de la BDL. Pour que cette autorisation soit accordée, la condition minimale est que la banque en question apporte la preuve qu'elle détient suffisamment de réserves pour mener à bien la transaction.

12. Sociétés d'assurance et de télécommunication. L'acquisition d'actions dans des sociétés d'assurance et de télécommunication est également régie selon des règles particulières. En ce qui concerne l'investissement dans les sociétés d'assurance, la loi sur l'assurance No 9812 en date du 4 Mai 1968, telle que modifiée par la loi No 94 en date du 18 Juin 1999, prévoit que les activités d'investissement menées par des compagnies d'assurance libanaises doivent être soumises au contrôle du Ministère de l'économie et du commerce. Ce dernier vérifie, par le biais de la Commission de contrôle des assurances, le respect de la réglementation en vigueur dans le domaine des assurances, ainsi que leurs capacités à respecter leurs obligations vis-à-vis de leurs clients.

Dans le domaine des télécommunications, la loi No 431 en date du 22 Juillet 2002 prévoit que la cession de la majorité de contrôle dans une société qui détient le droit d'exploiter un service de télécommunication au Liban doit être notifiée à l'Autorité libanaise de régulation des télécommunications. Cette dernière décidera des conditions de divulgation de la transaction et de la procédure à suivre en l'espèce.

13. Investissements étrangers. La réglementation boursière libanaise ne prévoit pas en principe des restrictions en présence d'investisseurs étrangers dans une société libanaise. Toutefois, des restrictions diverses et variées existent parmi d'autres textes législatifs et réglementaires, limitant d'autant plus l'attractivité de la bourse de Beyrouth. Ainsi, un tiers du capital d'une société anonyme libanaise, dont l'objet est l'exploitation et la gestion d'un service public, doit être formé

(1) Pour une définition de cette notion: art. 178 et s. du Code monétaire et financier.

(2) En présence d'institutions financières, la Circulaire numéro 7136 de 1998 exige l'autorisation préalable du Conseil central de la BDL dans les situations suivantes: 1) Si l'acquéreur possède, directement ou indirectement, jusqu'à 10% des actions de l'institution financière en question 2) Si l'acquéreur possède déjà 10% des actions de l'institution financière 3) Si l'acquéreur est un membre du conseil d'administration, quel que soit le nombre d'actions acquises. A noter que l'institution financière concernée doit informer elle-même la BDL en cas d'acquisition égale ou supérieure à 10% de ses actions.

d'actions nominatives détenues par des actionnaires libanais. Ces actions ne peuvent être transférées qu'à des actionnaires libanais⁽¹⁾.

Une deuxième restriction porte sur les actions qui sont détenues par une société anonyme agissant en tant que représentante commerciale au Liban. Dans ce cas, le décret législatif No 34/67 prévoit que les actions d'une société par actions agissant dans ce cadre doivent être nominatives et la majorité de son capital doit être détenue par des ressortissants libanais. Doivent aussi être de nationalité libanaise, les deux tiers des administrateurs de la société ainsi que son directeur général.

Des restrictions particulières s'appliquent également dans le cas d'acquisition par des non libanais de parts dans une société libanaise opérant dans le secteur immobilier au Liban. Cette situation est régie par la loi No 11614 en date du 4 Janvier 1969, telle que modifiée en 2001⁽²⁾.

14. Une autre limitation a trait à l'acquisition par des investisseurs étrangers d'actions dans des sociétés de médias libanaises. Cette acquisition est régie par l'article 13 de la loi sur les médias No 382 en date du 4 Novembre 1994. Celui-ci prévoit que les actions d'une société de médias libanaise peuvent uniquement être détenues par des particuliers libanais ou par des personnes morales dont le capital est entièrement détenu par des libanais et dont les statuts interdisent la vente d'actions à des non libanais. Enfin, et sans prétendre à l'exhaustivité, une restriction est également de rigueur concernant les sociétés anonymes libanaises qui peuvent être détenues seulement jusqu'à 99,9% par des étrangers. La raison en est que la loi libanaise exige parmi les conseils d'administration de sociétés par actions libanaises la présence d'une majorité de ressortissants libanais et la détention par ces administrateurs d'une part symbolique de la société en tant qu'actions de garantie.

B- Les entraves au développement de la bourse de Beyrouth

15. Les obstacles au développement de la bourse de Beyrouth résultent de facteurs liés tout autant aux spécificités sociologiques, économiques et politiques du Liban, qu'aux lacunes de la législation boursière actuelle.

(1) Art. 78 du Code de commerce. Pour rappel, les titres ou valeurs mobilières négociés en bourse revêtent la forme au porteur (identifiés par un numéro avec une feuille de coupons détachables et transmissibles de la main à la main) ou la forme nominative (caractérisés par une inscription sur le registre de la société émettrice et transmissible par les formalités de transfert).

(2) En substance, cette loi libanaise interdit à toute entité juridique qui est considérée par celle-ci comme non libanaise d'acquérir par un contrat ou par tout autre acte juridique tout droit immobilier dans le territoire libanais sans l'obtention d'une autorisation accordée en vertu d'un décret du Conseil des ministres sur avis du Ministre des finances. Cette restriction serait pertinente uniquement en cas d'acquisition d'une zone géographique d'une superficie supérieure à 3000 m², et la période d'obtention de cette autorisation varie généralement entre un à six mois.

16. Sur le plan sociologique, la cotation en bourse se trouve limitée eu égard aux mentalités de la majorité des libanais qui considèrent encore la bourse comme un jeu basé uniquement sur le hasard et les spéculations. Ceci est dû à l'absence d'une «culture de l'investissement» proprement dite avec un rôle quasi effacé des médias sur ce plan là. Contrairement aux médias des pays développés, la plupart des médias libanais accordent en effet peu d'importance au volet économique qui se trouve noyé dans les dernières pages des journaux, préférant privilégier les informations d'ordre politique relatant les mésententes quotidiennes entre les leaders politiques. Cette situation est d'autant plus dommageable qu'elle se cumule à la diminution de la classe moyenne au Liban et, en corrélation, l'augmentation des classes défavorisées qui n'ont quasiment rien pour investir étant donné que l'investissement boursier est synonyme de richesse.

17. Sur le plan économique, les entraves à la cotation boursière sont essentiellement de deux ordres. A la spécificité organisationnelle de la plupart des entreprises libanaises, s'ajoute, sur un plan économique plus général, le fait que la cotation en bourse ne paraît pas indispensable pour ces entreprises et ne constitue pas une source première de leur financement.

En effet, sur le plan interne, la plupart des compagnies libanaises sont des petites et moyennes entreprises familiales (ci-après PME) qui se caractérisent par une faible structure organisationnelle⁽¹⁾ et un manque de transparence dans la gestion⁽²⁾, ce qui est contraire à toute logique de cotation qui nécessite une organisation accrue de la société cotée qui doit dévoiler un certain nombre de données commerciales et économiques au public. Dans le même temps, l'inscription des actions sur un marché coté assurerait la mobilité du capital et la pérennité de l'entreprise en facilitant la sortie partielle ou totale des minoritaires familiaux ou financiers et l'entrée de nouveaux actionnaires. Une fois inscrites à la cote, les actions bénéficient de tous les avantages liés à la cotation sur une bourse de valeurs. Leur évaluation permanente et leur négociabilité facilitent les transactions lors de successions. De même, l'introduction pose parfois des problèmes à certains groupes familiaux qui ont été habitués à la discrétion et à ne pas partager le pouvoir. Un montage financier tel que la constitution d'une structure de groupe coiffée par une holding familiale non cotée permettrait de ne pas publier trop d'informations. A la tête du groupe, la holding détiendrait la majorité des actions de la société cotée. De son côté, le législateur libanais serait bien inspiré de préconiser des mesures plus souples tenant compte des spécificités des PME amenées à être cotées. Restent alors en suspens les craintes légitimes des

(1) A cet égard, l'intégration d'individus hors du cercle familial dans l'administration pourrait favoriser une meilleure gouvernance de ce type d'entreprises.

(2) Il est question de transparence surtout quant aux déclarations et rapports financiers que l'entreprise est en devoir de délivrer aux autorités compétentes.

dirigeants de PME liées à la perte de contrôle à la suite d'une offre publique réussie. Il est clair à ce propos que les mécanismes juridiques actuels qui permettent de lutter contre des OPA/OPE agressives sont insuffisants et doivent être renforcés⁽¹⁾.

Sur le plan externe, les sociétés trouvent devant elles d'autres alternatives de financement rendant assez inutile l'option de se financer par le biais de la cotation en bourse. Parmi ces alternatives de financement, citons principalement les crédits octroyés par les banques, l'autofinancement des sociétés ou le «*Private Investment*», la cotation dans des bourses régionales et internationales⁽²⁾ et le développement de la finance islamique⁽³⁾. De fait, les entreprises libanaises ne se tournent pas systématiquement vers les marchés de capitaux pour assurer leur financement par dettes, alors même que les conditions offertes seraient plus avantageuses que celles proposées par les banques. Or, la complémentarité des rôles des banques et des marchés de capitaux dans le financement de l'entreprise doit être soulignée. Les firmes ont intérêt à limiter le pouvoir de négociation de

-
- (1) La législation libanaise ne prévoit expressément aucun mécanisme anti-OPA. Le rachat par la société de ses propres actions est toutefois reconnu au Liban, sous certaines conditions. Il peut permettre à la société de lutter contre une OPA hostile en réduisant le nombre d'actions en circulation et en augmentant leur prix, ce qui rend la prise de contrôle plus chère. En outre, l'article 118 du Code de commerce dispose qu'un droit de préemption peut être prévu dans les statuts en faveur de tous les actionnaires, de certains d'entre eux, ou de la société. Ce droit devra alors être exercé durant une période et au prix déterminés. Toutefois, l'exercice de ce droit ne doit pas être abusif ou conduire à limiter la transférabilité des actions.
- (2) A titre d'exemple, *Solidaire* a coté ses actions au *Koweït Stock Exchange* et *Investcom* auprès du *London Stock Exchange* et du *Dubai DIFX*.
- (3) Sur l'essor considérable et les caractéristiques de l'activité bancaire islamique menée au Liban: NAMMOUR (F.), «Activité bancaire islamique: l'expérience libanaise», *Al-Adl*, 1/2006, pp. 97 et s. Au Liban, la loi établissant les banques islamiques au Liban date du 11 Février 2004, à laquelle s'ajoutent notamment 9 Circulaires (no 94 à 102) de la BDL. Les principaux acteurs au regard des finances islamiques sont l'Arab Finance House holding et Al Baraka Bank Lebanon. Pour rappel, la finance islamique, en accord avec l'éthique de l'islam, est basée sur deux principes: l'interdiction de l'intérêt, aussi appelé usure, et la responsabilité sociale de l'investissement. Elle lie plus étroitement la rentabilité financière d'un investissement avec les résultats du projet concret associé. L'islam interdit les transactions tant civiles que commerciales faisant recours à l'intérêt (ribâ), à la spéculation (gharar) ou au hasard (massir). L'encours de la finance islamique dans le monde a été entre 600 et 800 milliards de dollars en 2007 et pourrait atteindre 1000 milliards en 2010, selon des prévisions publiées en 2008 (*La finance islamique de plus en plus courtisée*, in *La Tribune*, 20 mars 2008, p. 23). L'encours de la finance islamique a progressé rapidement de 2003 à 2007 (+15% par an), soutenue par les revenus des pays du golfe Persique et d'Asie du Sud-Est, en fort développement économique sur la période, les rapatriements de fonds moyen-orientaux après les attentats du 11 septembre 2001 et la montée de la conscience religieuse islamique. Alors que 25% de la population mondiale est de confession musulmane, certains estiment que 40 % à 50% de leur épargne sera gérée par la finance islamique d'ici 8 à 10 ans, contre 10 % vers 2007. En 2004, on dénombrait environ 270 banques islamiques et institutions financières dans le monde selon le Conseil supérieur des banques et établissements financiers islamiques. Les principales banques islamiques dans le monde sont, par ordre de taille décroissante d'encours en 2006: Al Rajhi Bank (Arabie Saoudite), la Kuwait Finance House (Koweït), la Dubai Islamic Bank (Dubai), l'Abu Dhabi Islamic Bank (Emirats Arabes Unis), et la Bank Al Jazira (Arabie Saoudite).

leur banque, soit en s'adressant à d'autres banques, soit en s'adressant au marché. L'une des conséquences les plus notables de la possibilité pour les firmes de se financer directement sur les marchés financiers est la diminution du coût de l'intermédiation financière. Bref, la notoriété attachée au fait d'être coté sur un marché officiel facilite les appels directs au marché financier et les relations avec les partenaires financiers. De la même façon, la cotation en bourse peut faire partie intégrante d'une stratégie de développement à moyen terme. Non seulement l'entreprise introduite en bourse est perçue par l'environnement comme ayant atteint une dimension économique et financière qui permet de la situer dans une classe de risque inférieure à celles de sociétés non cotées; mais cette cotation sur une place nationale est souvent une condition nécessaire à l'introduction sur des places boursières étrangères. La multicotation permet alors de réaliser des stratégies financières au niveau international⁽¹⁾.

18. Sur le plan politique, l'absence de vision des gouvernants, leur conservatisme et leur manque de considération à l'égard du secteur privé contribuent au faible développement de la bourse de Beyrouth. L'absence d'une politique industrielle et économique effective à l'échelle nationale n'encourage pas les entreprises à s'agrandir et devenir plus solides en vue d'une introduction en bourse. Les conséquences de cette situation ne se traduisent pas uniquement au niveau financier, mais se répercutent aussi négativement sur l'emploi avec une augmentation du taux d'émigration des intellectuels et des forces ouvrières. Une politique de développement du marché boursier libanais constituerait donc, dans une certaine mesure, un facteur de développement du secteur privé, de progrès social et d'emplois.

19. Sur le plan juridique, l'activité boursière n'est guère plus encouragée. Ceci est dû à l'inadaptation de la législation libanaise qui comprend plusieurs failles et imperfections. Nous avons évoqué précédemment les entraves rencontrées par les investisseurs étrangers, ainsi que le formalisme administratif excessif dans un nombre important de secteurs régulés (banques, assurances, médias, etc.). A cela, il convient d'ajouter ici les défaillances de la législation actuelle relatives au Comité de bourse et à la procédure de cotation et de résolution des litiges qui méritent une attention toute particulière.

20. Les dispositions normatives régissant le BSE n'ont pas déterminé la nature juridique de celui-ci. Sa composition, telle que citée plus haut, ne facilite guère la situation et suscita maintes controverses jusqu'au jour où cette question fut tranchée par le Conseil d'Etat dans son arrêt No 60/94. En effet, au terme d'un contentieux qui a opposé des courtiers au BSE, la juridiction administrative suprême a précisé la nature juridique de la bourse de Beyrouth en qualifiant cette

(1) GINGLINGER (E.), «Marchés de capitaux et financement de l'entreprise», in *Encyclopédie des marchés financiers*, Yves Simon, éd., Economica, 1997, pp. 897 et s.

dernière d'«établissement public doté d'un pouvoir réglementaire». Cette question qui souleva tant de controverses relève, en réalité, du rôle ambigu conféré au Comité qui cumule deux prérogatives antagonistes qui dynamitent tout le système. Ce Comité est chargé d'une double mission de gestion et de contrôle des opérations de bourse. Or, il est aberrant de concevoir un gérant qui est le seul à pouvoir contrôler ses propres agissements. La réglementation d'un marché financier nécessite l'existence de deux organismes détachés: d'une part, un organisme de gestion et d'organisation des transactions financières qui devra également avoir son mot à dire dans l'admission des membres, la publication des informations relatives aux sociétés émettrices ainsi que la création d'indices boursiers; d'autre part, un organisme chargé de contrôler et surveiller l'activité financière organisée par l'organisme de gestion pour une plus grande transparence du marché et une plus haute protection de l'épargne publique. Dans la plupart des pays, la mission de gestion est souvent confiée à une société commerciale⁽¹⁾. Cette mission peut, à cet égard, être prise en charge par plusieurs sociétés ayant chacune en charge un marché déterminé (le premier marché ou le second marché, etc...). Quant à la mission de contrôle, elle est le plus souvent confiée à une autorité de régulation étatique présentant des garanties de spécialisation et d'indépendance suffisantes⁽²⁾. Il est bon de relever ici que beaucoup de bourses régionales ont adopté ce dualisme quant à la réglementation de leurs marchés financiers. Citons à titre d'exemple la bourse de Jordanie, des Emirats Arabes Unis, de l'Egypte, du Maroc et de la Tunisie. Malheureusement, cela n'est toujours pas le cas au Liban⁽³⁾.

21. Par ailleurs, il est difficilement concevable d'avoir des représentants des banques au sein du Comité, surtout que l'activité bancaire concurrence l'activité boursière. Un conflit d'intérêts s'installe de manière claire quant au but de chacun de ces secteurs qui est sensiblement identique. En effet, bourse et banques cherchent à attirer, chacun de sa part, l'épargne du public pour financer les entreprises. Tout le monde sait que le secteur financier au Liban est sous la coupe des banques et faire participer ces derniers dans le Comité de direction du BSE renforce de manière plus accrue leur monopole sur le marché des valeurs.

22. Procédure de cotation. De nombreux opérateurs économiques considèrent par ailleurs que la procédure de cotation en bourse est non sécurisée, longue et coûteuse.

(1) Par exemple, la SBF- Bourse de Paris (Société commerciale de droit privé devenue Euronext en l'an 2000 suite à la fusion opérée entre la bourse de Paris, de Bruxelles et celle d'Amsterdam) est l'organisme de gestion du premier et du second marché et du marché des *European Depositary Receipt* (EDR).

(2) A l'instar de la « *Securities and Exchange Commission* » aux Etats-Unis (SEC) et la « *Commission des opérations de bourse* » en France (COB).

(3) SOUAIBY (G.), « *Marché de Beyrouth: si l'on veut sortir de l'ornière* », Commerce du Levant, janv. 2002 pp. 57 à 59.

23. Non sécurisée, car dans l'hypothèse où une société décide de se faire coter, elle n'est pas certaine, en cas de litige l'opposant au BSE ou à d'autres opérateurs du marché, de l'existence d'un organe suffisamment spécialisé et indépendant capable de protéger ses intérêts en conformité avec la réglementation en vigueur.

La cotation est également longue car les administrations tardent à procurer les documents nécessaires (quitus délivrés par la CNSS, le Ministère des finances...) afin que les sociétés désireuses de se faire coter puissent présenter leur candidature auprès du Comité du BSE. Un personnel administratif choisi en fonction de critères de compétence et d'impartialité devrait être chargé de poursuivre les formalités nécessaires à la cotation des sociétés en bourse en leur procurant un service rapide et adapté à leurs spécificités.

Enfin, l'accès aux marchés de capitaux a un coût et des rigidités qui le réservent aux plus grandes entreprises. En matière de financement, ces coûts ne sont compensés par les gains sur les taux d'intérêt que pour les émissions obligataires de montant important, et interdisent de fait l'accès aux marchés pour les entreprises de taille moyenne. D'aucuns estiment à cet égard inutile le paiement d'une somme forfaitaire de 100 dollars US au titre de «frais d'adhésion annuels» auxquels s'ajoutent les commissions sur les transactions boursières citées plus haut⁽¹⁾; sans oublier l'obligation pour lesdites entreprises de mettre sur le marché 25 % de leur capital social, ce qui constitue une contrainte exigeante et les décourage d'autant plus d'entrer au BSE. En contrepartie des frais engagés, les sociétés devraient plutôt être récompensées par des exemptions fiscales plus importantes accordées durant une période déterminée et/ou adaptées en fonction du capital, de la valeur boursière ou des résultats financiers des entreprises cotées. Les opérateurs économiques devraient être à cet égard davantage informés du bénéfice à tirer de l'introduction en bourse afin de mieux accepter les coûts et les charges liés à cette opération. Il est vrai que la plupart des dirigeants des compagnies libanaises savent peu du rôle de la bourse et du fonctionnement des marchés financiers de manière générale, ou encore du rôle de ces derniers en tant que moyen de financement alternatif de leurs activités commerciales⁽²⁾.

24. Pour toutes les raisons susmentionnées, les autorités boursières ont adopté diverses mesures visant à améliorer l'organisation du BSE. Surtout, le gouvernement a pris de son côté l'initiative de lancer des projets de lois afin de renforcer la confiance des opérateurs économiques et la crédibilité du marché boursier libanais.

II - LA MODERNISATION PROGRESSIVE DE LA BOURSE DE BEYROUTH

25. Conscients de la nécessité de renforcer l'activité du BSE, les autorités boursières ont lancé, depuis 2000, toute une série de mesures touchant le

(1) V. supra, para. 10.

(2) SOUAIBY (G.), «*Marché de Beyrouth: si l'on veut sortir de l'ornière*», *op.cit.*, spéc. p.58.

fonctionnement même de la bourse de Beyrouth et la nature des transactions susceptibles d'y être menées. Sur le premier point, un accord de coopération a été signé, en juin 1999, avec la bourse de Paris en vue de fournir au BSE un système électronique plus moderne de fixation (*continuous pricing system*) et de négociation continue des prix (*continuous electronic trading*), le NSC-EURONEXT-UNIX. Dans le même souci de s'agrandir, le BSE a transféré, en 2002, ses locaux dans le centre ville de Beyrouth. Le 7 Juillet 2003, le BSE a également lancé un nouveau logiciel (NSC- UNIX TRADING SYSTEM) relatif à la cotation et à la négociation des titres et valeurs qui est fortement inspiré du logiciel opérant sur les marchés européens des capitaux. Depuis 2006, le BSE a en outre lancé un *Remote Trading System* permettant aux courtiers d'effectuer «à distance» leurs opérations sur des valeurs cotées au BSE.

Parallèlement aux efforts menés pour faciliter les transactions boursières, un autre amendement important a été introduit au Règlement du BSE, en 2000, permettant la négociation de nouvelles formes de titres: les GDR (*Global Depository Receipt*), les fonds de placement d'actions, les titres préférentiels, les actions prioritaires et d'autres produits dérivés négociables.

26. A l'heure du bilan, force est de constater que les résultats de ces mesures sont plutôt décevants. Ces mesures n'ont pas permis de stimuler substantiellement les activités du BSE et d'asseoir sa notoriété sur le plan régional. Prenant acte de cette situation, les deux projets de loi de 2004 et de 2006 précités⁽¹⁾ visent à booster durablement la place boursière libanaise. Dans cette optique, les réformes législatives tournent essentiellement autour de deux axes: accroissement de la transparence sur la situation financière des sociétés cotées et les transactions boursières menées par celles-ci (**A**), et adoption de sanctions plus dissuasives en cas de non respect des dispositions légales et réglementaires en vigueur (**B**).

A - Une transparence accrue

27. La transparence est un préalable exigé par tous ceux qui sont intéressés par les marchés de valeur. Une valeur est une notion abstraite qui ne peut être concrétisée que par des informations crédibles qui forment la matière tangible, l'objet même de la transaction. C'est la raison pour laquelle l'information est d'une importance accrue dans le domaine des marchés de titres et doit, par conséquent, être accessible sans aucune discrimination dans le respect de la transparence, l'égalité des chances et la concurrence loyale.

28. Malgré la limpidité de ce principe, la pratique a montré que les entreprises opérant sur les marchés financiers libanais ne sont pas toutes en situation d'égalité, en ce sens qu'elles n'ont pas toutes un accès égal aux informations secrètes et privilégiées relatives aux sociétés émettrices alors que ces informations peuvent

(1) V. supra, para. 6.

profiter à certains au détriment d'autres, en raison de leur qualité, métier ou profession. Ce manque de transparence dans l'utilisation et l'exploitation desdites informations porte préjudice aux marchés financiers parce qu'il influe, d'une manière déloyale, sur les prix relatifs aux instruments négociés. C'est pourquoi le gouvernement a pointé du doigt la nécessité d'interdire à certaines personnes (dirigeants, membres du conseil d'administration, employés, commissaires aux comptes ainsi qu'à toute personne en raison de sa profession) d'effectuer, directement ou indirectement, des transactions, sur un marché coté ou hors-cote, relatives à des instruments financiers en se basant sur des informations privilégiées non divulguées au public portant sur la situation actuelle ou les perspectives futures de la société concernée⁽¹⁾.

29. Par ailleurs, on a déjà évoqué que le Comité actuel de direction de la bourse cumule les deux fonctions de gestion et de contrôle, ce qui constitue un danger réel au développement des marchés financiers. En effet, le cumul de deux pouvoirs antagonistes menace la bonne marche d'une institution et rend occulte toutes les transactions opérées par son intermédiaire. Pour résoudre ce problème et rendre les marchés financiers libanais plus transparents, le projet de loi du 30 mars 2006 a prévu, dans son titre 2, la création d'une Commission nationale des marchés financiers, qui est une personne morale de droit public, indépendante tant financièrement qu'administrativement de toute autorité de tutelle, tout en préservant cependant le contrôle de la Banque centrale sur les banques et institutions financières ayant pour objet des opérations de crédit à titre professionnel. Désormais, cette Commission serait indépendante du Comité de direction de la bourse et pourrait contrôler plus efficacement les activités boursières⁽²⁾.

30. Clairement, la transparence est amenée à jouer un rôle clé dans le fonctionnement du BSE. L'article 20 du projet de loi de 2006 met en effet à la charge des autorités boursières l'obligation d'assurer le fonctionnement d'un marché juste, organisé et transparent en procurant à la Commission toutes les informations utiles concernant les sociétés cotées et les instruments financiers concernés. De même, le projet de loi de 2006 met en place un cadre organisationnel général pour la cotation des instruments financiers en précisant

(1) Art. 2 du projet de loi de 2004. Ce projet de loi, tel que révisé le 09/01/2006 par la Commission de l'administration et de la justice présidée par le député Robert Ghanem, détermine plus clairement les quatre caractéristiques d'une information privilégiée:

elle ne doit pas être à la portée du public,

elle doit être déterminée et précise,

elle porte sur des instruments financiers ou sur la situation actuelle ou les perspectives futures des émetteurs desdits instruments, et

elle influe le cours des instruments financiers en cas de divulgation au public.

(2) C'est l'une des prérogatives majeures de la Commission telles que prévues à l'article 5 du projet de loi de 2006.

aux articles 39 et 40 les informations que doit contenir toute annonce de souscription délivrée par une société émettrice (pertes, profits, droits attachés aux instruments cotés, etc.) pour permettre aux investisseurs et aux professionnels d'évaluer correctement la situation de ladite société et d'acquérir ses titres en connaissance de cause. L'article 42 du même projet va plus loin en instaurant une «obligation d'information continue» à la charge des sociétés émettrices qui doivent continuellement mettre à la disposition du public les informations récentes concernant ses nouvelles activités et, le cas échéant, la constitution de nouvelles branches, ainsi que tout évènement important de la vie de la société qui pourrait influencer sur le cours de ses titres sur le marché.

31. Parce que le souci de transparence est au cœur de la réforme de 2006, le projet de loi a aussi prévu la création d'une Caisse de garantie des investisseurs, au même titre que la Caisse de garantie des dépôts en matière bancaire⁽¹⁾. Cette Caisse permettrait de renforcer la confiance des opérateurs présents sur les marchés financiers en leur accordant la possibilité d'être indemnisés en cas de préjudice causé par une mauvaise gestion des dirigeants et employés de toute entité chargée d'effectuer des opérations spéciales sur les instruments financiers cotés. Par la même occasion, cette mesure entraînerait *de facto* une responsabilisation accrue des gestionnaires d'instruments financiers et contraindrait ces derniers à une gestion plus efficace et transparente vis-à-vis des clients afin de limiter au maximum les cas de responsabilité.

B - L'adoption de sanctions dissuasives

32. Toute réforme législative ne peut aboutir que si elle préconise une panoplie de mesures dissuasives en cas de violations de ses dispositions. C'est la démarche choisie par les projets de réforme qui prévoient un certain nombre de sanctions pour les contrevenants aux nouvelles règles proposées.

33. Le projet de loi de 2004 apporte une valeur ajoutée indéniable en matière de protection des informations privilégiées⁽²⁾. Celui-ci crée une nouvelle infraction () en cas d'exploitation illégale des informations privilégiées et non divulguées par certaines personnes. Ce délit est connu en France sous le nom de «*délit d'initié*» et dans les pays anglo-saxons d'«*Insider Trading*»⁽³⁾.

Selon le projet de loi, deux éléments matériels constituent l'infraction: le premier est l'utilisation des informations privilégiées par certaines personnes afin de réaliser des transactions de gré à gré pour leur propre compte; le second est la divulgation par ces mêmes personnes des informations privilégiées au profit de

(1) Art. 33 du projet de loi.

(2) Pour une définition de cette notion, v. supra, para. 28.

(3) Les sanctions prononcées pour réprimer cette nouvelle infraction n'empêchent pas l'application de sanctions supplémentaires prévues par le règlement intérieur de la bourse ou de la loi régissant la profession d'intermédiaire financier.

personnes tierces. Au surplus, ce projet de loi octroie un champ d'application large à cette infraction grâce à deux instruments. Il s'agit tout d'abord de l'élargissement du nombre de personnes susceptibles d'être concernées en cas de divulgation desdites informations. D'une part, on trouve «*les initiés de première main*» impliquant les membres du conseil d'administration et les dirigeants des sociétés⁽¹⁾ de manière générale et, d'autre part, «*les initiés de deuxième main*» mettant en cause les employés et les salariés de la société en question ainsi que les commissaires aux comptes, les avocats, les experts et les conseillers, etc.... Plus encore, le projet, tel que révisé par la Commission de l'administration et de la justice, propose de réprimer tout tiers (personne physique ou morale) ayant bénéficié desdites informations tout en connaissant leur nature privilégiée et non divulguée. Ceci permettrait d'éviter toute fraude à la loi par l'intermédiaire de personnes interposées. Ensuite, l'élargissement du cadre de cette infraction se fait ressentir à l'article 3 du projet quant à la nature des informations privilégiées qui sont en jeu. Sur ce plan, le délit d'initié ne réprime pas uniquement la divulgation d'une information certaine mais peut réprimer l'utilisation ou la divulgation de toute information qui influencerait de manière déterminante sur le cours des instruments financiers, fût-elle non certaine.

34. Le projet de loi de 2006 énonce par ailleurs les informations nécessaires qui doivent être contenues dans tout bulletin ou annonce de souscription délivré par une société émettrice. Des sanctions importantes sont préconisées afin d'assurer l'intégrité des informations fournies. En particulier, toute société émettrice devrait indemniser les personnes ayant acquis des instruments financiers sur la base d'une annonce de souscription fautive ou erronée ou ne comportant pas une bonne évaluation de la société émettrice⁽²⁾.

35. Dans le même ordre d'idées, le projet consacre un titre 7 intitulé «contraventions et litiges» visant à renforcer l'effectivité de la réforme mise en place. Les articles 50 à 54 énumèrent les contraventions sanctionnées dans le cadre des marchés financiers, notamment la présentation de mentions erronées ou des rapports mensongers sur la situation des sociétés émettant des instruments financiers. L'identification d'une telle contravention par une Commission des marchés financiers créée à cet effet entraînerait le renvoi de l'affaire devant la Cour spéciale des marchés financiers. Tout contrevenant pourrait alors être passible d'une amende dont le montant peut atteindre 70 fois le montant du salaire minimum à la date de la contravention. Dans l'hypothèse où la contravention

(1) L'article 1er du projet de loi de 2004 détermine les sociétés visés par ce projet et sur lesquelles pèse ce devoir de non divulgation des informations privilégiées. Les sociétés en question englobent toute société anonyme inscrite au registre du commerce et dont le siège principal se trouve au Liban ainsi que les branches et succursales de sociétés étrangères situées au Liban et qui émettent des instruments financiers de tout genre, qu'il s'agisse d'instruments cotés sur un marché financier organisé (au Liban ou à l'étranger), ou bien d'instruments qui font l'objet de transactions hors-cote.

(2) Art. 41 du projet de loi.

aboutirait à créer des profits ou à éviter des pertes, la Cour pourrait imposer une amende supplémentaire à la charge du contrevenant qui peut atteindre entre 3 et 5 fois le montant des profits réalisés ou des pertes évitées.

36. Comme cela est évoqué plus haut, le projet de loi prévoit donc la création d'une Cour spéciale des marchés financiers qui sera compétente exclusivement pour trancher des litiges portant sur lesdits marchés⁽¹⁾. Cette Cour serait formée d'un président, en l'occurrence un magistrat qualifié⁽²⁾, et de deux membres, à savoir un juriste et un expert présentant des compétences affirmées en matière de droit financier. Elle constituerait un outil juridique adapté à la haute technicité des marchés financiers et la complexité des litiges en connexion avec ceux-ci, au même titre que les mécanismes de résolution des litiges liés aux activités bancaires. Dans ces deux domaines, l'indépendance des autorités régulatrices, leur compétence et leur rapidité dans la résolution des litiges sont en effet indispensables.

Conclusion

37. Les développements antérieurs ont démontré à la fois les lacunes et la nécessité de renforcer la compétitivité de la bourse de Beyrouth parmi les autres places financières du Moyen-Orient. Le challenge auquel est confronté le gouvernement libanais consiste alors à renforcer l'attractivité de la bourse de Beyrouth à travers la promotion de règles financières suffisamment souples pour permettre l'adhésion des entreprises, tout en prenant en compte la nécessité de mieux réguler les places financières par le biais d'instruments de régulation et de gouvernance efficaces.

Quoi qu'il en soit, depuis sa renaissance en 1996, jamais la bourse de Beyrouth n'est en effet parvenue à jouer le rôle que l'on pouvait en attendre dans l'économie libanaise. Est-ce encore le signe d'un manque de confiance dans le pays, d'une inadéquation entre les fortes structures familiales dans la plupart des entreprises et l'ouverture du capital qu'elle induit? Les raisons sont en vérité multiples. Toujours est-il que les efforts structurels entrepris depuis plus de dix ans pour relancer cette institution ne sont pas encore récompensés. Le rôle de la Bourse de Beyrouth dans le financement de l'économie locale demeure pour le moment négligeable, alors que le système bancaire n'a jamais cessé de briller.

38. Il revient donc aux pouvoirs publics de lui conférer une dimension plus populaire et de communiquer un message de confiance pour que cet outil tienne enfin le rôle qui est le sien comme dans tout Etat jouissant d'une économie libérale. En cela, les réformes engagées par le gouvernement libanais depuis 2004 constituent un important outil de dynamisation de la place boursière libanaise en

(1) Art. 61 du projet de loi.

(2) Magistrat du 6ème degré minimum.

renforçant à la fois la transparence qui entoure les transactions financières, et les sanctions susceptibles d'être infligées à l'encontre des opérateurs indécents. Pour réussir, cette réforme nécessitera toutefois l'adhésion du monde politico-économique libanais, mais également de l'ensemble de la société libanaise qui doit être mieux à même d'évaluer les avantages et les risques liés aux transactions boursières. L'heure est donc tout autant à la pédagogie qu'aux réformes législatives aussi importantes soient-elles. La proximité des chambres de commerce et d'industrie par rapport aux acteurs économiques peut constituer un atout non négligeable pour agir dans ce domaine. Dont acte.

