

## L'EMISSION DES CERTIFICATS DE DEPOT (GDR) PAR LES SOCIETES LIBANAISES

### DEFINITION

Les certificats de dépôt globaux (*Global Depositary Receipts*) émis par une société libanaise sont :

- des certificats nominatifs,
- émis et négociés en dehors du Liban,
- représentatifs d'un nombre d'actions de la société. (Ces dernières sont appelées, actions sous-jacentes)

Les espèces les plus courantes de certificats de dépôt sont:

- Les *Global Depositary Receipts* (GDR) désignés également par *International Depositary Receipts* (IDR), libellés dans une devise internationale, généralement le dollar, émis le plus souvent par une banque britannique ou luxembourgeoise.
- Les *American Depositary Receipts* (ADR), négociables en dollar aux Etats-Unis.
- Les *European Depositary Receipts* (EDR), cotés en euro sur un marché réglementé spécial, créé en 1998, par la Bourse de Paris.

### LA PROCEDURE D'EMISSION DES GDR

L'émission des GDR nécessite l'intervention de la société émettrice, d'une banque étrangère et d'une banque locale.

#### Rôle de la société émettrice :

C'est elle qui prend l'initiative d'émettre des GDR pour combler ses besoins financiers. Elle commence par désigner une banque d'affaires à l'étranger comme *banque dépositaire* (*Depositary bank*) et conclut avec elle un contrat de dépôt (*Depositary agreement*).

Ce contrat constitue le cadre légal de l'émission. Il détermine notamment :

- les obligations mutuelles des parties,
- les services que la banque dépositaire va rendre aux porteurs de GDR,
- les droits que la société émettrice va leur accorder,
- les modalités d'exercice des droits de vote rattachés aux actions sous-jacentes.

#### Rôle de la banque dépositaire :

- C'est une banque d'affaires située hors du Liban chargée de monter l'ingénierie financière de l'émission des GDR,
- Elle conclut un contrat de gardiennage (*Custody*) avec une banque locale en vertu duquel celle-ci est chargée de détenir et garder les actions sous-jacentes.

- Elle émet les GDR selon un ratio déterminé, (Par exemple, un ratio de 1/3 signifie que chaque GDR équivaut à 3 actions sous-jacentes) les place auprès des investisseurs étrangers et transfère les fonds collectés à la société émettrice au Liban.
- La banque dépositaire tient un registre qui identifie les porteurs des GDR. Elle reçoit les dividendes et les distribue sur les porteurs des GDR.

#### Rôle de la banque gardienne :

C'est une banque libanaise qui agit comme un mandataire de la banque dépositaire ; elle reçoit et détient les actions sous-jacentes.

### **AVANTAGES DES GDR**

Les certificats de dépôt sont des instruments financiers complexes qui constituent le moyen le plus approprié pour surmonter les différents écueils que posent certains marchés émergents devant les investissements étrangers.

En outre, ils présentent un certain nombre d'avantages, tant aux sociétés qui les émettent qu'aux investisseurs qui les détiennent.

Par leur facilité d'émission, les certificats de dépôt permettent aux sociétés émettrices d'accéder aux principaux marchés financiers en Europe et aux États-Unis. Cet accès est particulièrement utile pour les sociétés des pays en développement qui ont beaucoup de difficultés à trouver sur le marché local le financement nécessaire à leur expansion. Dans la région du Moyen-Orient, des GDR ont déjà été émis par des sociétés égyptiennes comme Orascom Telecom, Al Ezz Steel Rebars, Ahram Beverages ou Suez Cement.

Mais aussi, l'émission des certificats de dépôt bénéficie aux investisseurs puisqu'elle leur permet d'acheter en Europe ou aux États-Unis même des actions de sociétés étrangères plutôt que de devoir les acquérir sur les marchés du pays d'origine des émetteurs ; ce qui contribue efficacement à diversifier leur portefeuille.

### **L'ÉMISSION DE GDR AU LIBAN**

Hormis la décision de la Banque du Liban n°7431 du 29 octobre 1999 - qui interdit aux établissements bancaires d'acquérir les GDR représentant leurs actions que par des fonds propres - aucune législation ne régit les certificats de dépôt, en droit libanais.

Ce vide législatif n'empêche pas pour autant les sociétés libanaises d'émettre ces certificats en vertu du principe de la liberté contractuelle. Seulement, l'émission des certificats de dépôt dans son ensemble doit être conforme aux différentes lois en vigueur dans le pays de la société émettrice. D'autant plus que la moindre lacune juridique entraînerait des conséquences désastreuses pour les investisseurs étrangers, porteurs des GDR. Consciente de ce risque, la Securities Exchange Commission (SEC), le gendarme de la Bourse américaine, exige de toute société émettrice de certificats de dépôt aux États-Unis de présenter un avis juridique qui atteste la légalité de l'émission dans son pays.

L'émission de GDR, qui vise essentiellement à faire entrer des étrangers dans l'actionnariat de la société émettrice, nécessite un examen de sa conformité avec les différentes législations libanaises qui restreignent ou conditionnent l'investissement des étrangers. La loi sur l'acquisition par des étrangers des droits réels immobiliers au Liban (dénommée ci-après la loi, tout court) vient en tête de ces lois qui opèrent une distinction entre Libanais et non-Libanais. En vertu de ce texte, les étrangers ne peuvent acquérir des biens-fonds au-delà d'un certain seuil fixé par la loi.

## **LA NATIONALITE DES SOCIETES SELON LE CRITERE POSE PAR LA LOI**

Quid des sociétés ? La même solution s'applique tant aux personnes physiques qu'aux personnes morales. Seulement, le problème qui se pose pour les sociétés est celui de la détermination de leur nationalité. La tâche n'est pas des plus simples ; déjà, la jurisprudence a longtemps hésité entre plusieurs critères (tel que le siège social, le pays de l'activité principale ou encore le centre de décision...) Pour éviter toute ambiguïté, l'article 2 de la loi a déterminé un critère propre qui sera appliqué lors de l'acquisition par des sociétés de biens-fonds au Liban. Selon cet article, pour qu'une société soit considérée de nationalité libanaise, il faut que toutes ses actions soient détenues par des Libanais.

Ainsi, le problème se ramène-t-il à savoir si une société émettrice de GDR jouit de la nationalité libanaise, eu égard aux dispositions de l'article 2 de la loi.

La réponse à cette question est d'une importance cruciale ; Dans l'affirmative, c'est-à-dire au cas où la société serait libanaise, son acquisition de biens-fonds au Liban sera libre de toute restriction. Dans le cas contraire, le système de quotas prévu par la loi serait de rigueur.

## **L'EMISSION DE GDR PRIVE LA SOCIETE EMETTRICE DE LA NATIONALITE LIBANAISE**

Selon le critère appliqué par la loi, il suffit qu'une seule des actions d'une société soit détenue par un étranger pour que celle-ci perde sa nationalité libanaise.

D'aucuns pourraient conclure que la nationalité libanaise de la société émettrice de GDR est évidente du fait que toutes ses actions - y compris les actions sous-jacentes aux GDR - sont détenues par des actionnaires libanais. Un raisonnement pareil pêche par sa simplicité et par sa méconnaissance de la véritable nature des GDR. Ces titres émis hors du Liban sont en réalité des valeurs mobilières complexes qui représentent un certain nombre d'actions, émises par la société au Liban, et constituent ainsi des titres de capital. (Cf DE VAUPLANE et BORNET, Droit des marchés financiers, n°57, qui considèrent que les valeurs mobilières composées dont le sous-jacent correspond dès le départ à une action - comme les GDR - constituent des titres de capital). Cette même qualification a aussi été retenue par le Code monétaire et financier, promulgué en France en 2000, qui classe les titres représentatifs d'actions parmi les titres de capital.

Ces titres sont facilement identifiables ; ils se distinguent des titres de créance, aux revenus fixes, par le caractère aléatoire de leurs rendements, tributaires des bénéficiaires de la société

Cela étant, les GDR font partie intégrante du capital de la société qui les émet et leurs porteurs en détiennent une partie. De ce fait, il suffirait qu'un seul porteur de GDR soit de nationalité étrangère pour que la société émettrice, considérée de nationalité non-libanaise, soit soumise au seuil maximal d'acquisition foncière.

## **LA SEPARATION ENTRE ACTIONS A DROITS PATRIMONIAUX ET ACTIONS A DROIT DE VOTE.**

La subdivision des actions en actions à droits patrimoniaux et en actions à droit de vote est incapable de rétablir la nationalité libanaise de la société. Ceci, même si les actions à droit de vote de la société demeurent entièrement détenues par des Libanais,

D'abord, l'article 2 de la loi exige que *toutes* les actions de la société soient détenues par des actionnaires libanais pour que celle-ci puisse être considérée de nationalité libanaise. La condition posée par cet article s'applique indifféremment à toutes les actions de la société sans qu'il y ait lieu de distinguer entre actions à droits patrimoniaux et actions à droit de vote ; les deux types d'actions doivent être, dans leur intégralité, détenus par des actionnaires libanais. Toute interprétation différente, en contradiction évidente avec le texte de l'article 2, n'est pas permise en raison du principe *Ubi lex non distinguit, nec nos distinguere debemus*. (Là où la loi ne distingue pas, l'interprète ne doit pas distinguer)

Puis, la distinction entre actions à droits patrimoniaux et actions à droit de vote enfreint le principe d'égalité entre actionnaires, établi par les articles 104, 105 et 110 du code de commerce libanais. (Cf. TYAN, Droit Commercial, t. I, n°555) En vertu de ce principe, les actions d'une société comportent les mêmes droits ayant la même étendue. De surcroît, la dissociation opérée par la société est incompatible avec les dispositions de l'article 185 du code de commerce qui donnent à « tout actionnaire quel que soit le type d'action qu'il possède » le droit de prendre part au vote.

Au Liban, seules les banques peuvent déroger au principe d'égalité entre les actionnaires en créant des actions à dividende prioritaire sans droit de vote ; cette dérogation au principe - d'ordre public - ne leur a été possible qu'avec la promulgation de la loi n° 308 du 3 avril 2001 qui réglemente l'émission et la négociation des actions bancaires. En dehors d'un texte spécial pareil, tout démembrement des actions d'une société reste impossible dans l'état actuel du droit des sociétés.

## **LA SIMULATION DE LA PROPRIETE DES ACTIONS SOUS-JACENTES**

Les GDR, émis en dehors du Liban et détenus par des étrangers, représentent en réalité des actions de la société anonyme libanaise. Cette corrélation entre les GDR et les actions sous-jacentes remet en cause la nature véritable de celles-ci. Bien que

nominatives et détenues par des libanais, ces actions se transmettent dès leur affectation aux GDR, en une catégorie atypique d'actions incompatible avec les dispositions de la loi. Concrètement, du fait de leur imputation aux GDR, les droits rattachés à ces actions – détenues par les Libanais – dépendent largement des stipulations du contrat de dépôt conclu entre la société émettrice et la banque dépositaire. Dans la plupart des cas, celles-ci ont pour effet de démunir l'action sous-jacente de tous les droits qui lui sont attachés.

L'actionnaire libanais porteur de ces actions devient ainsi une pure façade ayant pour unique fonction de permettre aux investisseurs étrangers de déjouer les dispositions de la loi. Si les apparences sont sauves, la vulnérabilité du montage sur le plan juridique demeure entière ; en fait, l'émission des GDR a pour effet de créer deux situations juridiques différentes : l'une apparente et fautive, l'autre déguisée et véritable.

Apparemment, toutes les actions de la société immobilière sont détenues par des libanais, ce qui semble être parfaitement conforme à la loi.

En réalité, les actionnaires libanais, dépourvus de tout droit, ne sont que les hommes de paille des porteurs des GDR qui bénéficient seuls de tous les droits rattachés aux actions sous-jacentes.

Cette simulation créée par l'interposition des actionnaires libanais, pour mettre en échec les dispositions impératives de la loi, rend toute l'émission des GDR sujette à annulation. D'ailleurs, l'alinéa 2 de l'article 16 de la loi prévoit expressément que « tout acte conclu par personne interposée en vue de déroger à l'application de cette loi... » est frappé de nullité absolue et expose ses auteurs à des sanctions pénales. Une telle issue serait catastrophique aux investisseurs porteurs des GDR !

Tant qu'elle n'est pas utilisée pour détourner certaines lois qui restreignent l'accès des investissements étrangers, l'émission des GDR est une technique financière louable que toutes les grandes sociétés sont encouragées à utiliser. En revanche, le recours aux GDR pour contourner des lois impératives, comme celle sur l'acquisition par les étrangers des droits réels immobiliers, rend l'opération illicite et condamnable.

**Ghassan SOUAIBY**  
*Chargé de cours à l'USJ*  
*Avocat à la cour*