



Université Panthéon-Assas  
Ecole doctorale de Droit Privé  
Thèse de doctorat en Droit  
soutenue le 15 décembre 2011

Thèse de doctorat / décembre 2011

# La régulation des marchés financiers en France et au Vietnam



**Université Panthéon-Assas**

**Nadège NGUYEN**

Sous la direction de **Monsieur le Professeur Michel GERMAIN**

Membres du jury :

**Monsieur Michel GERMAIN**, Professeur à l'Université  
Panthéon-Assas (Directeur de Thèse)

**Madame Sophie SCHILLER**, Professeur à l'Université de  
Paris-Dauphine (Rapporteur)

**Monsieur Nicolas BINCTIN**, Professeur à l'Université de  
Poitiers (Rapporteur)

**Madame Dorothee GALLOIS-COCHET**, Professeur à  
l'Université de Poitiers

## ***Avertissement***

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.



*A mon Père adoré, le Dr VG. Nguyen, à qui je dois beaucoup,  
et à qui j'adresse ma profonde reconnaissance.*



## Remerciements

*Je tiens à exprimer ma gratitude aux personnes qui m'ont permis, de près ou de loin, de réaliser cette étude qui s'est avérée complexe, notamment en raison des écueils liés à la distance et à la recherche sur le terrain vietnamien :*

*- M. le Professeur Germain M., mon Directeur de thèse, Agrégé de Droit Privé, Directeur de l'Institut de Droit des Affaires, Directeur du Magistère de juriste d'affaires de l'Université Paris II, ancien membre d'une commission consultative de l'AMF, Expert du Ministère de la Justice à Hanoï ; je lui suis également reconnaissante de son soutien , pour ses précieux conseils et pour le goût de la rigueur méthodologique qu'il m'a transmis ;*

*- le Dr Bézard P., Président honoraire de la Chambre commerciale à la Cour de Cassation , membre du Comité d'orientation de la Maison du Droit Franco-Vietnamienne et Président d'EuroArbitrage, ex Chef du service de l'inspection et de la surveillance des marchés de la Commission des Opérations de Bourse et ancien membre du Collège de la COB, pour son aide et son attitude bienveillante à mon égard, qui m'a fait découvrir le monde de la Finance et sans lequel je ne me serais pas aventurée dans l'étude des marchés financiers, en particulier ceux vietnamiens ;*

*- M. Michau J.-P., Conseiller du Gouverneur de la Banque de France , Magistrat détaché-Premier Juge d'instruction au Tribunal de Grande Instance de Paris, ancien Chef du service de l'inspection et de la surveillance des marchés de la Commission des Opérations de Bourse, qui m'a pris sous son aile dès mes premiers pas dans la recherche et m'a guidé dans la durée ;*

*- Mme Tran A.D., Directrice du Département de la cotation au sein de la Bourse de HCMV, laquelle m'a apporté aussi son aide sur le long terme et m'a encouragé ;*

*J'adresse également mes remerciements à :*

*- M. Cristel J.-P., ancien Secrétaire général adjoint de l'OICV ;*

*- M. Tran X. H., Vice-ministre des Finances et ancien Président du CEB, pour m'avoir permis d'accéder au CEB ;*

*- Mme Nguyen H. L, Mme Nguyen T.L.H., le Dr Nguyen S., et Mme Ta T.B. du CEB ;*

*- le Dr LE V.N., Doyen de la Faculté de Droit et d'Economie de l'Université Nationale de Ho Chi Minh Ville, ancien Directeur du Département de la cotation au sein de la Bourse de HCMV ;*

*- Mme Bardin G., de l'AMF ;*

*- Mme la Rectrice Mai H.Q., M. Le D.T., M. Nguyen X.T., Mme Huynh T.T.T., Mme Nguyen T.H.V., Mme Nguyen K.P. et M. Dang V.T. de l'Université de Droit de HCMV, ainsi que le personnel de la bibliothèque de cet établissement ;*

*- M. Nguyen N.D, Vice Recteur de l'Université d'Economie et de Droit de HCMV ;*

*- M. Tran H.H., Directeur de l'Administration et du Personnel de l'Université d'Economie de HCMV ;*

*- le Dr Pham T.G.T., de l'Université de Droit de Hanoi ;*

*- Mme Pignot D. de l'AFG, M.Co M.D. du groupe Prévoir, Mmes Beaugrand D. et Durand L. de la Banque de France ;*

*- Me Le T.L., du cabinet Gide Nouel Loyrette Vietnam, M. Nguyen K.L. de la SSI, Mme Tran T.T.T. de la SSI et anciennement au CEB ;*

*Je voudrais enfin remercier ma famille, sans laquelle je n'aurais pu aller au bout de ce projet, en particulier mon frère Gilles qui m'a aidé pour la partie technique, ainsi que J. Dufour, S. Antunes, J.Rigoni, et ceux qui ont concouru, à des degrés divers, à la réalisation de cette thèse.*

## **Résumé :**

*La présente étude consiste en l'analyse comparative de l'Autorité des Marchés Financiers et du Comité d'Etat de la Bourse, les autorités de régulation actuelles des marchés de capitaux de France et du Vietnam, deux pays qui partagent un héritage historique commun et des relations particulières dans de nombreux domaines, dont celui juridique. Non seulement le CEB et l'AMF connaissent des mutations dues au contexte économique global, mais le régulateur vietnamien a vu sa charge de travail s'accroître considérablement suite à l'accession du Vietnam à l'OMC. Organes d'encadrement voulus par les pouvoirs publics de la France et du Vietnam, le Comité et l'Autorité assurent la protection de l'épargne et veillent à l'équilibre des marchés, en exerçant leurs attributions en matière de contrôle et en recourant à leur pouvoir normatif et d'élaboration d'actes non-décisoires de manière constante. Si leurs relations avec les autres entités du système financier varient sensiblement pour chacun d'eux, les disparités de leurs pouvoirs répressifs respectifs s'estompent de plus en plus pour aller dans le même sens.*

*Descripteurs :*

*France. Vietnam.- Autorité des Marchés Financiers. Comité d'Etat de la Bourse.- Droit.- Etudes comparatives.-marchés financiers- régulation- thèses et écrits académiques.*

## **Summary : The regulation of financial markets in France and Vietnam**

*This study consists of the comparative analysis between the Autorité des Marchés Financiers and the State Securities Commission, the current regulatory authorities of the capital markets in France and Vietnam, two countries which have a common historical heritage and particular relations in many fields, even legal industry. Not only the SSC and the AMF know changes due to global economic context, but also the Vietnamese regulator had its workload considerably increased following WTO*

*accession for Vietnam. Being management bodies which creation was wanted by public authorities in France and in Vietnam, the Commission and the French authority ensure the saving protection and attend to the market equilibrium, by performing their supervisory powers and by using their normative capacities and developing non-constraining acts in a constant way. If their relations with others entities of the financial system vary appreciably for each one, the disparities of their respective repressive capacities decrease and go more and more in the same direction.*

*Keywords :*

*France. Vietnam. - Autorité des Marchés Financiers.-State Securities Commission-Law- Comparative studies- financial markets- regulation- thesis and academic essays.*

## **Principales abréviations**

Act.	Actualités
Adde	Ajouter
AEDBF	Association Européenne pour le Droit Bancaire et Financier
aff.	Affaire(s)
al.	Alinéa
AMF	Autorité des Marchés Financiers
art.	Article(s)
Banque	Revue Banque et Droit
BJB	Bulletin Joly Bourse et produits financiers
Bull.civ.	Bulletin des arrêts de la Cour de cassation, chambres civiles
Bull.crim.	Bulletin des arrêts de la Cour de cassation, chambre criminelle
Bull. CMF	Bulletin du Conseil des Marchés Financiers
Bull.COB	Bulletin de la Commission des Opérations de Bourse
Bull. Joly	Bulletin Joly sociétés
Bull .mens.	Bulletin mensuel
C.	Code
CA	Cour d'appel
Cass.civ.	Chambre civile de la Cour de Cassation
Cass.civ.1	première chambre civile de la Cour de Cassation
Cass.com.	Chambre commerciale de la Cour de Cassation
Cass.crim.	Chambre criminelle de la Cour de Cassation
Cass.req.	Chambre des requêtes de la Cour de Cassation
C.C	Conseil constitutionnel
CE	Conseil d'Etat
CESR	Committee of European Securities Regulators ou Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières, remplacé par l'European Securities and Markets Authority -ESMA
Cf	confer : se reporter à, se référer à
Ch.	Chambre
Civ.	Civil
CJCE	Cour de justice des communautés européennes
CMF	Code Monétaire et Financier <sup>1</sup>
CEB	Comité d'Etat de la Bourse (voir SSC)
COB	Commission des Opérations de Bourse
Coll.	Collection
Com.	Commerce
Concl.	Conclusions
Contra	Solution ou opinion contraire
D.	Recueil Dalloz
D.P.	Dalloz périodique
Dr.sociétés	Droit des sociétés
Ex.	Exemple
Fasc.	Fascicule
Gaz.Pal.	Gazette du Palais
HNX	Hanoi Stock Exchange : appellation internationale de la Bourse de Hanoi, Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội en langue vietnamienne

<sup>1</sup> L'auteur se permet l'utilisation de cette abréviation étant donné la disparition du Conseil des Marchés Financiers français

HOSE	Ho Chi Minh City Stock Exchange : dénomination internationale de la Bourse de Ho Chi Minh Ville, Sở Giao Dịch Chứng Khoán Tp Hồ Chí Minh en langue vietnamienne
Id.	Idem
Ibid.	Ibidem :au même endroit
Infra	Ci-dessous
In limine	Au commencement, au début
In fine	A la fin
IOSCO	International Organization of Commissions: denomination anglo-saxonne de l'OICV
I.R	Informations rapides
J-CI.	Juris-classeur
J.C.P E	Juris-Classeur Périodique (semaine juridique) édition entreprise et affaires
J.C.P G	Juris-Classeur Périodique (semaine juridique) édition générale
J.O	Journal Officiel
J.O.C.E	Journal officiel de communautés européennes
LPA	Les Petites Affiches
LGDJ	Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence
MATIF	Marché à terme international de France
MIF	Marchés d'instruments financiers
MONEP	Marché des options négociables de Paris
N°	Numéro(s)
Not.	Notamment
Obs.	Observation(s)
OICV	Organisation Internationale des Commissions de Valeurs. Cf. IOSCO
Ouvr.	Ouvrage(s)
p.	Page
PA	Les Petites Affiches
Préc.	Précité(e)(s)
R.D.B.B	Revue de Droit Bancaire et de la Bourse
R.D.B.F	Revue de Droit Bancaire et Financier
Rev. Mens.	Revue mensuelle
Rev.sociétés	Revue des sociétés
RGAMF	Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers
R.J.com.	Revue de jurisprudence commerciale
R.J.D.A	Revue de jurisprudence de droit des affaires
RTD civ.	Revue trimestrielle de droit civil
R.T.D.com.	Revue trimestrielle de droit commercial
s.	suivant(e)(s)
SSC	State Securities Commission : dénomination internationale du Comité d'Etat de la Bourse
Somm .	Sommaire commenté
Spéc.	Spécialement
Supra	Ci-dessus
t.	Tome
UBCKNN	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước : dénomination du Comité d'Etat de la Bourse en langue vietnamienne
USD	Dollar américain
v.	Voir
VND	Dong

# Sommaire

INTRODUCTION .....	11
<b>PARTIE 1. L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS ET LE COMITE D'ETAT DE LA BOURSE, UNE DEMARCHE COMMUNE DANS UN BUT DE PROTECTION DE L'EPARGNE ET D'EQUILIBRE DES MARCHES.</b> .....	<b>31</b>
<b>CHAPITRE 1. DES INSTANCES PUBLIQUES LEGITIMEMENT ETABLIES</b> ....	<b>32</b>
SECTION 1. DES ORGANES ADMINISTRATIFS.....	33
SECTION 2. UNE FONCTION D'AUTORITE.....	74
Sous-section 1. Une fonction étendue .....	75
Sous-section 2. De réels moyens .....	91
Conclusion du chapitre.....	104
<b>CHAPITRE 2. UNE REGULATION QUI REPOSE SUR L'UTILISATION PERMANENTE DE PREROGATIVES CONSIDERABLES.</b> .....	<b>107</b>
SECTION 1. LE POUVOIR DE CONTRÔLE. ....	107
Sous-section 1. Le contrôle de l'information financière et comptable.....	107
Sous-section 2. Le devoir de surveillance .....	152
SECTION 2. LE POUVOIR REGLEMENTAIRE .....	166
Conclusion du chapitre. ....	181
<b>PARTIE 2. L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS ET LE COMITE D'ETAT DE LA BOURSE: UNE REGULATION À GEOMETRIE VARIABLE</b> .....	<b>188</b>
<b>CHAPITRE 1. DEUX INSTITUTIONS QUI SE DISTINGUENT PAR LEURS RELATIONS</b> ....	<b>189</b>
SECTION 1. RELATIONS AVEC LES POUVOIRS PUBLICS NATIONAUX RESPECTIFS .....	190
Sous-section 1. Une situation juridique contrastée .....	190
Sous-section 2. Un accroissement des attributions à un rythme différent : le pouvoir de transiger ...	211
SECTION 2. RELATIONS BILATERALES EXTRANATIONALES.....	234
Conclusion du chapitre.....	239
<b>CHAPITRE 2. DES POUVOIRS REPRESSIFS ASSYMETRIQUES.</b> .....	<b>243</b>
SECTION 1. LA NATURE DES POUVOIRS REPRESSIFS.....	248
Sous-section 1. Les comportements incriminés .....	248
Sous-section 2. Etendue des pouvoirs répressifs .....	275
SECTION 2. LES MODALITES D'EXERCICE DU POUVOIR DE SANCTION.....	308
Conclusion du chapitre .....	340
<b>CONCLUSION GENERALE</b> .....	<b>344</b>
<b>REPERES BIBLIOGRAPHIQUES</b> .....	<b>347</b>
<b>INDEX</b> .....	<b>377</b>
<b>TABLE DES MATIERES</b> .....	<b>379</b>

## **INTRODUCTION**

**« L'argent est un bon serviteur, mais un mauvais maître. » Jean-Benjamin de LABORDE, *Pensées et Maximes* (1791), Lamy, 1802, p.6**

**« Science sans conscience n'est que ruine de l'âme. »**

**François Rabelais, *Pantagruel*, 1532, chap. VIII**

1. La Bourse des valeurs, communément appelée Bourse<sup>1</sup> dans la pratique et sur laquelle circulent les actions, les obligations et autres instruments financiers, ne laisse personne indifférent. Effectivement, elle a toujours fait naître des sentiments contradictoires à son égard.

2. Attrayante pour certains car elle permettrait d'obtenir des gains importants en peu de temps, voire de faire fortune, elle se retrouve également frappée du sceau de l'immoralité par d'autres pour la même raison, et encore plus dans les pays occidentaux où la conception chrétienne selon laquelle " gagner son pain à la sueur de son front" est tenace.

3. En outre, les risques engendrés par la spéculation, la multitude des acteurs financiers mais aussi la technicité croissante qui entoure les transactions en bourse font naître chez certains des sentiments de crainte

<sup>1</sup> COISPEAU Olivier, *Dictionnaire de la Bourse et des termes financiers, SÉFI, 2001, 4<sup>e</sup> édition* : " La bourse était dans le passé un lieu précis où s'échangeait des valeurs mobilières. La dématérialisation des titres et l'électronisation des transactions rendent ce concept obsolète. La bourse devient l'expression d'un réseau informatisé permettant l'échange de signes monétaires sur un lieu ou une plateforme déterminé...". Au niveau européen, cette officialisation de la conception largo sensu de la Bourse est apparue avec la dénomination de « marchés d'instruments financiers » avec la directive n°93/22/CEE du Conseil et a été pleinement consacrée depuis la directive n°2004/39CE du Parlement et du Conseil du 21 avril 2004, et également en droit français, avec la Loi n°2007-212 portant diverses dispositions intéressant la Banque de France du 20 février 2007. Du côté du Vietnam, les appellations de « marché(s) boursier(s) » et de « marchés de capitaux » sont préférées. Si ces différentes dénominations diffèrent sensiblement, elles seront utilisées sans distinction, ainsi que celle de « Bourse », par commodité dans la présente thèse.

à l'égard des marchés financiers, lesquels sont d'autant plus compréhensibles au regard des scandales financiers qui se sont égrenés depuis une décennie aussi bien au niveau national qu'au niveau mondial<sup>1</sup>.

4. Quelles que soient les images que véhicule la Bourse sur le plan moral, religieux ou même philosophique, force est de constater l'intérêt toujours vif pour celle-ci qui génère d'ailleurs des débats fréquents, preuve que cette dernière fait bien partie du paysage financier contemporain.

5. Plus globalement, l'attrait pour les marchés d'instruments financiers se vérifie au niveau international en raison du rôle économique particulier reconnu à ceux-ci. A partir des années 1980, durant lesquelles s'est installé un contexte économique global difficile corrélatif aux crises pétrolières, une évolution notable des marchés financiers s'est amorcée, tant au niveau des pays dits développés que des pays en voie de développement ou en développement, avec comme un des objectifs majeurs l'octroi d'une place importante aux Bourses des valeurs appelées à jouer un rôle d'impulsion<sup>2</sup>. La déréglementation financière amorcée à cette époque s'est accompagnée d'une libéralisation des échanges et d'une interpénétration des économies nationales, principales manifestations de la mondialisation. Dès lors, les Etats ont cherché continuellement à améliorer le cadre juridique du marché boursier en vue de le rendre toujours plus compétitif.

6. Si la Bourse présente un intérêt certain, c'est qu'elle a vocation à participer au développement économique du pays où elle est instaurée, tout en fournissant des avantages aux entreprises et aux investisseurs. Les premières qui ont souvent besoin de financer de grands projets

<sup>1</sup> Le scandale Enron et l'affaire Parmalat ont été profondément révélateurs à ce propos

<sup>2</sup> BAKIR K., *L'efficience des marchés financiers des pays émergents : l'exemple de la Bourse de Casablanca*, Thèse Orléans, 2002, p.1 à 6.

trouvent les fonds qui leur sont nécessaires. Les seconds, quant à eux, en leur procurant principalement grâce à leur épargne les capitaux requis sur le long terme, réalisent en contrepartie des profits sur les places boursières. L'économie contemporaine ne pourrait pas fonctionner sans la Bourse.

7. Le choix d'accorder la première place aux marchés boursiers dans l'économie nationale est celui qu'a fait le Vietnam, lequel espère que celui-ci contribuera au développement du marché financier interne, en développant notamment un canal important de mobilisation des capitaux aussi bien domestiques qu'étrangers. Le pays a fait part des motivations à la base de ce choix, à savoir la nécessité de lever des fonds sur le moyen et le long terme pour développer les infrastructures et l'industrie, avec l'objectif de maintenir le taux de croissance du PIB à un taux élevé.

8. Même si pour l'instant le domaine bancaire est le premier mobilisateur de capitaux, le choix de ne pas accorder à celui-ci le premier rôle dans l'économie repose d'abord sur la constatation que ses capacités sont limitées en termes de mobilisation des ressources financières, notamment en ce qu'il ne permet que de mobiliser des fonds sur le court terme. En outre, le secteur bancaire a été estimé générer d'avantage de risques pour le système financier et les établissements bancaires ont eux-mêmes besoin de fonds pour se développer. Enfin, une grande partie de l'épargne des ménages n'a pas encore été investie et le Vietnam espère l'attirer au travers du mécanisme boursier afin que la mobilisation des capitaux qui en découle représente au minimum 50% du PIB national dans un avenir proche.

9. Pour de multiples raisons, la Bourse du Vietnam mérite qu'on lui prête une attention particulière et pour se faire, il convient de procéder à une étude comparée du droit qui la régit avec les règles boursières de la France. D'abord, force est de constater que la France et le Vietnam sont

historiquement liés et à ce titre, partagent indéniablement un héritage commun. De nos jours, il en résulte l'existence de relations privilégiées unissant ces deux pays, et ce, dans de nombreux domaines<sup>1</sup>: économique, social, culturel, mais aussi dans le secteur juridique comme on oublie trop souvent de le mentionner.

10. Ce dernier type de coopération est en effet peu connu autant du grand public français ou vietnamien, c'est pourquoi la présente étude aspire à mieux la faire connaître<sup>2</sup>. Elle désire également davantage faire connaître le droit vietnamien sous l'angle du droit spécial qu'est le droit financier et espère que l'expérience de la France en ce domaine éclairera le praticien du droit des marchés financiers vietnamien.

11. L'intérêt qu'on doit prêter au système boursier vietnamien réside aussi dans les caractéristiques propres qui lui sont attachées, et c'est d'abord sa durée d'existence qui nous interpelle. S'insérant dans une économie émergente, la Bourse du Vietnam, qui est la plus jeune et la plus modeste d'Asie du Sud Est, fait bien figure de novice par rapport aux systèmes boursiers qui existent dans les pays occidentaux, lesquels demeurent incontestablement les plus aboutis sur le plan juridique<sup>3</sup>.

12. De plus, les marchés de capitaux vietnamiens ont été mis en place rapidement puisque la création de ce système boursier asiatique a été pensée depuis les années 1990. Dans la pratique, son existence a été consacrée par l'ouverture officielle de la place financière de Ho Chi Minh Ville, dénommé le "Centre des Transactions Boursières de Ho Chi Minh Ville" en juillet 2000, et qui est destiné actuellement destiné aux

<sup>1</sup> « Vietnam-France : la coopération s'élargit », in *Le Courrier du Vietnam*, 14 juillet 2004.

<sup>2</sup> La coopération entre le Vietnam et la France est bien réelle et même institutionnalisée depuis la création de la Maison du Droit Vietnamo-Française à Hanoi en 1993. Pour plus de précisions, cf. le Président BEZARD P., « Bicentenaire du Code Civil : le Viêt Nam », in *Le bicentenaire du Code Civil français : Interventions*, Maison du droit Vietnamo-Française, 3,4 et 5 novembre 2004, ainsi que le site de la Maison du droit Vietnamo-Française : [www.maisondudroit.org](http://www.maisondudroit.org)  
Le Président BEZARD connaît bien cette institution pour en être l'un des co-fondateurs.

<sup>3</sup> A l'exception du système boursier japonais qui se révèle être aussi l'un des plus performants.

sociétés les plus grandes. Le choix de cette localisation est stratégique, l'ancienne Saïgon étant le centre des affaires, le cœur économique du pays où sont effectivement concentrées les entreprises les plus importantes en termes d'effectifs.

13. A l'inverse, le système boursier français s'inscrit dans la durée. L'organisation fait en effet figure d'une des plus anciennes. La première place financière, la Bourse de Lyon, a été fondée en 1563 et la législation qui encadre la Bourse française a commencé à s'établir dès le 14<sup>e</sup> siècle<sup>1</sup>. Dès lors, procéder à une comparaison entre les institutions boursières de France et du Vietnam ne peut que se révéler riche d'enseignements.

14. Par ailleurs, la Bourse du Vietnam s'insère dans un système économique et politique peu commun dont l'évolution rapide a permis de satisfaire aux conditions juridiques préalables nécessaires à son établissement et à son fonctionnement.

15. Le Vietnam est un pays qui a connu de profondes mutations au cours des deux dernières décennies. Les tentatives pour développer l'économie nationale ont commencé en fait à partir de 1975, après la fin de la Guerre du Vietnam<sup>2</sup>. Cet Etat avait fait le choix le choix s'inspirer du modèle économique soviétique dit centralement planifié, où la

<sup>1</sup> « La création officielle des Bourses des valeurs date de l'arrêt royal du 24 septembre 1724, qui représente la première réglementation franco-française dans ce domaine, et qui installait la Bourse de Paris dans l'hôtel de Nevers pour remplacer la Bourse en plein vent, laquelle s'était d'abord formée rue Quincampoix, puis sur la place Vendôme, avant d'intégrer l'Hôtel de Soissons ». Mais en réalité le phénomène est bien antérieur, « En France, des Bourses naquirent dans les places commerçantes mais elles prirent des appellations diverses : « place de change » à Lyon (1563), « Bourse » à Toulouse..., « Convention » à Bordeaux..., « loge » à Marseille, etc. » : in HISSUNG-CONVERT N., La spéculation boursière face au droit 1799-1914, LGDJ, Bibliothèque de Droit Privé, t. 51, 2009, p.19 .

Pour un aperçu historique de la Bourse française, voir RUIMY M., « La Bourse en France », in Bourse et marchés financiers, Cahier Français n°301, mars-avril 2001, la Documentation Française, p.6.

Pour une étude historique et comparative entre le droit français et le droit américain en matière boursière, voir CONAC P-H, La régulation des marchés boursiers par la Commission des Opérations de Bourse et la Securities Exchange Commission, LGDJ, Bibliothèque du Droit Privé, Tome 386, p.6 à 32.

<sup>2</sup> BUI TAT THANG, "After the war: 25 years of Economic Development in Vietnam", National Institute for Research Advancement Review, spring 2000, p.21 à 25.

priorité avait été donnée à l'industrie lourde, ainsi qu'aux coopératives, lesquelles étaient surtout à caractère agricole<sup>1</sup>.

16. Cependant, les résultats ont été en deçà des résultats escomptés. La crise économique et sociale importante qui a touché le pays a amené ce dernier à lancer en décembre 1986, lors du VI<sup>e</sup> Congrès du Parti Communiste Vietnamien, un vaste chantier de réformes baptisé le "Renouveau", que l'on appelle également la "Rénovation" ("Doi Moi" en Vietnamien), lequel est toujours en cours.

17. Si certains ont trouvé matière à débattre sur l'acception du terme ici choisi et sur la réalité que recouvre cette notion<sup>2</sup>, il est indéniable que le renouveau est un processus que le Gouvernement du Vietnam a initié pour la mise en application de réformes socio-économiques dans un double but. D'une part, il s'agissait de passer le plus rapidement possible à l'économie de marché en suivant l'orientation socialiste à l'instar de la Chine. D'autre part, le pays a révélé sa volonté d'intégrer la scène internationale<sup>3</sup>.

18. Ainsi, selon nous, pour définir le Doi Moi, celui-ci doit être appréhendé du côté de la pratique, et « En pratique, le Renouveau, c'est de surmonter la crise socio-économique par le renouvellement intégral dans tous les domaines (économique, politique, culturel, social, de défense, de sécurité, des relations extérieures, etc.) pour sortir le Vietnam de l'état de sous-développement et devenir un pays industriel pouvant rivaliser avec les autres pays.»<sup>4</sup>

<sup>1</sup> NGUYEN DUC NHUAN, « Mandarins et révolutionnaires, les rapports à l'espace social au Vietnam », spéc. p.156 et 157.

<sup>2</sup> Voir par exemple BAO AN Y. et DE TREGLODE B., « Doi Moi et mutations du politique », in *Viêt Nam contemporain*, sous la direction de DOVERT S. et DE TREGLODE B., IRASEC, coll. Monographies Nationales, 2004, p. 117 à 147, spéc. p.120 à 124.

<sup>3</sup> Le Vietnam s'est retrouvé isolé de la scène internationale jusqu'à la levée de l'embargo américain en 1994 pour avoir envahi le Cambodge.

<sup>4</sup> « Le Renouveau, un processus révolutionnaire au Vietnam », 28 novembre 2005, Agence Vietnamienne d'Information.

19. Au Vietnam, les réformes ont été lancées par étapes<sup>1</sup> et ont donné lieu à des progrès majeurs dans tous les domaines en dépit de la crise asiatique de 1997<sup>2</sup>. Depuis le lancement du Renouveau initié par la réforme de l'agriculture, laquelle a mis fin à la collectivisation et permis à la Nation vietnamienne de sortir de la famine, le pays a pris bon nombre de mesures pour instaurer la stabilité économique.

20. Il en résulte que l'économie du Vietnam bénéficie d'un taux de croissance du Produit Intérieur Brut élevé<sup>3</sup>. Ce pays évolue rapidement vers la voie de l'industrialisation et de la modernisation. Le Vietnam a réussi à sortir de la pauvreté extrême et fait partie des pays en développement. Ses efforts de développement ont été remarquables. Ainsi, en 2005, le PNUD l'a reconnu comme un exemple de réussite au niveau du développement humain et a souligné notamment le recul important de la pauvreté ainsi que la diminution nette de la mortalité et de la malnutrition infantile<sup>4</sup>. Sur la période 2011-2015, le Vietnam vise une croissance du PIB de 7-8% en moyenne annuelle, selon le plan quinquennal de développement socioéconomique élaboré par le ministère du Plan et de l'Investissement.

<sup>1</sup> FEUCHE Ch., « Croissance, Etat et marché dans le Viêt Nam du doi moi », in *Viêt Nam contemporain*, ouvrage précité, p.233 à 263, spéc. p. 240 à 243.

<sup>2</sup> NGUYEN C., « The Vietnamese Stock Market : Viability in Southeast Asia and Appeal Around the World », 21 *Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Journal* 607, August 1999 : trouvant ses origines en Thaïlande dans la dévaluation du Baht, la monnaie nationale, la crise asiatique a entraîné au Vietnam un arrêt des investissements étrangers et une baisse nette des exportations au Vietnam.

<sup>3</sup> Banque Mondiale, « Vietnam : Key Economic Indicators » : [http://siteresources.worldbank.org/INTEAPHALFYEARLYUPDATE/Resources/Key\\_Indicators\\_Vietnam.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTEAPHALFYEARLYUPDATE/Resources/Key_Indicators_Vietnam.pdf)

<sup>4</sup> PNUD, Human Development Report 2005, spéc. p.119 à p. 122 et p.219 à p.229 : <http://hdr.undp.org/reports/global/2005/>

21. Depuis 1991, date du VII<sup>e</sup> Congrès du Parti Communiste Vietnamien<sup>1</sup> au cours duquel le slogan « le Vietnam veut être ami avec tous les pays pour la paix, l'indépendance et le développement » a été adopté, le Vietnam s'est pleinement lancé dans l'intégration internationale et la libéralisation économique.

22. Parmi les événements les plus marquants en matière de coopération internationale, l'année 1992 a été marquée par la reprise des relations avec la Banque mondiale et le Fonds monétaire international. En 1995, ce pays a pu intégrer l'ASEAN (The Association of Southeast Asian Nations) ASEAN<sup>2</sup> et la zone de libre-échange de l'ASEAN : l'AFTA<sup>3</sup>. En 1996, il a adhéré au forum de coopération Asie-Europe (ASEM)<sup>4</sup>. Deux ans plus tard, il participait au Forum de Coopération Economique Asie-Pacifique en 1998 (APEC)<sup>5</sup>. L'accord commercial entre le Vietnam et les Etats-Unis, quant à lui, a été signé en 2000, et celui avec l'Union Européenne a été signé en 2004. Enfin, le Vietnam est devenu, le 11 janvier 2007, le 150<sup>ème</sup> membre de l'OMC, en vue d'ouvrir de nombreuses nouvelles débouchées pour ses produits tout en trouvant sa place dans le système commercial international. De fait, l'Etat

<sup>1</sup> Rapport du VIIe Congrès du PCVN consultable sur : [http://www.cpv.org.vn/vankien/daihoidang.asp?topic=2&subtopic=4&leader\\_topic=224](http://www.cpv.org.vn/vankien/daihoidang.asp?topic=2&subtopic=4&leader_topic=224)

<sup>2</sup> L'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est a pour but la coopération régionale des Etats membres, lesquels sont, outre le Vietnam, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour, la Thaïlande, Brunei, le Laos, Myanmar et le Cambodge. : [www.aseansec.org](http://www.aseansec.org)

<sup>3</sup> ASEAN Free Trade Area . Pour plus de renseignements : [www.aseansec.org](http://www.aseansec.org) . En 2010, le Vietnam a succédé à la Thaïlande à la tête de cette organisation.

<sup>4</sup> L'Asia Europe Meeting permet de faciliter l'échange et le dialogue entre les pays membres de l'Union Européenne, la Commission Européenne et 13 pays membres de l'ASEAN Plus Trois., soit 42 partenaires au total : [www.aseminboard.org](http://www.aseminboard.org)

<sup>5</sup> «La coopération régionale au sein de l'APEC sert d'appui technique au Vietnam mais aussi de creuset au développement de relations bilatérales » : « Le Vietnam et son environnement régional », Ambassade de France au Vietnam, Mission Economique de Hanoi, mai 2005.

L'APEC, qui tire son nom de l'expression anglophone Asia-Pacific Economic Cooperation, comprend 21 membres et Mr Tran Trong Toan, un Vietnamien, a dirigé le Secrétariat de l'APEC en 2006 : [www.apec.org](http://www.apec.org)

vietnamien a franchi la barre des 160 pays avec qui il entretient des relations diplomatiques depuis bon nombre d'années<sup>1</sup>.

23. Au Vietnam, la libéralisation économique a impliqué la mise en place d'un environnement des affaires, cela passait nécessairement par la pose d'un cadre juridique satisfaisant et évolutif, et il faut reconnaître que la législation s'est développée massivement depuis l'adoption du Doi Moi. L'Etat a aussi promulgué et complété les lois régissant l'ensemble de l'économie dans le but de préparer l'ouverture de la Bourse.

24. Le domaine des investissements est celui qui a été le premier à être réformé. La très libérale Loi sur l'investissement étranger au Vietnam<sup>2</sup> du 29 décembre 1987 a ouvert le pays aux investissements étrangers en prévoyant que ces derniers ont le choix entre plusieurs formes sociétales jusque là inexistantes au niveau national afin de constituer leurs entreprises. Ainsi, la possibilité leur a été offerte de former des sociétés en participation, des sociétés constituées à 100% de capitaux étrangers, ou bien encore de conclure des contrats de coopération d'affaires<sup>3</sup>, des contrats de « Bâti-Transfère »<sup>4</sup>, des contrats de « Bâti-Transfère-Opère »<sup>5</sup>, ou des contrats de « Bâti-Opère-

<sup>1</sup> 167 Etats en 2005 : « Les réalisations importantes de 20 ans du renouveau », in Courrier du Vietnam, 30 novembre 2005.

<sup>2</sup> Luat dau tu nuoc ngoai tai Viet Nam.

<sup>3</sup> "Le *"Contrat de coopération d'affaires"* est un document écrit signé par deux parties ou plus dans le but d'investir au Vietnam sans créer de personne morale.

<sup>4</sup> Le *"Contrat de Bâti-Transfère"* représente un document écrit signé par un Organisme d'Etat du Vietnam habilité et un (des) investisseur(s) étranger(s) pour la construction d'infrastructures. A l'issue de la construction, l'investisseur transfère l'infrastructure à l'Etat du Vietnam et le Gouvernement du Vietnam crée des conditions favorables pour que l'investisseur investisse dans d'autres projets afin de rembourser le capital investi et de réaliser un bénéfice raisonnable.

<sup>5</sup> Le *"Contrat de Bâti-Transfère-Opère"* désigne un document écrit signé par un organisme d'Etat du Vietnam habilité et un (des) investisseur(s) étranger(s) pour la construction d'infrastructures. A l'issue de la construction, l'investisseur transfère l'infrastructure à l'Etat vietnamien. Le Gouvernement du Vietnam lui en concède l'exploitation commerciale pour une période déterminée afin de lui permettre de rembourser son investissement et de réaliser un bénéfice raisonnable.

Transfère »<sup>1</sup>. La loi a été amendée à plusieurs reprises jusqu'à l'adoption du dernier texte actuellement en vigueur, en particulier le 1er juillet 2000 où il a été décidé le remplacement de la procédure d'autorisation des projets d'investissement par une procédure d'enregistrement desdits projets sous réserve de satisfaire aux critères énoncés. Les investissements domestiques, quant à eux, se sont vus reconnaître par la loi du 22 juin 1994.

25. Le secteur bancaire a connu aussi de grandes avancées juridiques<sup>2</sup>. L'Ordonnance sur la Banque d'Etat du Vietnam<sup>3</sup> et l'Ordonnance sur les banques, les coopératives de crédit et les compagnies financières<sup>4</sup> du 23 mai 1990 ont instauré au Vietnam un système bancaire à deux niveaux, où la Banque d'Etat du Vietnam est devenue la banque centrale, et les banques spécialisées, des établissements chargés des activités commerciales. Elles ont été remplacées en 1997 par la Loi sur la Banque d'Etat du Vietnam et la Loi sur les établissements de crédit afin de tenir compte de la diversité des établissements financiers : banques commerciales d'Etat, coopératives de crédit, établissements d'appartenance étrangère.

<sup>1</sup> Le "*Contrat de Bâti-Opère-Transfère*" est un document écrit signé par un Organisme d'Etat du Vietnam habilité et un(des) investisseur(s) étranger(s) prévoyant la construction et l'exploitation commerciale d'infrastructure(s) pour une période déterminée. A l'expiration de cette période l'investisseur étranger transfère sans compensation l'infrastructure au Gouvernement du Vietnam.

<sup>2</sup> Pour une vision pratique des mesures bancaires et monétaires depuis 1990 : FEUCHE Christophe, « Croissance, Etat et marché dans le Viêt Nam du doi moi », in Viêt Nam contemporain, ouvrage précité, 2004, p.233 à 263, spéc. p. 246 et 248.

<sup>3</sup> Phap len ngan hang nha nuoc Viet Nam.

<sup>4</sup> Phap lenh ngan hang, hop tac xa tin dung va cong ty tai chinh

26. Le système fiscal, quant à lui, a été marqué par de profondes transformations à partir des années 1990 au cours desquelles on a pu assister au passage d'une économie de licence à une économie d'enregistrement<sup>1</sup>. La Loi relative à l'impôt sur les sociétés (1997), la circulaire sur la taxe spéciale à la consommation (1998), l'Ordonnance sur la taxe d'habitation et sur l'impôt foncier (1991) et la Loi relative à l'impôt sur le revenu, pour ne citer que ces textes, ont jeté les bases d'un droit fiscal moderne et les réformes successives ont visé à améliorer le droit fiscal dans le sens du respect du principe d'égalité devant l'impôt essentiellement pour tous les composantes de l'économie.

27. L'apparition du Code Civil vietnamien en 1995 est tout aussi importante et mérite d'être signalée<sup>2</sup>. Inspiré du Code Napoléon, il représente une œuvre de longue haleine qui, en consacrant des règles et des grands principes autrefois inconnus du système juridique vietnamien, apparaît comme « une véritable constitution des droits privés ». Il participe aussi à l'unification du Droit du Vietnam et à l'instauration d'un véritable Etat de Droit car il a été promulgué pour remplacer diverses ordonnances : sur les contrats civils, les immeubles d'habitation, les successions, le droit de propriété industrielle et le droit de technologie étrangère.

28. Mais surtout, le paysage légal a connu une transformation fondamentale depuis que l'Assemblée nationale du Vietnam a pris bon nombre de nouvelles lois fondamentales en 2005, l'objectif d'accession à l'OMC ayant été un puissant incitatif.

<sup>1</sup> « La fiscalité au Vietnam », Ambassade de France au Vietnam, Mission Economique de Hanoi, 9 août 2004. FEUCHE Christophe, « Croissance, Etat et marché dans le Viêt Nam du doi moi », in *Viêt Nam contemporain*, ouvrage précité, p.233 à 263, spéc. p. 234 et 235.

<sup>2</sup> Pour une analyse complète et claire de l'aventure qu'a été le Code Civil vietnamien de son élaboration à sa mise en vigueur, cf. le Président BEZARD Pierre, « Bicentenaire du Code Civil : le Viêt Nam », in *Le bicentenaire du Code Civil français : Interventions*, article précité, p.113 à p.145. L'auteur est l'un des pères fondateurs du Code Civil du Vietnam et il est le seul magistrat de l'ordre judiciaire français à avoir participé à la rédaction de cet ouvrage.

29. La 7<sup>e</sup> session de l'Assemblée Nationale, tenue en mai et juin 2005, a approuvé 15 lois dont la loi sur la conclusion, la ratification et l'exécution des traités internationaux, la loi douanière modifiée, la Loi sur le droit commercial modifié, et la loi sur le code civil modifié<sup>1</sup>.

30. L'Assemblée Nationale a également approuvé 14 lois lors de sa session d'octobre-novembre 2005, parmi lesquelles figurent la Loi 49-2005-QH11 sur les effets de commerce, la Loi 50-2005-QH11 sur la propriété intellectuelle, la Loi 51-2005-QH11 sur les transactions, la loi 52-2005-QH11 sur la protection de l'environnement, la Loi 55-2005-QH11 anti-corruption, la Loi 57-2005-QH11 relative à l'amendement de la loi sur la TVA et de la Loi sur taxe spéciale à la consommation, la Loi 59-2005-QH11 sur l'investissement (qu'il soit étranger ou Vietnamien), et la Loi 60-2005-QH11 sur les entreprises<sup>2</sup> qui concerne pour la première fois aussi bien les sociétés domestiques que celles étrangères, créant ainsi un véritable régime juridique unifié pour elles toutes.

31. A partir de ces textes, c'est un nouvel environnement juridique qui s'est dessiné, renforcé au fil du temps par une production textuelle de plus en plus riche, et qui s'efforce d'instaurer des règles équitables pour tous les acteurs économiques.

32. Dans cette optique, la Bourse vietnamienne connaît elle-aussi des changements. En effet, cette dernière, qui a su faire preuve de stabilité depuis sa création, ambitionne un développement rapide afin d'être la plus efficace possible. Pour ce faire, elle a fait l'objet de multiples réformes successives auxquelles en particulier la Banque d'Asie pour le Développement a apporté son assistance technique. Elles apparaissent comme des réponses aux événements qui se sont produits au fur et à mesure sur les marchés financiers.

<sup>1</sup> Par exemple :Banque Mondiale, Consultative Group Meeting for Vietnam, Taking Stock, Hanoi, December 6-7, 2005, p19-20:[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

<sup>2</sup> Loi du 29 novembre 2005

33. On peut à ce titre dégager plusieurs périodes significatives de cette évolution. Ainsi, les réformes réalisées en 2003 et 2004 se sont révélées particulièrement déterminantes tant au niveau du cadre juridique que des marchés financiers du Vietnam. Mais celles prises à compter de 2005 ont constitué un tournant dans l'histoire de la Bourse vietnamienne; le développement des organisations financières intermédiaires et la transformation des marchés en constituent les plus importantes.

34. Les mesures prises au niveau vietnamien sont conformes aux plans de développement nationaux<sup>1</sup>, lesquels ont fixé une capitalisation boursière croissante et de plus en plus significative au sein du PIB, à titre d'objectif primordial à atteindre, ainsi que les solutions requises pour l'accroissement, le renforcement et une meilleure structuration du système financier vietnamien. Celui-ci a considérablement muté depuis 2000, année durant laquelle a été mise en place la première place financière à titre expérimental de ce pays asiatique: « le Centre des Transactions Boursières de Ho Chi Minh Ville ». En effet, il existe à présent un Dépôt central des instruments financiers indépendant, et deux places financières qui servent de marchés réglementés : « la Bourse de Ho Chi Minh Ville » - HOSE - renommée comme telle suite à la reconnaissance de son stade avancé de développement en 2007<sup>2</sup>, et « la Bourse de Hanoi » (HNX) inaugurée en juillet 2005, et reconnue comme telle depuis 2009<sup>3</sup>. Précisons au passage que HNX, est aussi en charge du marché libre dit UPCoM, ouvert en 2009<sup>4</sup>, et cela devrait par la suite devenir son activité exclusive. HOSE, elle, est non seulement la plus

<sup>1</sup> Décision 163/2003/QD-TTg du Premier Ministre en date du 5 août 2003 sur la stratégie pour le développement de la Bourse jusqu'en 2010. Note officielle 20-TB-VPCP du Gouvernement en date du 29 janvier 2007 sur les conclusions du Premier Ministre Nguyen Tan Dung pour renforcer le contrôle et la surveillance des activités liées aux marchés financiers. Décision 128/2007/QD-TTg du Premier Ministre en date du 2 août 2007 approuvant le plan de développement des marchés de capitaux pour la période de 2010 à 2020

<sup>2</sup> Décision 559 du Premier Ministre en date du 11 mai 2007

<sup>3</sup> Décision 01 du Premier Ministre en date du 02 janvier 2009

<sup>4</sup> The Unlisted Public Companies Market

grande place financière du Vietnam, mais aussi le marché primaire des emprunts d'Etat et le marché secondaire pour la plupart des titres obligataires.

35. Le Comité d'Etat de la Bourse, créé par le Décret N° 75/CP du Gouvernement en date du 28 novembre 1996, est au cœur des réformes du cadre juridique régissant les marchés financiers du Vietnam. Celui-ci fait fonction de gendarme de la Bourse, c'est-à-dire qu'il représente l'instance de supervision des marchés financiers nationaux officiellement consacré. La dénomination vietnamienne du Comité est Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) ; celle anglo-saxonne est State Securities Commission-SSC- et sert à le désigner au niveau international par commodité. Etant donné que la présente étude est en langue française, nous nous référons ici à l'appellation usitée par l'Agence Vietnamienne d'Information, l'organisme officiel d'informations de ce pays asiatique<sup>1</sup>.

36. La création du Comité d'Etat de la Bourse ne saurait surprendre. Un tel acteur de la vie financière existe en France en la personne de notre Autorité des Marchés Financiers (AMF), laquelle a connu également de profondes transformations. Effectivement, l'AMF remplace depuis novembre 2003 l'ancienne Commission des Opérations de Bourse en raison de la fusion de cette dernière avec le Conseil des Marchés financiers et le Conseil de Discipline de la Gestion Financière, et ce, dans le but de la rendre plus efficace face aux exigences européennes et celles liées à la mondialisation, mais aussi d'améliorer la coordination du secteur boursier français. La Loi No. 2003-706 de Sécurité Financière du 1<sup>er</sup> août 2003<sup>2</sup> en est à l'origine et visait aussi à rétablir la confiance des épargnants ébranlés par la survenance de grands scandales financiers

<sup>1</sup> La dénomination de « Commission Nationale des Instruments Financiers » aurait été toutefois plus adéquate à notre avis

<sup>2</sup> Loi No. 2003-706, JO n°177 du 02 août 2003

à partir de l'affaire Enron<sup>1</sup> ; c'est le décret No.2003-1109 du 21 novembre 2003 qui en a prévu la mise en place.

37. L'AMF et le CEB se révèlent être indispensables afin de garantir la validité et la viabilité de tout système boursier car il y tient le rôle de l'autorité de régulation. Il convient de préciser le sens que recouvre cette notion de régulation, ce qui est assurément peu aisé.

38. Tous les auteurs s'accordent pour reconnaître la difficulté de cette tâche. Le Conseil d'Etat, par exemple, l'admet lui-même<sup>2</sup>. Le Conseil Economique et Social partage lui-aussi cet avis et n'hésite pas de qualifier la régulation de « concept valise »<sup>3</sup>. Il est vrai que le concept de régulation au sens juridique du terme est récent en France<sup>4</sup>, et au Vietnam, encore plus, le CEB étant, avec le Conseil de la Concurrence vietnamien les seules autorités de régulation existantes à notre connaissance.

39. Ainsi, les définitions données sont multiples et diverses et les quelques lignes suivantes ne s'avanceront pas à en dresser l'inventaire. Retenons que le Conseil d'Etat adopte une définition large et affirme que « La régulation désigne les formes diverses d'organisation pour lesquelles l'Etat garantit pour le présent et pour l'avenir, le projet social, économique et culturel, dont la communauté humaine s'est dotée, tout en déléguant au maximum les tâches opérationnelles à d'autres

<sup>1</sup> Suite à la cessation en paiement de l'entreprise américaine Enron, la mise en cause du cabinet réputé qui avait été chargé de son audit, a fait naître un climat de craintes sur les marchés boursiers mondiaux.

<sup>2</sup> Conseil d'Etat, *Rapport public 2001 : les autorités administratives indépendantes*, La Documentation Française, 2001, p. 278-279.

<sup>3</sup> Conseil Economique et Social, *Des autorités de régulation financières et de concurrence : pour quoi, comment ?*, 15 janvier 2003, p. 1-3.

<sup>4</sup> « Si en effet le mot, apparu en France dès 1460, a depuis la fin du XIXe siècle, dans notre langue, un sens assez proche de celui sous-entendu lorsqu'il est question d'autorité de régulation, il se trouve obscurci par la référence au même mot anglais dont la traduction exacte est réglementation. Or il n'y a pas d'équivalence entre régulation et réglementation », in Conseil d'Etat, *Rapport public 2001 : les autorités administratives indépendantes*, La Documentation Française, 2001, p. 279.

acteurs » ; mais plus particulièrement, il s'attache au but de la régulation et admet qu' « il s'agit de faire fonctionner correctement un système complexe »<sup>1</sup>.

40. Le Conseil Economique et Social, quant à lui, considère que la régulation représente « la gestion publique d'une activité ou d'un domaine donné visant à faire prévaloir l'intérêt général dans le respect de la pluralité, de la spécificité et de l'autonomie des acteurs.»<sup>2</sup>

41. En outre, « nombreux sont les experts qui s'accordent à définir la régulation... comme l'ensemble des interventions des pouvoirs publics visant à instaurer la concurrence autant qu'il est nécessaire dans un secteur où elle n'existait pas ou très peu, et à concilier l'exercice loyal de cette concurrence avec les missions d'intérêt général dont sont investis les services publics en réseaux<sup>3</sup>. »

42. Il résulte de l'ensemble de ces constatations que la conciliation entre la concurrence et l'intérêt général est impérative dès lors que la régulation est mise en place dans un secteur déterminé. Il se dégage aussi de façon simplifiée que la régulation n'est autre que « le fonctionnement harmonieux d'un secteur précis dans lequel le Gouvernement (incarnant l'Etat) ne veut pas intervenir trop directement » et qu' « il s'agit le plus souvent d'un domaine sensible, soit en raison de ses conséquences politiques possibles, soit en raison de son impact économique »<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Conseil d'Etat, *Rapport public 2001 : les autorités administratives indépendantes*, ouvrage précité, p. 279.

<sup>2</sup> Conseil Economique et Social, *Des autorités de régulation financières et de concurrence : pour quoi, comment ?*, éd. Journaux officiels, 15 janvier 2003, p.-3.

<sup>3</sup> Extrait du rapport Bergougnoux, *Services publics en réseau : perspectives de concurrence et nouvelles régulations*, la Documentation Française, Avril 2000.

<sup>4</sup> « Quel est le rôle d'une autorité administrative indépendante ? », la Documentation Française. [www.vie-publique.fr](http://www.vie-publique.fr) : Découverte des institutions > Comprendre les institutions Comment fonctionne l'Administration ? Qu'est-ce- qu'une autorité administrative indépendante ?

43. Concernant le secteur des marchés financiers, il va sans dire que les motivations économiques sont réelles et la régulation représente le compromis entre, d'une part l'acceptation d'un Etat purement interventionniste, lequel serait trop rigide et ne saurait s'adapter face à la nécessaire souplesse qu'implique tout système économique, et d'autre part le refus de laisser les lois du marché de régir à elles seules ledit système.

44. Une définition juridique étant nécessaire, « on retiendra ici par méthode une définition stricte et simple du droit de la régulation, rattaché à des secteurs qui ne sont pas gouvernés par l'État mais qui ne sont pas non plus laissés aux mécanismes communs du marché et qui ont placé comme pivot du secteur considéré une autorité indépendante de régulation. Si l'on adoptait une définition plus large de la régulation, notamment pour y englober l'ensemble des politiques publiques appliquées à l'économie, il serait plus difficile de dégager une unité ou à tout le moins des analogies fortes entre les règles, entre les institutions, entre les procédures... »<sup>1</sup>

45. Nous adoptons ici cette conception de la régulation. Aussi, le CEB et l'AMF, parce qu'ils sont les organismes régulateurs clés des marchés financiers, sont au centre de cette étude, laquelle analysera dès lors à un moindre degré la participation à la régulation des autres acteurs financiers, nationaux ou supranationaux, et ce, dans leurs rapports directs avec ces autorités indépendantes.

<sup>1</sup> Sous la responsabilité de FRISON-ROCHE Marie-Anne, avec COTTERET Jean-Marie, GERMAIN Michel, PENICHON Christine, SENAC DE MONTEMBERNARD Marc, et RAPP Lucien ? « Chronique de droit de la régulation No. I », LPA, 04 avril .2005, n° .66, p. 3.

46. Par ailleurs, afin d'apporter toute la clarté sur cet ouvrage au lecteur, il convient d'apporter les précisions suivantes. Tout d'abord, il s'agit d'une étude de droit comparé et les mesures relatives au droit fiscal ne seront pas traitées ici. Ensuite, le stade d'avancement juridique contrasté de ces autorités de régulation financières, l'uniformité des cours et le manque de jurisprudence au Vietnam en ce domaine nous amène ici à dresser une analyse juridique générale sur l'Autorité des Marchés Financiers française et le Comité d'Etat de la Bourse vietnamien. On soulignera aussi que les textes juridiques et les autres sources vietnamiennes citées dans la présente étude ont été traduits par nos soins en français étant donné l'absence de traductions officielles dans cette langue. Enfin, les dispositions applicables au sujet et qui constituent la pierre angulaire pour la France sont la Loi de Sécurité Financière de 2003<sup>1</sup> et celles du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers ; celles relatives au cas du Vietnam sont la Loi sur les Instruments Financiers du 29 juin 2006 dite Loi 70 ou Loi Boursière<sup>2</sup> et le décret 14 de 2007<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Texte préc., v. supra

<sup>2</sup> Loi 70/2006/QH11 adoptée par l'Assemblée Nationale en date du 29 juin 2006. Sur son élaboration, v. par exemple: « Vietnam to have Securities Law in 2006 », in Vietnam Economic News, 15 octobre 2004. L'appellation « Loi sur les instruments financiers » est la traduction la plus fidèle de la dénomination vietnamienne. Pour ce qui est de celle de « Loi boursière », celle-ci est utilisée par l'Agence vietnamienne d'information lorsque cette dernière s'exprime en français. D'autre part, les professionnels et les médias recourent aussi à la dénomination « Loi 70 ». Aussi, l'une ou l'autre de ces expressions seront employées indistinctement pour habituer le lecteur.

<sup>3</sup> Décret d'application de la Loi sur les Instruments Financiers n° 14-2007-ND-CP pris par le Gouvernement en date du 19 janvier 2007

47. Ainsi que nous l'avons annoncé précédemment, notre étude portera sur l'analyse comparée de ces deux institutions que sont l'Autorité des Marchés Financiers et le Comité d'Etat de la Bourse , lesquelles veillent en réalité au bon fonctionnement des marchés financiers, à la protection des épargnants, et assurent l'efficacité et la compétitivité de la Place face à un contexte mondial de plus en plus internationalisé. Elles sont arrivées au même niveau de démarches et se retrouvent toutes deux à un croisement important de leur existence.

Pour se faire, notre analyse consistera à démontrer dans une première partie que :

LE CEB ET L'AMF SE SONT ENGAGES DANS UNE DEMARCHE COMMUNE DANS UN BUT DE PROTECTION DE L'EPARGNE ET D'EQUILIBRE DES MARCHES.

Dans une seconde partie, nous verrons que :

LE CEB ET L'AMF EXERCENT UNE REGULATION À GEOMETRIE VARIABLE.

**PARTIE 1. L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS ET LE COMITE D'ETAT DE LA BOURSE, UNE DEMARCHE COMMUNE DANS UN BUT DE PROTECTION DE L'EPARGNE ET D'EQUILIBRE DES MARCHES.**

Non seulement les autorités de régulation financière du Vietnam et de France apparaissent comme des instances légitimement établies (chapitre 1), mais encore elles sont titulaires de prérogatives considérables afin de remplir cette double mission (chapitre 2).

## **CHAPITRE 1. DES INSTANCES PUBLIQUES LEGITIMEMENT ETABLIES**

N'est pas régulateur des marchés financiers qui veut, il faut en premier lieu avoir une existence juridiquement consacrée par les autorités du pays concerné (section I), et ces dernières doivent reconnaître également un statut d'autorité à l'institution qu'elles créent (section II).

## SECTION 1. DES ORGANES ADMINISTRATIFS

Etre régulateur des marchés financiers implique d'avoir un statut juridique licitement consacré (§1) et d'être investie d'une mission d'intérêt général (§2).

### §1. Un statut juridique licitement fondé

48. En France, plusieurs raisons ont été avancées en ce qui concerne la création du premier régulateur administratif des marchés boursiers : la Commission des Opérations de Bourse<sup>1</sup>. Ce sont plus ou moins les mêmes selon les auteurs et P.-H. Conac en a établi un synopsis qui mérite que l'on s'y attarde à notre sens<sup>2</sup>.

49. Selon lui, la COB a été créée afin de faire face à la concurrence au niveau européen et en raison de facteurs conjecturels propices qui sont la volonté politique de protéger les investisseurs après la mise en place du cadre juridique sociétal constitué de la loi sur les sociétés commerciales du 24 juillet 1966 et du décret du 23 mars 1967 ne permettant pas la protection des épargnants, le désir d'associer les travailleurs à l'intéressement au capital<sup>3</sup> et l'apparition de multiples scandales boursiers.

<sup>1</sup> Bien que l'Autorité des Marchés Financiers soit le produit de la fusion entre la Commission des Opérations Boursières, le Conseil des Marchés Financiers et le Conseil de discipline de la gestion financière, la présente étude historique se base sur l'étude du cas de la COB qui en réalité a absorbé les deux autres institutions en devenant l'Autorité, les règles de fonctionnement actuelles plaident d'ailleurs en ce sens

<sup>2</sup> Conac P-H, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des Opérations de Bourse et la Securities Exchange Commission*, LGDJ, Bibliothèque du Droit Privé, Tome 386, p.1 à 33. L'auteur effectue une comparaison historique avec l'autorité régulatrice américaine.

<sup>3</sup> Cette raison avancée quant aux salariés n'a pas servi en réalité de motivation pour la création de la Commission des opérations de bourse, qui, elle, a été instituée par l'Ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967. L'auteur fait une confusion à propos d'un autre texte, l'Ordonnance n°67-693 sur la participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises : JORF 18 août 1967, p.8288. Quant à la dénomination exacte du décret du 23 mars 1967, il s'agit du Décret n°67-236 sur les sociétés commerciales : JORF 24 mars 1967, p.2843

50. Pour M. le Président Bézard, ces arguments avancés ne sont pas à considérer pareillement<sup>1</sup>. La concurrence entre les Bourses européennes n'existait pas à l'époque. La volonté que les salariés participent à l'épargne était sans intérêt et cette idée était prônée seulement par les gaullistes à tendance gauchiste.

51. M. le Président Bézard, pour sa part, considère qu'il existe deux raisons essentielles ayant conduit la France à mettre en place une autorité de régulation<sup>2</sup>. Il existait effectivement de nombreux abus boursiers en raison de l'imprécision des textes de droit, la Justice était inapte pour appliquer les sanctions, les professionnels élaboraient des réglementations insuffisantes et contrôlaient la Bourse, exerçant ainsi une confusion des pouvoirs puisqu'ils étaient en même temps artisans et policiers du système boursier.

52. Ces abus avaient fait naître une très grande méfiance chez les Français vis-à-vis de l'épargne alors qu'ils disposaient d'actifs. Or, la volonté politique de l'époque était que les actifs mobilisables des particuliers servent l'économie française et que les entreprises trouvent des capitaux pour le financement de leurs activités.

53. Il fallait donc instituer un organisme qui conçoive les réglementations et inspire le Législateur sur les textes, exerce la surveillance des structures boursières avec les professionnels, saisisse les tribunaux en présence d'infractions et les éduque pour avoir des sanctions adéquates. Par conséquent, il était nécessaire qu'une commission régulatrice veille à la protection des épargnants en prévenant les abus et organise le milieu boursier : « La création de la

---

<sup>1</sup> Entretien du 1er février 2010 avec le Président Pierre Bézard, lequel a été détaché Chef du service juridique de la Commission des Opérations de Bourse de 1976 à 1982, et Membre de cette instance et de la Haute Cour de Justice de 1986 à 1988

<sup>2</sup> Idem

COB [s'inscrivait] dans cette voie visant à faire confiance à des corps intermédiaires pour assurer la protection des actionnaires et du public.»<sup>1</sup>

54. C'est dans ce contexte qu'en France, la COB a été mise en place par l'ordonnance du 28 septembre 1967. Directement inspirée de la Securities Exchange Commission américaine, elle était « chargée de contrôler l'information des porteurs de valeurs mobilières et du public sur les sociétés qui font publiquement appel public à l'épargne et sur les valeurs émises par ces sociétés ainsi que de veiller au bon fonctionnement des bourses de valeurs »<sup>2</sup>.

55. Sa création s'est faite dans un contexte assez difficile en raison d'un climat de méfiance générale, aussi bien de la part des émetteurs que de la part des professionnels pour qui le personnel de la COB représentait des technocrates de l'Etat venus s'immiscer dans leurs affaires mal gré. Malgré cela, c'est son premier personnel pluridisciplinaire et provenant de différents horizons, dont les dirigeants avaient de très fortes personnalités, qui a réussi par son opiniâtreté à imposer cette autorité de régulation dans le paysage financier français : ainsi « ce sont les hommes de la COB qui ont fait la COB »<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> P.Bézar, « La Commission des Opérations de Bourse (C.O.B) et le droit des sociétés », Rev.jurisp. com., 1982, p.41 (1ère partie).

<sup>2</sup> Art.1 Ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967 instituant une Commission des Opérations de Bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, JORF du 29 septembre 1967, p. 9589

<sup>3</sup> P.Bézar, « Le nouveau visage de la Commission des Opérations de Bourse », RIDC, vol .41, n°4, 1989, p.929-957

56. Contrairement au cas de la France, l'installation du gendarme de la Bourse du Vietnam et de celle-ci ne s'est pas faite dans un climat de méfiance mais a été appréhendé plutôt comme un défi national en raison des mutations économiques post-Doi Moi.

57. En effet, une multitude de sociétés principalement après l'entrée en vigueur des deux lois de 1990 sur les compagnies et les sociétés privées sont apparues<sup>1</sup>. Des transactions sur les titres de capital des sociétés se sont opérées sans règles juridiques préexistantes avec tous les inconvénients que cela génère au niveau de la sécurité juridique<sup>2</sup>, d'où une réelle crainte des particuliers à épargner<sup>3</sup>, et surtout le Vietnam avait besoin de lever des fonds pour investir dans le développement national, bien davantage que la France dans les années 60.

58. Dès lors, l'instauration d'une Bourse a été perçue comme une évidence car elle permettait de répondre à trois objectifs majeurs : servir de support à l'actionnarisation<sup>4</sup> des entreprises publiques, mobiliser les capitaux domestiques et être l'instrument par lequel les sociétés locales pourraient obtenir les fonds qui leur sont nécessaires à long terme<sup>5</sup>.

59. Aussi sous l'impulsion du Parti du Vietnam et du Gouvernement, les groupes de travail du Ministère des Finances, de la Banque d'Etat et des instituts de recherche ont réfléchi à un projet d'établissement d'un marché de capitaux au Vietnam.

<sup>1</sup> Elles sont toutes deux du 21 décembre 1990

<sup>2</sup> Nguyen Thi Anh Van, *Toward a Well Functioning Securities Market in Vietnam*, Nagoya University, CALE, 2004 : introduction

<sup>3</sup> Tran Phong Tuan, "Comparative analysis: Vietnam's Economic Liberalization And Outreach: Legal Reform", *NAFTA: Law and Business Review of the Americas* 139, Winter 2003

<sup>4</sup> Par rapport à ce terme, cf. supra n°85 à n° 87

<sup>5</sup> Nguyen Cindy, « The Vietnamese Stock Market : Viability in Southeast Asia and Appeal Around the World », *21 Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Journal* 607, August 1999

60. Il en a résulté en 1993, l'établissement du Centre de recherche pour la construction et le développement du marché de capitaux par le Gouverneur de la Banque d'Etat du Vietnam<sup>1</sup>, une agence sous la tutelle de cet organisme, afin de rechercher, de concevoir le projet et de préparer les conditions nécessaires à l'établissement d'un tel marché au niveau national selon des étapes clairement déterminées.

61. Afin de s'acquitter de sa mission, une collaboration a été instaurée avec le Ministère des Finances et le Conseil Central des Sciences Economiques mais l'accomplissement des tâches ainsi assignées s'est avéré assez complexe et il a été fait le constat que la mise en place de la Bourse exige l'action coordonnée de davantage d'organismes publics.

62. D'où la création, en septembre 1994, du Comité de rédaction du Décret sur les instruments financiers et la Bourse par le Gouvernement, dirigé par un Vice-ministre des Finances, avec l'assistance d'un conseiller du Gouverneur de la Banque d'Etat et d'un Vice-ministre de la Justice.

63. A partir des projets établis par le Centre de recherche et le Comité de rédaction et des avis recueillis auprès des différents ministères et secteurs concernés, le Premier ministre a créé en 1995 le Comité Préparatoire de la Bourse chargé de rédiger le Décret du Gouvernement sur l'établissement du Comité d'Etat de la Bourse, de préparer les infrastructures et de former le personnel de la future autorité de régulation ainsi que les professionnels des marchés tout en réalisant des projets de coopération bilatérale et internationale afin de faciliter la mise en place de la Bourse du Vietnam<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Décision No. 207/QD-TCCB du Gouverneur de la Banque d'Etat du Vietnam en date du 6 novembre 1993

<sup>2</sup> Décision No. 361/QD-TTg du Premier Ministre en date du 29 juin 1995

64. C'est finalement le décret No. 75/CP de 1996 qui a institué le Comité d'Etat de la Bourse, en tant qu'agence gouvernementale chargée d'organiser et de réguler le secteur des instruments financiers et le marché boursier au nom de l'Etat<sup>1</sup>.

65. Ce régulateur a été officiellement inauguré en avril 1997 et il s'est rapidement attaché à préparer les conditions requises à la mise en place de la Bourse, en développant le cadre juridique de l'époque, en explorant les cotations potentielles, en prévoyant la place des intermédiaires dans le futur système boursier et en préparant les infrastructures et les ressources humaines nécessaires à l'installation de la Bourse, et c'est en 2000 que la première Bourse du pays, le « Centre des Transactions Boursières de Ho Chi Minh Ville », s'est ouverte.

66. Par conséquent, d'une part le CEB a tenu le rôle principal quant à l'introduction d'une Bourse au Vietnam et quant aux modalités d'administration étatique des instruments financiers et du marché boursier ; d'autre part, son objectif principal a été de concevoir, comme il est souvent rappelé, un environnement favorable à la mobilisation de capitaux afin de pouvoir investir dans le développement en veillant à ce que les activités boursières soient organisées, sûres, transparentes, équitables et efficaces et à ce que les droits et les intérêts légitimes des investisseurs soient protégés<sup>2</sup>. Dès lors, la fonction administrative qu'il assure et qui est la même que celle de l'Autorité des Marchés Financiers de France mérite d'être mise en avant (§2).

<sup>1</sup> Décret No.75/CP du Gouvernement en date du 28 novembre 1996

<sup>2</sup> Định hướng phát triển Thị trường chứng khoán Việt Nam trong những năm tới, 03 décembre 2007 : <http://nseif.gov.vn/Default.aspx?cat=15&mod=News&nid=9404>

## §2. Une fonction administrative spéciale

### A. Importance de la mission de protection de l'épargne

67. En France , l'Autorité des marchés financiers est investie d'une mission d'intérêt général bien précise, qui consiste à « [ veiller ] à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé et dans tous autres placements offerts au public », mais aussi à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. » Elle apporte aussi « son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et international<sup>1</sup>. »

68. Au Vietnam, le Comité d'Etat de la Bourse est chargée pour sa part de conseiller et d'assister le Ministre des Finances en ce qui concerne l'administration de l'Etat dans le domaine des instruments financiers et du marché boursier ; il gère et supervise directement les activités liées aux instruments financiers et au marché, et il gère les activités de services offerts par les professionnels qui opèrent dans le domaine des instruments financiers et des activités de marché<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Art. L. 621-1 CMF , lequel indique également que : « Dans l'accomplissement de ses missions, l'Autorité des marchés financiers prend en compte les objectifs de stabilité financière dans l'ensemble de l'Union européenne et de l'Espace économique européen et de mise en œuvre convergente des dispositions nationales et de l'Union européenne en tenant compte des bonnes pratiques et recommandations issues des dispositifs de supervision de l'Union européenne. Elle coopère avec les autorités compétentes des autres Etats » et qu' « elle veille également à ce que les entreprises soumises à son contrôle mettent en œuvre les moyens adaptés pour se conformer aux codes de conduite homologués mentionnés à l'article L. 611-3-13 »

<sup>2</sup>Art. 1 al.1 décision 112 du 11 septembre 2009

69. Dès lors, bien que l'épargne ne soit pas définie en droit des marchés financiers français ou vietnamien, c'est autour de cette notion, auquel est étroitement lié le concept d'instruments financiers, que la mission de police administrative du régulateur s'articule. C'est pourquoi l'examen des instruments financiers s'avère nécessaire (B).

## B. Notion d'instruments financiers

70. Contrairement à ce que à quoi on aurait pu s'attendre a priori, aucun texte juridique n'a défini la notion d'instruments financiers en France. Cette dernière, il est vrai, est assez complexe. D'une part parce qu'il existe différentes définitions des instruments financiers retenues par les législations de différents Etat membres, d'autre part parce que le concept de valeurs mobilières est très large, ainsi que le législateur européen l'a soulevé<sup>1</sup>. On comprend donc qu'il ait préféré procéder à une énumération des différents types d'instruments financiers<sup>2</sup>. On comprend aussi que le législateur français ait agi de même ; il est à noter aussi à ce stade de l'analyse que l'imprécision et l'ambiguïté de la notion de valeurs mobilières soulevée durant les débats parlementaires français<sup>3</sup> a conduit ce dernier à remplacer ce concept par la périphrase des « titres de capital et [des] titres de créance », laquelle apparaissait plus pertinente, et ce, à partir de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Considérant 11 Directive 93/22/C.E.E. du Conseil du 10 mai 1993, J.O.C.E. n° L 141/27 du 11 juin 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières dite D.S.I.

<sup>2</sup> Section B de l'annexe 1 de la Directive DSI, préc.

<sup>3</sup> V. notamment Rapport AN n°2692 p 51 et s., et Rapport Sénat n° 326, p.21

<sup>4</sup> Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996. En transposant en droit français la directive 93/22/CEE sur les investissements, ce texte a accentué le grand bouleversement du marché boursier national en allant au-delà des exigences du texte communautaire : M. Germain et M.-A. Noury, « La loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières », JCP. G, 1997, I, 4022

71. L'influence des travaux internationaux et surtout de la transposition de la Directive 2004/39/CE<sup>1</sup> ont conduit à une réforme de la classification des instruments financiers en droit français, qui repose désormais sur une distinction entre les titres financiers et les contrats financiers en vertu du nouvel article L 211-1 CMF tel qu'issu de l'ordonnance n°2009-15 du 8 janvier 2009<sup>2</sup>.

72. Aux termes de cette disposition, les premiers sont d'une part des titres de capital, la plupart des titres de créance ainsi que des parts ou actions d'organismes de placement collectif. Ladite disposition, mentionne également les contrats financiers qui répondent à l'appellation plus commune d'"instruments financiers à terme", et qui sont les contrats à terme qui figurent listés par décret<sup>3</sup>. Il est bon de signaler à ce stade de notre analyse que les valeurs mobilières, que d'aucuns ont tendance à confondre avec les instruments financiers eux-mêmes, ne sont en réalité qu'une sous-catégorie des titres financiers, donc représentent une partie de ces instruments<sup>4</sup>.

73. Le Législateur du Vietnam consacre à son tour plusieurs sortes d'instruments financiers, mais à la différence de son homologue français, il a défini la notion d'instruments financiers, lesquels représentent « la preuve par laquelle un émetteur atteste des droits et des intérêts

<sup>1</sup> Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2010, n°79 et s.

<sup>2</sup> Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, JORF n°0007, 9 janvier 2009, p. 570

<sup>3</sup> Décret qui reprend les instruments financiers énumérés par la directive 2004/39/CE « MIF »

<sup>4</sup> Article L211-2 CMF :

« Les titres financiers, qui comprennent les valeurs mobilières au sens du deuxième alinéa de l'article L. 228-1 du code de commerce, ne peuvent être émis que par l'Etat, une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation. »

Article L228-1 al.1 & 2 C.Com :

« Les sociétés par actions émettent toutes valeurs mobilières dans les conditions du présent livre.

Les valeurs mobilières sont des titres financiers au sens de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, qui confèrent des droits identiques par catégorie.

Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions revêtent la forme de titres au porteur ou de titres nominatifs, sauf pour les sociétés pour lesquelles la loi ou les statuts imposent la seule forme nominative, pour tout ou partie du capital. »

légitimes d'un détenteur sur une part de capital ou des actifs ». Dès lors, ceux-ci peuvent prendre la forme de certificats, d'écritures comptables ou de données électroniques<sup>1</sup>. La classification française des instruments financiers étant plus élaborée que celle du Vietnam, on s'y référera dans les développements ci-après : elle repose sur la distinction entre les titres financiers(1) et les contrats financiers(2).

## 1. Les titres financiers

L'art. L211-1 CMF cite les titres de capital, les titres de créance et les parts et actions d'organismes de placement collectifs, en tant que titres financiers. En réalité, les créations des praticiens venues enrichir la palette de tels instruments conduisent à différencier les titres de financement(a) -dont la raison d'être est la possibilité qu'ils offrent à l'émetteur de disposer des fonds dont il a besoin pour son projet -d'une autre sous-catégorie de titres financiers : les titres dérivés, qui ont une fonction spéculative ou de couverture (b).

### a. Les titres de financement

Titres de capital ( $\alpha$ ), titres d'emprunt( $\beta$ ) et produits de placement collectif( $\gamma$ ) répondent à la qualification de titres de financement.

#### $\alpha$ . Les titres de capital

Selon le Code monétaire et financier, ces instruments sont constitués des actions ( $\alpha 1$ ) et « des autre titres donnant ou pouvant donner accès au capital ou aux droits de vente », ces derniers étant dits être des titres composés ( $\alpha 2$ )<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Art.6.1 Loi sur les Instruments Financiers

<sup>2</sup> Art. L.212-1 A CMF

## α1. Les actions

74. Les actions représentent les parts de capital des sociétés par actions ; ce sont les actions ordinaires et les actions de préférence selon la Loi. En ce qui concerne les premières, ce sont celles que la Loi distingue en fonction de leur mode de création, c'est-à-dire selon qu'elles sont des actions de numéraire, des actions d'apport, ou des actions résultant d'une fusion ou d'une scission qui obéissent à des règles spécifiques<sup>1</sup>.

75. Grâce à l'ordonnance du 24 juin 2004, il existe aussi une nouvelle catégorie d'actions laquelle «bouleverse [ainsi] très profondément notre droit des valeurs mobilières »<sup>2</sup> : ce sont les actions de préférence qui se distinguent des actions ordinaires en ce qu'elles sont « avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent »<sup>3</sup>. Cette classe de titres de capital remplace les valeurs mobilières singulières car dérogoires à l'égalité entre actions et qui étaient les actions de priorité<sup>4</sup>, les actions à dividende prioritaire

---

<sup>1</sup> Article L228-7 C.Com :

« Les actions de numéraire sont celles dont le montant est libéré en espèces ou par compensation, celles qui sont émises par suite d'une incorporation au capital de réserves, bénéfices ou primes d'émission, et celles dont le montant résulte pour partie d'une incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission et pour partie d'une libération en espèces. Ces dernières doivent être intégralement libérées lors de la souscription.

Sous réserve des règles spécifiques applicables aux actions résultant d'une fusion ou d'une scission, toutes les autres actions sont des actions d'apport. »

<sup>2</sup> M. Germain, « L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », JCP. G, n° 38, 15 Septembre 2004, act. 440. Cette ordonnance fait suite à la loi n°2003-591 du 2 juillet 2003 qui aspirait à « simplifier et unifier le régime applicable aux valeurs mobilières des sociétés commerciales ».

<sup>3</sup> Article L228-11 CC :

<sup>4</sup> Article L228-35-1 C.Com :

« Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de priorité jouissant d'avantages par rapport à toutes autres actions, sous réserve des dispositions des articles L. 225-122 à L. 225-125.

Par exception à l'article L. 225-99, les statuts ou le contrat d'émission peuvent prévoir que la décision de conversion des actions de priorité en actions ordinaires par l'assemblée générale extraordinaire ne s'impose pas aux porteurs de ces actions. »

ans droit de vote<sup>1</sup> et les certificats d'investissement<sup>2</sup> en les regroupant sous un régime plus souple.

76. En effet, étant des titres de capital, elles obéissent aux règles de droit commun pour les actions dès lors qu'une disposition particulière, propre à elles-mêmes, n'y déroge pas. De plus, si un débat s'est engagé dès l'apparition de l'ordonnance de 2004 sur ce que représentaient « les droits particuliers de toute nature », certains auteurs ayant déclaré que

<sup>1</sup> Elles se caractérisaient par l'attribution d'avantages pécuniaires (dividende préciputaire et partiellement cumulatif) moyennant la suppression du droit de vote. V. notamment Article L228-35-4 C.Com :

« Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote donnent droit à un dividende prioritaire prélevé sur le bénéfice distribuable de l'exercice avant toute autre affectation. S'il apparaît que le dividende prioritaire ne peut être intégralement versé en raison de l'insuffisance du bénéfice distribuable, celui-ci doit être réparti à due concurrence entre les titulaires d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Le droit au paiement du dividende prioritaire qui n'a pas été intégralement versé en raison de l'insuffisance du bénéfice distribuable est reporté sur l'exercice suivant et, s'il y a lieu, sur les deux exercices ultérieurs ou, si les statuts le prévoient, sur les exercices ultérieurs. Ce droit s'exerce prioritairement par rapport au paiement du dividende prioritaire dû au titre de l'exercice.

Le dividende prioritaire ne peut être inférieur ni au premier dividende visé à l'article L. 232-16 ni à un montant égal à 7,5 % du montant libéré du capital représenté par les actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Ces actions ne peuvent donner droit au premier dividende.

Après prélèvement du dividende prioritaire ainsi que du premier dividende, si les statuts en prévoient, ou d'un dividende de 5 % au profit de toutes les actions ordinaires calculé dans les conditions prévues à l'article L. 232-16, les actions à dividende prioritaire sans droit de vote ont, proportionnellement à leur montant nominal, les mêmes droits que les actions ordinaires.

Dans le cas où les actions ordinaires sont divisées en catégories ouvrant des droits inégaux au premier dividende, le montant du premier dividende prévu au deuxième alinéa du présent article s'entend du premier dividende le plus élevé. »

<sup>2</sup> Caractéristiques : absence de droit de vote dès sa création qui résulte de la dichotomie opérée dès l'origine entre cette valeur mobilière et le certificat de droit de vote, une autre valeur spécifique

Art. L228-30 al. 1 à 4 C.Com :

« L'assemblée générale extraordinaire d'une société par actions, ou dans les sociétés qui n'en sont pas dotées, l'organe qui en tient lieu, peut décider, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas, et sur celui des commissaires aux comptes, la création, dans une proportion qui ne peut être supérieure au quart du capital social, de certificats d'investissement représentatifs des droits pécuniaires et de certificats de droit de vote représentatifs des autres droits attachés aux actions émises à l'occasion d'une augmentation de capital ou d'un fractionnement des actions existantes.

En cas d'augmentation de capital, les porteurs d'actions et, s'il en existe, les porteurs de certificats d'investissement, bénéficient d'un droit de souscription préférentiel aux certificats d'investissement émis et la procédure suivie est celle des augmentations de capital. Les porteurs de certificats d'investissement renoncent au droit préférentiel en assemblée spéciale convoquée et statuant selon les règles de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. Les certificats de droit de vote sont répartis entre les porteurs d'actions et les porteurs des certificats de droit de vote, s'il en existe, au prorata de leurs droits.

En cas de fractionnement, l'offre de création des certificats d'investissement est faite en même temps et dans une proportion égale à leur part du capital à tous les porteurs d'actions. A l'issue d'un délai fixé par l'assemblée générale extraordinaire, le solde des possibilités de création non attribuées est réparti entre les porteurs d'actions qui ont demandé à bénéficier de cette répartition supplémentaire dans une proportion égale à leur part du capital et, en tout état de cause, dans la limite de leurs demandes. Après cette répartition, le solde éventuel est réparti par le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas.

Le certificat de droit de vote doit revêtir la forme nominative.

l'action de préférence ne peut pas être un « antiprivilège »<sup>1</sup>, tandis que d'autres ont considéré que ces droits ne constituaient pas nécessairement des avantages car « c'est l'altérité et non le privilège qui définit l'action de préférence »<sup>2</sup>, en raison notamment que ces actions peuvent (...) être dotées d'obligations particulières et faire l'objet de restrictions » selon le rapport au Président de la République<sup>3</sup>, force est de constater aujourd'hui qu'effectivement « La loi regroupe sous l'intitulé d'actions de préférence aussi bien des actions qui donnent des avantages positifs que des actions qui accordent des avantages négatifs, dans la société elle-même ...ou dans une autre société du groupe ... » et « Il est même possible dans une formule mixte d'ajouter certains droits et d'en retirer d'autres »<sup>4</sup>.

77. Il résulte, au final, en raison du libéralisme remarquable qui se dégage de l'ordonnance de 2004 qu'une très grande variété d'actions de préférence peut voir le jour en raison des droits particuliers qui peuvent être modulés. De prime abord, ces droits peuvent être d'ordre financier. C'est le cas du droit au dividende, lequel peut être précipitaire, cumulatif, déterminé ou déterminable, progressif ou dégressif, certain ou conditionnel, forfaitaire ou variable... Toutefois des interdictions ou des restrictions existent alors: les clauses léonines, ainsi que les clauses d'intérêt fixe<sup>5</sup> sont prohibées, de même que le versement d'un dividende

<sup>1</sup> A.Couret et H. Le Nabasque, « Valeurs mobilières, augmentations de capital, nouveau régime », Lefebvre 2004, n° 504-8

<sup>2</sup> A.Viander, « Les actions de préférence (ord. N°2004-604 du 24 juin 2004, art.31) », JCP E, n°40, septembre 2004, p.1528

<sup>3</sup> Ministère de la Justice, Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale, JORF, n°175, 30 juillet 2004. Notons à l'occasion que les rédacteurs de l'ordonnance traduisent les actions de préférence sous la dénomination de « preferred stocks », ce qui est d'ailleurs communément admis

<sup>4</sup> M. Germain, « L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », JCP. G, n° 38, septembre 2004, act. 440

<sup>5</sup> Art. L. 232-15 C.Com

même prioritaire en l'absence de bénéfice distribuable<sup>1</sup>, et l'absence impérative de potestativité est requise dans les conditions de réalisation du droit ou dans ses modalités de calcul.

78. Les autres droits financiers qu'il est possible d'ajouter sont le droit au boni de liquidation, le droit à l'attribution d'actions de préférence en cas d'émissions gratuites, le droit à l'amortissement prioritaire des actions de préférence en cas d'amortissement du capital, le droit au rachat prioritaire, le droit à un privilège lorsque la baisse de capital est motivée par des pertes bien qu'en pareille hypothèse cela soit délicat à mettre en œuvre car nécessité de l'accord unanime des actionnaires au préalable ...

79. Par ailleurs, des droits non-financiers sont envisageables pour les actions de préférence, et le premier concerne le droit de vote que l'art. L228-11 C.Com mentionne en distinguant selon qu'il est ou non reconnu. Ainsi la reconnaissance de ce droit de vote fait l'objet de l'encadrement des règles de droit commun prévu aux art. L 225-122 à L.225-125 C.Com, i.e le respect de la proportionnalité du droit de vote par rapport à la quotité de capital détenue, du plafonnement des droits de vote , et de l'interdiction du droit de vote plural hormis droit de vote double conditionné.

80. En l'absence de tout droit de vote, ce qui n'est pas envisageable dans les assemblées spéciales des porteurs d'actions de préférence, une limitation existe afin de ne pas trop dissocier le pouvoir et le capital au sein de la société. Les actions de préférence sans droit de vote ne doivent pas représenter pas plus de la moitié du capital ou du quart quand les actions sont émises sur un marché réglementé<sup>2</sup>. Cette règle s'applique aux actions créées ab initio sans droit de vote, ainsi qu'à

<sup>1</sup> Art. L 232-12 C.Com

<sup>2</sup> Art. L228-11 C.Com al.3 :« Les actions de préférence sans droit de vote ne peuvent représenter plus de la moitié du capital social, et dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, plus du quart du capital social. »

celles dont le droit de vote est simplement aménagé, la différence à opérer entre ces deux types de titres de capital étant ténue<sup>1</sup>. Toujours est-il que la sanction à la violation du franchissement du seuil résulte en la seule faculté d'annuler les émissions. En pratique, la suppression du droit de vote pour une durée déterminée est également possible.

81. D'autres prérogatives peuvent être consenties, telles que l'attribution d'un certain nombre de sièges au Conseil d'Administration ou au directoire de l'entreprise, la nécessaire autorisation des porteurs d'actions de préférence pour certaines opérations déterminées, l'institution d'un quorum spécifique pour que les délibérations du Conseil d'Administration ou du conseil de surveillance ne soient pas possibles sans la présence des représentants des porteurs d'actions de préférence, l'approbation du commissaire aux comptes choisi, le droit de demander un audit, et même le droit de veto sur certaines décisions .... Au vu de ces multiples avantages qu'il est possible de combiner pour créer des actions de préférence, nul doute qu'elles ne peuvent que connaître un intérêt tout particulier dans le temps même si pour l'instant il n'y en a pas de cotées en France .

82. Enfin, il apparaît utile de préciser que les actions de préférence sont à distinguer des actions « privilégiées » que sont les actions à droit de vote double<sup>2</sup> et les actions à dividende majoré<sup>3</sup>, en ce que « les droits et obligations spécifiques qui les caractérisent sont attachés au titre et transmis avec lui »<sup>4</sup>. L'attribution des privilèges attachés aux derniers instruments financiers cités étant effectivement tributaire de qualités

<sup>1</sup> M. Germain, « L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », JCP. G, n° 38, 15 Septembre 2004, act. 440

<sup>2</sup> Art. L225-123 C.Com

<sup>3</sup> Art. L 232-14 C.Com : le taux de majoration est limité à 10% du montant des dividendes ordinaires, et doit être versé de manière nominative (inscription nominative depuis au moins 2 ans) ; en ce qui concerne les sociétés admises aux négociations sur un marché réglementé, le nombre de titres donnant droit aux dividendes majorés ne peut excéder 0,5% du capital social par actionnaire.

<sup>4</sup> Selon la dénomination consacrée par Th. Bonneau et F.Drummond Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2010, n°102

prédéterminées propres à l'actionnaire, leur transmission entraîne inévitablement leur extinction.

83. Au Vietnam, les actions sont une catégorie d'instruments financiers qui attestent des droits et des intérêts légitimes d'un détenteur d'une partie du capital de l'émetteur<sup>1</sup> : la définition est si large qu'elle pourrait englober une grande partie des titres de capital. D'autant plus qu'il existe actuellement des actions ordinaires et des actions de préférence. La législation Vietnamiennne<sup>2</sup> affirme que les actions de préférence sont émises par les sociétés par actions et qu'elles comprennent les actions de préférence ayant des avantages relatifs au droit de vote, celles dont les avantages portent sur le droit au dividende, celles avec un droit de rachat prioritaire et celles qui sont stipulées dans les statuts des sociétés, ce qui laisse, comme en Droit français, une grande latitude pour créer de tels titres de capital. Comme en France, l'égalité de traitement entre les titulaires d'actions de préférence de même type est proclamée, de même que les personnes autorisées à les acquérir doivent être autorisées par les statuts ou par une assemblée générale des actionnaires.

84. Toutefois, quelques différences existent entre le régime juridique applicable à chacun de ces deux pays et intéressent les actions de préférence avec avantage relatif au droit de vote : d'une part, ne peuvent en être titulaires au Vietnam que ceux ayant reçu une autorisation du Gouvernement ou les actionnaires fondateurs ; d'autre part, l'avantage quant au droit de vote est valable pour une durée de trois ans au Vietnam à compter de la date de délivrance du certificat d'immatriculation de la société ; passée cette période, les actions de préférence seront converties en actions ordinaires. Dans la lignée des pratiques financières internationales, les actions de préférence existent en nombre modéré au Vietnam.

<sup>1</sup> Art.6,1 LIF

<sup>2</sup> Art.78 Loi sur les Entreprises du 29 novembre 2005

85. De plus, il convient d'examiner les valeurs mobilières des entreprises publiques vietnamiennes en raison de leur présence remarquable sur les marchés de capitaux et du rôle que les autorités nationales leur attribuent dans le financement du budget de l'Etat via l'instauration de l'actionnarisation<sup>1</sup> de ces sociétés, l'actionnarisation étant le néologisme inventé au Vietnam pour désigner le processus en vertu duquel des entreprises d'Etat sont transformées en sociétés par actions puis voient leurs actions céder, toutes ou en partie, à titre onéreux, à leurs salariés et à d'autres personnes privées.

86. L'actionnarisation n'est pas synonyme de privatisation en raison de ses finalités. En effet, elle a pour objectifs de mettre fin aux problèmes de gestion, de déficit, de rentabilité et de compétitivité des sociétés d'Etat, mais aussi d'apporter des sources de financement aux entreprises qui restent dans le giron étatique et de contribuer au développement de la Bourse en y fournissant de nouveaux produits financiers. D'autre part, l'Etat vietnamien ne se désengage totalement que pour les plus petites entreprises d'Etat et il existe des secteurs dans lesquelles la présence étatique reste exclusive.

87. L'actionnarisation des entreprises d'Etat se fait par des expérimentations progressives, depuis 1992, date à laquelle le programme pilote a été lancé<sup>2</sup>. A partir de 1996, ce processus s'est accéléré<sup>3</sup> et s'est simplifié<sup>4</sup>. Il en résulte que les sociétés d'Etat au Vietnam se trouvent classées en quatre groupes : les entreprises dont l'Etat détient la totalité du capital, celles pour lesquelles l'Etat

<sup>1</sup> Par exemple : Tran Dac Sinh, " Le processus d'émission de titres financiers sur le marché vietnamien", CEREV, colloque sur le marché boursier des 8 & 9 décembre 1999 - Tran Phong Tuan , "Comparative analysis: Vietnam's Economic Liberalization And Outreach: Legal Reform", NAFTA: Law and Business Review of the Americas 139, Winter 2003- Nguyen Thi Anh Van, *Toward a Well Functioning Securities Market in Vietnam*, Nagoya University, CALE, 2004 : Chapter I

<sup>2</sup> Décision 202/CT et Décision 203/CT du Président du Conseil des ministres en date du 06 août 2002

<sup>3</sup> Décret 28/CP du 07 mai 1996

<sup>4</sup> Décret du 20 avril 1998 et Décret 44/1998/ND-CP du Gouvernement en date du 29 juin 1998

conserve plus de la moitié du capital, celles qui peuvent être « actionnarisées » librement et les autres sociétés. La volonté des autorités vietnamiennes de faire face aux difficultés de l'actionnarisation va impliquer un amendement du texte juridique le plus élevé en ce domaine, le décret 109/CP du 26 juin 2007, notamment en revoyant les dispositions sur les actionnaires stratégiques et en facilitant l'acquisition des titres de capital par les salariés de ces sociétés<sup>1</sup>.

## α2. Les titres composés

88. Conformément à l'Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004, l'art. L212-7 CMF affirme l'existence d'un régime unique applicable à l'émission de nouveaux titres qui sont ceux donnant accès au capital et déterminé aux art. L.228-91 à L228-106 C.Com. L'art. L.228-91 al.1 du Code de commerce précise que : « Les sociétés par actions peuvent émettre des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance ». Cette nouvelle catégorie a été créée afin d'englober l'ensemble des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres représentant une quotité du capital pour les unifier et encourager leur émission, lesquelles connaissaient chacun un régime juridique particulier. Ce dernier régime s'applique sous réserve du respect des droits des porteurs définis dans le contrat d'émission conclu antérieurement à l'entrée en vigueur de l'Ordonnance.

89. Parmi les titres composés, les obligations avec bons de souscription d'actions (OBSA), les obligations convertibles en actions (OCA), les obligations échangeables contre des actions (OEA) et les bons de souscription d'actions (BSA) se doivent d'être cités. On dénombre aussi les obligations convertibles et/ou échangeables en actions nouvelle ou existantes (OCEANE) dont la transformation est

---

<sup>1</sup> Mai Thu, « Gop ban ve mot so van de can sua doi Nghi dinh 109/CP ve CPH DNNN » [Contribution sur les amendements du décret n° 109/CP relatif à l'actionnarisation des entreprises publiques], Chung khoan Viet Nam, n°126, 2009, p.37

facultative, et les obligations remboursables en actions (ORA) de la société émettrice pour lesquelles, dans ce cas, la transformation en titres de capital est impérative, comme leur nom l'indique.

90. Les actions à bons de souscription d'actions (ABSA) sont des actions associées chacune à un bon de souscription d'action et sont soumis dès lors aux dispositions sur les différents titres qui les composent. Elles sont utilisées pour ajuster les prix ou lors d'augmentations de capital. Les bons de souscription autonomes font également partie des titres composés<sup>1</sup>. Répondant aussi à l'appellation de « bons autonomes » « ou « bons secs », ils sont qualifiés d'autonomes en raison de ce qu'ils sont émis indépendamment de l'émission de toute autre valeur mobilière, à l'inverse des bons attachés aux OBSA ou aux ABSA. Les sociétés émettrices y recourent dans le cadre des programmes d'augmentation de capital par exercice d'option ( PACEO ou equity lines) et comme substitut du droit préférentiel de souscription par attribution gratuite aux actionnaires dans le cadre d'une augmentation de capital afin d'éviter le formalisme rigoureux de droit commun de telles augmentations. Les bons de souscription d'actions remboursables (BSAR) sont une variante du BSA, qui donnent en plus à l'émetteur la faculté de racheter ces bons. Par ailleurs, il existe aussi les bons d'acquisition d'actions auto-détenues (BAAA) qui permettent à une société de redistribuer ses actions qu'elle a rachetées de manière équitable parmi ses actionnaires, gratuitement ou à prix modique, et apparaissent ainsi comme étant des options d'achat matérialisés par une inscription de compte sur le plan financier. Enfin, on citera les bons de rachat d'actions, qui sont l'inverse des BAAA, en conférant à leurs

---

<sup>1</sup> Les bons de souscription autonomes ont été créés par la Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 mais la disposition qui leur était consacrée (art. L339-5 de la Loi du 24 juin 1966 sur les sociétés commerciales) a disparue suite à l'abrogation par l'ordonnance n°2000- 921 du 18 septembre 2000. les textes de référence actuels sont les deux Positions de l'AMF « relative aux Equity Lines et aux PACEO » du 16 novembre 2007, la « Position de l'AMF relative aux conditions de réalisation des augmentations de capital par voie d'attribution gratuite de bons de souscription d'actions (BSA),succédané du droit préférentiel de souscription du 4 décembre 2007, et les précisions qu'elle a apporté à ce propos datées du 21 juillet 2008.

titulaires le droit de vendre leurs actions si la société met en place un programme de rachat de ses propres actions.

91. Au niveau du Vietnam, les premiers titres composés ont été consacrés grâce au Décret 52/2006/ND-CP du 19 mai 2006<sup>1</sup>. Ce texte est particulièrement connu pour avoir permis la transformation du marché des titres d'emprunt du pays en offrant aux sociétés autres que les entreprises publiques la possibilité de pouvoir émettre leurs titres obligataires, même par le biais du placement privé. Pour ce qui nous intéresse, ce décret consacre les « obligations convertibles » qui paraissent correspondre aux OCA puisqu'elles sont des obligations qui peuvent être converties en actions ordinaire d'un même émetteur aux conditions déterminées dans chaque plan d'émission<sup>2</sup>. Plus précisément, seulement les sociétés par actions peuvent en émettre.

92. Sans être explicitement dénommés, une large gamme de titres composés autres que les obligations convertibles en actions est concevable en droit des marchés financiers vietnamiens étant donné que des bons peuvent être émis avec les titres d'emprunt ou les obligations convertibles, et donnent à l'émetteur la faculté d'acquérir un certain nombre d'actions ordinaires à des conditions déterminées<sup>3</sup>.

93. Aux titres de capital, la doctrine classique française oppose les titres d'emprunt. En effet, si l'art. L.211-1CMF déclare que « les titres de créance à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse » constituent des titres financiers», il s'avère que « la formule est trop large, embrassant au-delà des instruments financiers »<sup>4</sup>. Dès lors, les titres financiers ici concernés sont les titres d'emprunt émis corrélativement à la conclusion d'un contrat de prêt ( $\beta$ ).

<sup>1</sup> Entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2006

<sup>2</sup> Art.2, 2 décr.

<sup>3</sup> Art 2, 15 décr.

<sup>4</sup> Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Économica, 2010, n°110

β. Les titres d'emprunt

94. En France, le Législateur y fait référence, en tant que titres de financement, là encore dans une formule malheureuse. Ils apparaissent comme représentant le droit de créance des prêteurs sur la personne morale ou le fonds commun de titrisation qui les émet, étant entendu qu'il s'agit de la société gestionnaire du fonds dans le dernier cas puisque celui-ci est dépourvu de la personnalité juridique<sup>1</sup>. A la différence des titres de capital, les titres d'emprunt sont émis par une pléthore d'émetteurs, lesquels peuvent être aussi bien des personnes morales de droit privé que de droit public, et pas seulement des sociétés par actions. Au niveau vietnamien, les textes procèdent à une distinction des titres d'emprunt en prenant en considération les entités qui les émettent: entreprises, Etat ou collectivités locales. Pourtant, que ce soit en France ou au Vietnam, au vu des caractéristiques d'émission, deux sortes de titres d'emprunt se détachent : les titres obligataires qui font l'objet d'une émission collective (β1) ; et les titres de créance négociables, lesquels sont émis à l'unité (β2).

β1. Les titres obligataires

95. L'obligation en est le symbole par excellence. Le Code monétaire et financier définit les obligations comme étant « des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale »<sup>2</sup>. Il est possible tout de même de moduler les modalités de remboursement dans le contrat source dans certains cas bien précis. Ainsi il existe des titres supersubordonnés car remboursés seulement après désintéressement des autres créanciers, à l'exclusion des titulaires de prêts participatifs et de titres participatifs<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Art. L213-1 A CMF . Régime applicable : art. L228-38 à L228-90 C.com

<sup>2</sup> Art. L213-5 CMF

<sup>3</sup> Art. L228-97 C .com

96. On peut citer aussi les obligations foncières, qui sont émises par des sociétés de crédit foncier (SCF) et garanties par des privilèges assis sur les créances résultant des prêts des SCF ou par des sûretés réelles prises sur des biens immobiliers, ainsi que les obligations à l'habitat qui fonctionneront sur le même principe que les obligations foncières<sup>1</sup>.

97. Les titres assimilés, quant à eux, sont soumis aux art. L228-38 & s du Code de commerce. On trouve en particulier au niveau de ces titres :

- les titres associatifs remboursables seulement à l'initiative des émetteurs<sup>2</sup>;

- les « obligations assimilables du Trésor (OAT) », lorsque c'est l'Etat qui les délivre et leur émission est alors organisée par l'Agence France Trésor ; L'Etat s'engage à rembourser au prêteur sa part d'emprunt à l'issue d'une échéance de 2 à 50 ans mais généralement à long terme ; On dénombre quatre sortes d'OAT : les OAT à taux fixe, les OAT indexées soit sur l'évolution de l'inflation française (obligations assimilables du Trésor inflation ou OATi), soit sur l'inflation européenne (OATei), les OAT à taux variable (Les OAT TEC 10) et les OAT de capitalisation ou dites «zéro coupon» pour lesquelles les intérêts ne sont pas versés pendant toute la durée de leur vie mais capitalisées jusqu'à leur échéance ;

- les « titres participatifs »<sup>3</sup>, qui ont pour émetteurs les sociétés par actions appartenant au secteur public et les sociétés coopératives constituées sous la forme de société anonyme ou de société à responsabilité limitée. Ces titres ne sont remboursables qu'en cas de liquidation de la société ou, à son initiative, à l'expiration d'un délai minimal de sept ans et dans les conditions prévues au contrat d'émission ; Leur rémunération comporte une partie fixe et une partie

<sup>1</sup> Art. L515-13 CMF et art. 515-32-1 CMF. Cf. aussi Projet de loi de régulation bancaire et financière, n°2165, p.171 & s.

<sup>2</sup> Art. L213-8 CMF & s.

<sup>3</sup> Art. 213-32 & s. CMF

variable calculée par référence à des éléments relatifs à l'activité ou aux résultats de l'entreprise et assise sur le nominal du titre ;

98. Les titres de créance complexes (notamment les « certificats ») sont également des titres assimilés. Ils sont définis par l'Instruction Euronext N3-02 relative à l'admission des titres de créance<sup>1</sup> comme étant « les titres conférant un droit de créance sur l'émetteur et qui :

soit présentent des caractéristiques particulières quant aux modalités de remboursement ou de rémunération,

soit comportent d'autres droits (indexation plus ou moins complexe, faculté d'option à l'initiative du porteur ou de l'émetteur...) ».

99. Les titres donnant droit à l'attribution de titres de créances complètent le tableau des titres obligataires et sont prévus a contrario par l'article L228-91 al.5 du Code de commerce, lequel affirme que « Les titres de capital ne peuvent être convertis ou transformés en valeurs mobilières représentatives de créances... ». Conformément à cette disposition et à l'art. L228-92 du même code, leur cession ou leur négociation doit toujours être simultanée et leur émission est autorisée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. On dénombre parmi eux les Obligations à Bons de Souscriptions d'Obligations (OBBSO), les Obligations Spéciales à Coupons à Réinvestir (OSCAR), et les Obligations à Réinvestissement Optionnel des Coupons (OROC).

100. En droit vietnamien, les titres obligataires sont expressément consacrés par la Loi, ils représentent un type d'instruments financiers par lesquels les détenteurs d'une part de créance attestent de leurs droits et de leurs intérêts légitimes sur le capital de l'émetteur. La détermination des titres d'emprunt repose au niveau de ce pays asiatique sur une distinction faite entre les différents émetteurs et rend la comparaison avec le droit français plus délicate à cerner mais elle repose sur la volonté d'harmoniser les marchés de capitaux aux standards

<sup>1</sup> Article 1<sup>er</sup>. Instruction entrée en vigueur le 18 octobre 2007.

internationaux. Encore peu nombreux à faire l'objet d'une émission, les titres obligataires des entreprises sont appelés à se développer dans les prochaines années.

101. Retenons, pour ce qui est des titres obligataires, que le décret 52, qui régit les obligations des sociétés au Vietnam, fait référence aux « obligations non convertibles », lesquelles sont des titres non convertibles en actions ordinaires et sont émises par les sociétés par actions, les sociétés à responsabilité limitée, les sociétés d'Etat en cours de reconversion en sociétés par actions ou en sociétés à responsabilité limitée, et les entreprises à capitaux étrangers<sup>1</sup>. De plus, il existe le décret 141 vietnamien qui régit les emprunts d'Etat, les obligations garanties par le Gouvernement qui sont émises par une entreprise afin de lever les fonds nécessaires à un projet d'investissement conformément aux instructions du Premier ministre et dont l'exécution est garanti par le Gouvernement du Vietnam, ainsi que les emprunts obligataires des collectivités locales<sup>2</sup>, et qui s'applique aussi aux obligations publiques pour la construction nationale, aux OAT et aux titres participatifs<sup>3</sup>.

Après les titres obligataires, il convient de se pencher sur les titres de créance négociables ( $\beta 2$ ).

<sup>1</sup> Décret 52/2006/ND-CP du 19 mai 2006 .Cf aussi art.88 Loi sur les entreprises de 2005

<sup>2</sup> Caractéristiques de ces instruments financiers :

- échéance d'un an au minimum,
- Comités populaires municipaux ou provinciaux à l'origine des émissions,
- toute personne, publique ou privée, de nationalité vietnamienne ou d'une autre nationalité, peut acquérir ces titres, comme c'est le cas pour tous les titres d'emprunt.

<sup>3</sup> Décret No. 141/2003/ND-CP du 20 novembre 2003

β2. Les titres de créance négociables

102. S'ils n'existent pas pour l'instant au Vietnam, le législateur de France les a défini comme « des titres financiers émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé ou de gré à gré, qui représentent chacun un droit de créance »<sup>1</sup> et ils sont très usités dans la pratique française. Il en a dénombré trois sortes<sup>2</sup> :

- les certificats de dépôt, qui ne sont émis que par les établissements de crédit ou par la Caisse des dépôts et consignations et dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an;

- les billets de trésorerie, émis seulement par les entreprises d'investissement, les sociétés par actions ou coopératives qui ont un capital libéré d'au moins 225000 euros, les groupements d'intérêt économique et les sociétés en nom collectif lorsqu'ils sont composés uniquement de sociétés par actions répondant aux conditions susmentionnées, les institutions de la Communauté européenne et des organisations internationales, la caisse d'amortissement de la Sécurité Sociale, les collectivités territoriales et leurs groupements et l'agence centrale de organisme de sécurité sociale d'une durée initiale maximale de un an;

-et les bons à moyen terme négociables, lesquels sont émis par l'ensemble des émetteurs de certificats de dépôt et de billets de trésorerie, par les associations qui satisfont aux conditions prévues pour l'émission d'obligations par offre au public, par les Etats, et par les fonds communs de créance ; leur durée initiale est nécessairement supérieure à un an et leur rémunération est libre comme pour tous les titres de créance négociables.

<sup>1</sup> Art. L213-1 CMF. Caractéristiques et régime applicables : Art. préc. à art. L213-4 CMF, art. D213-1 & s. CMF, Art.332-55 & s. RGAMF

<sup>2</sup> Art. D213-1 CMF. Sur les modalités de leur mise en œuvre : Arrêté du 16 février 2005 pris en application du III de l'article 1er du décret n° 92-137 du 13 février 1992 modifié relatif aux conditions d'émission des titres de créances négociables émis par les entreprises d'investissement, les établissements de crédit et la Caisse des dépôts et consignations, consultable sur le site de la Banque de France

103. D'autre part, certains bons du Trésor sont connus pour être des titres de créance négociables. Il s'agit, plus précisément, des Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté et des bons du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel, en France, conformément à l'appellation du Trésor public dans ses documents de présentation de ses produits, et qui sont connus respectivement sous les sigles BTF et BTAN<sup>1</sup>. Les premiers sont à court terme, d'une durée de vie inférieure ou égale à un an ; les seconds sont des titres à moyen terme, avec une existence pouvant aller de deux ans à cinq ans maximum. Du côté vietnamien, seuls les BTF sont possibles pour l'instant<sup>2</sup> mais un élargissement des titres de créance négociables est à l'étude.

#### γ. Les produits de placement collectif

104. La troisième catégorie des titres de financement se compose des parts ou actions des organismes de placement collectif, par le biais desquels ces derniers collectent l'épargne. En France, l'article L214-1 CMF dresse la liste de ces organismes qui sont : « 1. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ; 2. Les organismes de titrisation ; 3. Les sociétés civiles de placement immobilier ; 4. Les sociétés d'épargne forestière ; 5. Les organismes de placement collectif immobilier ; 6. Les sociétés d'investissement à capital fixe. »

105. Les OPCVM français existent sous deux formes juridiques dont la première citée dans le code monétaire et financier est la société d'investissement à capital variable (SICAV), une société anonyme qui a pour objet la gestion d'un portefeuille d'instruments financiers et de dépôts. Sauf application de l'article L. 214-19, ladite société est tenue d'émettre et de racheter les titres dès que les actionnaires en font la demande, en tenant compte de la quote-part de chacun et à concurrence

<sup>1</sup> Les mots ayant servi à l'origine à composer les BTF – « bons à taux fixe » - et les BTAN – « bons à taux annuel normalisé » n'ont pas de signification véritable, d'où leur abandon

<sup>2</sup> Décret n° 141/2003/ND-CP du 20 novembre 2003

de l'actif de la société. Ses actions peuvent être admises aux négociations sur un marché réglementé<sup>1</sup>.

106. Contrairement à la SICAV, l'autre forme d'organisme de placement collectif, qui répond à la dénomination de fond commun de placement (FCP), n'a pas la personnalité morale. En effet, c'est une copropriété d'instruments financiers et de dépôts dont les parts sont émises et rachetées à la demande des porteurs, à la valeur liquidative majorée ou diminuée, selon les cas, des frais et commissions<sup>2</sup>. Il est constitué à l'initiative conjointe d'une société de gestion de portefeuille qui en est la gestionnaire et qui représente le fonds<sup>3</sup>, et d'une personne morale, dépositaire des actifs du fonds<sup>4</sup>.

107. Les OPCVM français les plus communs sont, au vu de la législation en vigueur :

- les OPCVM à compartiments, pour lesquels « chaque compartiment donne lieu à l'émission d'une catégorie d'actions ou de parts représentative des actifs de l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières qui lui sont attribués », avec une comptabilité distincte pour chacun de ces compartiments<sup>5</sup> ;

<sup>1</sup> Article L214-15 CMF

La société d'investissement à capital variable dite "SICAV" est une société anonyme qui a pour objet la gestion d'un portefeuille d'instruments financiers et de dépôts.

Sous réserve des dispositions de l'article L. 214-19, les actions de la SICAV sont émises et rachetées à tout moment par la société à la demande des actionnaires et à la valeur liquidative majorée ou diminuée, selon le cas, des frais et commissions.

Ces actions peuvent être admises aux négociations sur un marché réglementé dans des conditions fixées par décret.

Le montant du capital est égal à tout moment à la valeur de l'actif net de la société, déduction faite des sommes distribuables définies à l'article L. 214-10.

<sup>2</sup> Article L214-20 CMF

<sup>3</sup> Article L214-25 CMF :

« Le fonds commun de placement est représenté à l'égard des tiers par la société chargée de sa gestion. Cette société peut agir en justice pour défendre ou faire valoir les droits ou intérêts des porteurs de parts. Le siège social et l'administration centrale de la société de gestion sont situés en France. »

<sup>4</sup> Article L214-24 CMF

<sup>5</sup> Article L214-33 CMF

- les OPCVM maîtres et nourriciers, lesquels sont constitués d'OPCVM nourriciers investis en totalité en actions ou parts d'OPCVM dit maîtres, et, à titre accessoire, en liquidités<sup>1</sup>;

- les organismes de placement collectif en valeurs mobilières à règles d'investissement allégées qui sont réservées aux investisseurs qualifiés mentionnés ainsi qu'aux investisseurs étrangers appartenant à une catégorie équivalente<sup>2</sup> ;

- les organismes de placement collectif en valeurs mobilières contractuels pour tous les instruments financiers et les dépôts bancaires, qui sont constitués soit sous la forme de " sociétés d'investissement contractuelle ", soit sous celle de " fonds d'investissement contractuel " ; leur constitution, leur transformation, leur fusion, leur scission ou leur liquidation ne nécessite pas l'agrément de l'Autorité des Marchés Financiers mais seulement une simple déclaration à ce gendarme<sup>3</sup>.

108. Il existe également des OPCVM à vocation spécifique, pour lesquels les règles particulières qui les régissent s'imposent par rapport aux règles générales sur les OPCVM en cas de contradiction ou de discordance des textes. Les fonds communs de placement à risque ou fonds de private equity se déclinent sous les variantes que sont les fonds communs de placement à risque simple, les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et les fonds communs de proximité (FIP). Les articles L214-36 à L214-38-2 CMF, les articles R214-38 à R214-48 CMF et les art.414-4 et suivants leur sont applicables. Les fonds de futures ou fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT) obéissent aux articles L214-42CMF, R214-90 et D214-91CMF, ainsi qu'aux articles 416-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers. Quant aux fonds communs de placement

<sup>1</sup> Article L214-34 CMF

<sup>2</sup> Article L214-35 et article L214-35-1 CMF

<sup>3</sup> Article L214-35-2 à article L214-35-6 CMF

d'entreprise ou les SICAV d'actionnariat salarié, ils sont régis par les articles L214-39 à L214-40-1 CMF, mais aussi par les articles R214-51 et suivants et les articles 415-1 et suivants RGAMF.

109. L'autre type d'entité réalisant des placements collectifs auquel on songe après les OPCVM est l'organisme de titrisation. Selon la définition française, l'objet des organismes de titrisation est :

- d'une part, d'être exposés à des risques, y compris des risques d'assurance, par l'acquisition de créances ou la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance.

- d'autre part, d'assurer en totalité le financement ou la couverture de ces risques par l'émission d'actions, de parts ou de titres de créances, par la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance ou par le recours à l'emprunt ou à d'autres formes de ressources<sup>1</sup>.

110. Ainsi, lorsque ces entités acquièrent des créances grâce aux fonds obtenus à partir de l'émission de titres financiers, ils réalisent des opérations de titrisation traditionnelle, à l'instar des premières créées en France sous l'appellation de fonds communs de créance<sup>2</sup>, lesquelles subsistent et relèvent des articles L214-43 à L214-49 dans leur rédaction antérieure. En revanche, lorsque de tels organismes s'exposent aux risques qui accompagnent un actif sans transfert de l'actif en leur faveur comme ceux d'assurance, ils effectuent des opérations de titrisation synthétique, possibles depuis 2008 sur le territoire national<sup>3</sup>. Quoi qu'il en soit, les organismes de titrisation prennent la forme soit de fonds

<sup>1</sup> Art. L214-42-1 CMF

<sup>2</sup> Loi n°88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances

<sup>3</sup> Ordonnance n° 2008-556 du 13 juin 2008 transposant la directive 2005/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2005 relative à la réassurance et réformant le cadre juridique des fonds communs de créances. L'ouverture du marché aux risques d'assurance et celle aux sociétés de gestion de portefeuilles sont les réformes-phares issus de ce texte.

communs de titrisation, donc de copropriétés et sont dépourvues de la personnalité morale comme par exemple les fonds communs de créance, soit de sociétés de titrisation constituées sous la forme de société anonyme, ou de société par actions simplifiée<sup>1</sup>.

111. En outre, on dénombre parmi les organismes de placement collectif ceux dévolus à une activité ou à un secteur d'activité déterminé. Les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) ont pour objet exclusif l'acquisition et la gestion d'un patrimoine immobilier locatif qui peut impliquer seulement des travaux d'amélioration et de reconstruction; elles peuvent acquérir des équipements ou installations nécessaires à l'utilisation des immeubles et céder de leurs immeubles à titre exceptionnel. Les sociétés civiles de placement immobilier peuvent procéder à une offre au public de leurs parts qui ne sont pas des valeurs mobilières<sup>2</sup>.

112. Les organismes de placement collectif immobilier (OPCI), eux, qui émettent des parts ou des actions, ont pour objet l'investissement dans des immeubles en vue de leur location mais ils peuvent en faire construire en sus de pouvoir réaliser des travaux de toute nature dans ces biens, et accessoirement ils s'occupent de la gestion d'instruments financiers et de dépôts. L'acquisition d'actifs immobiliers ne peut donc exclusivement être destinée à leur revente. Les organismes de placement collectif immobilier comprennent différentes catégories Ils répondent à l'appellation de « fonds de placement Immobilier » (FPI) ou de « société de placement à prépondérance immobilière à capital variable » (SPICAV)<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Article L214-43 à L214-49 CMF

<sup>2</sup> Article L214-50 à article L214-84-3 CMF

<sup>3</sup> Article L214-89 à article L214-146 CMF

113. Quant aux sociétés d'épargne forestière, elles ont pour objet principal l'acquisition et la gestion d'un patrimoine forestier avec chacune un actif est constitué, d'une part, pour 60 % au moins de bois ou forêts, de parts d'intérêt de groupements forestiers ou de sociétés dont l'objet exclusif est la détention de bois et forêts et, d'autre part, de liquidités ou valeurs assimilées. Les règles qui leur sont applicables sont identiques à celles des SCPI<sup>1</sup>.

114. Du côté vietnamien, les produits des organismes de placement collectif sont issus des organismes de placement collectifs en valeurs mobilières pour l'instant. La Loi ne consacre pas expressément cette catégorie d'instruments financiers mais l'activité de gestion de portefeuille en elle-même qui permet à une société d'assurer l'acquisition, la cession et la détention d'instruments financiers conformément à l'autorisation de chaque investisseur<sup>2</sup>, ce qui laisse la porte ouverte à la mise en place d'autre types d'organismes de placement collectifs que les OPCVM. Une définition des organismes de titrisation s'avère néanmoins requise pour compléter le panorama de l'épargne collective de ce pays d'Asie.

115. La Loi vietnamienne présente plusieurs aspects remarquables. D'abord, elle a l'avantage de définir la part d'un fonds, laquelle représente un type d'instruments financiers qui atteste, pour un investisseur, de sa propriété légitime sur sa part de contribution en actifs dans des fonds faisant une offre au public<sup>3</sup>. Ensuite, elle affirme qu'un fond commun de placement représente un fond établi à partir d'apports en capital de la part d'investisseurs avec l'objectif de faire des bénéfices à partir de leur investissements dans des instruments financiers ou d'autre formes d'actifs, y compris l'immobilier, et surtout, les investisseurs n'exercent pas un contrôle au jour le jour sur les décisions

<sup>1</sup> Art. L214-85 à art. L214-88 CMF

<sup>2</sup> Art .6, 26 Loi sur les Instruments Financiers

<sup>3</sup> Art .6, 4 Loi sur les Instruments Financiers

d'investissement du fond<sup>1</sup>. C'est aussi une société de gestion qui assure la gestion de chaque fond commun de placement<sup>2</sup>. Inspirés de la pratique internationale, ces fonds sont classés en fonds faisant une offre au public et en hedge funds. Les premiers regroupent chacun un minimum de cents investisseurs-investisseurs professionnels non compris- pour une valeur minimum de cinquante milliards VND. Ils se décomposent en fonds de placement de type ouvert et en fonds de placement de type fermé comme en France, et leur principale différence réside dans le droit des épargnants de demander le rachat de leurs parts pour les seuls fonds ouverts. Quant aux fonds institutionnels, ce sont ceux qui ont trente investisseurs institutionnels au maximum, pour des parts d'une même valeur minimale que celle des fonds faisant une offre au public<sup>3</sup>.

116. Par ailleurs, la Loi sur les Instruments Financiers consacre la SICAV qui est une nouveauté qu'elle introduit en droit vietnamien consécutivement à la demande des intervenants des marchés financiers nationaux. La SICAV est reconnue comme une personne morale constituée en société par actions et dans le but d'investir dans les instruments financiers<sup>4</sup>. Pour ces derniers, les titres dérivés constituent la sous-catégorie à laquelle nous nous intéressons dans les lignes qui suivent (b).

---

<sup>1</sup> Art. 6, 27 Loi sur les Instruments Financiers. Sur l'organisation et le fonctionnement des sociétés de gestion, v. décision 35 du Ministre des finances en date du 15 mai 2007

<sup>2</sup> Art.2 Décision 35 du 15 mai 2007 préc.

<sup>3</sup> De surcroît, ils ne sont pas soumis aux règles de répartition qui s'appliquent aux fonds de placement faisant une offre au public et par conséquent ne sont pas astreint, par exemple, à l'obligation de ne pas investir dans ses propres parts ou de ne pas consentir de prêts.

<sup>4</sup> Art.96 &97 Loi sur les Instruments Financiers – Vietnam Economic Times, August 2006, p.41

b. Les titres dérivés

117. Ces instruments financiers sont si particuliers qu'ils pourraient constituer une catégorie sui generis en raison de ce qu'ils présentent les caractéristiques d'un titre financier du point de vue formel tout en ayant la même fonction que les contrats financiers. Effectivement, ce sont des titres de créance mais leur émission ne répond pas à l'exécution d'un contrat de société comme pour les titres de capital, ou à une convention de prêt à l'instar des titres d'emprunt. D'autre part, ce sont des titres en vertu desquels le porteur a le droit, à un moment déterminé, d'obtenir livraison d'un actif servant de référence et appelé sous-jacent, ou bien de percevoir le paiement du différentiel qui correspond à la différence entre le cours du sous-jacent à cette date et le prix d'exercice déterminé dans le contrat d'émission. Dans le premier cas, ce sont des instruments de couverture puisque le souscripteur se protège contre l'évolution du cours du sous-jacent. Dans le second cas, il s'agit d'instruments de spéculation puisque la conclusion du contrat d'émission est motivée par la recherche du profit<sup>1</sup>. Les titres dérivés sont des instruments financiers à terme « titrisés »<sup>2</sup>. Au niveau national, trois types de ces titres se distinguent des autres : les bons d'option ( $\alpha$ ), les credit linked notes( $\beta$ ) et les certificats de valeur garantie ( $\gamma$ ).

$\alpha$ . Les bons d'option

118. Connus également sous les dénominations de « warrant (financier) » ou de « bons d'acquisition », chacun d'entre eux apparaît comme « un titre conférant à son détenteur le droit, à l'exclusion de tout autre droit,

- d'acquérir ou de céder un élément sous-jacent à un prix (déterminé ou déterminable) fixé dans le contrat d'émission,

<sup>1</sup> Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2010, n°139

<sup>2</sup> L'art. L211-1, III CMF qui indique que les contrats financiers sont des instruments financiers à terme, ne rend pas compte des créations de tels instruments financiers par la pratique. Sur la titrisation, v. supra

- ou de percevoir un montant correspondant à la différence, si elle est positive, soit entre le cours de l'élément sous-jacent à la date d'exercice du bon d'option, d'une part, et le cours d'exercice fixé dans le contrat d'émission, d'autre part, lorsqu'il s'agit d'une option d'achat ; soit l'inverse, lorsqu'il s'agit d'une option de vente »<sup>1</sup>, moyennant , dans tous les cas, paiement d'une prime représenté par le prix ou le cours du bon d'option<sup>2</sup>.

119. Par principe, les émetteurs doivent être garantis ou souscrire des garanties. Les actifs sous-jacents sont des instruments financiers, des devises, des indices ou des paniers composés de ces éléments. Les warrants se déclinent en options particulières d'achat (call warrant) ou de vente (put warrant) qui donnent à leur titulaire respectivement le droit d'acquérir ou de vendre un actif sous-jacent par référence au cours et jusqu'à la date déterminée dès l'origine.

120. Au Vietnam , les warrants sont aussi prévus en droit interne, mais ils obéissent à la définition stricte selon laquelle il s'agit d'instruments financiers émis avec des obligations ou des actions de préférence qui donnent à leur titulaire le droit d'acquérir une quotité prédéterminée d'actions ordinaires à un cours et durant une période prédéterminés.

#### β. Les credit linked notes (CLN)

121. Ce sont des instruments de couverture sous forme de titres qui permettent aux établissements de crédit de transférer le risque de crédit, c'est-à-dire le risque de variation des taux d'intérêt ou des cours, sans transférer l'actif à risque , par référence à un actif sous-jacent qui est soit un prêt bancaire, soit un prêt obligataire. En conséquence ce sont

<sup>1</sup> Principes généraux établis par la Commission des opérations de bourse et le Conseil des marchés financiers relatifs aux warrants et aux titres de créance complexes, 2002.

<sup>2</sup> Sur le régime des warrants : Position AMF, 27 décembre 2005, Principes généraux concernant les communications à caractère promotionnel relatives aux opérations d'appel public à l'épargne sur des instruments financiers indexés ou ayant une composante optionnelle

donc des dérivés de crédit tritisés. Même s'ils ne sont pas des titres d'emprunt, ils confèrent à leurs souscripteurs un droit de créance complexe et doivent ainsi respecter les dispositions régissant les émissions obligataires<sup>1</sup>, la situation de l'émetteur vis-à-vis du titre de créance, ainsi que les principes d'ordre public. Le droit des marchés financiers vietnamien ne fait pas mention de ces instruments.

#### γ. Les certificats de valeur garantie

122. Absents de la législation vietnamienne, ce sont soit des bons de cession de valeur garantie, des bons distribués gratuitement par la société initiatrice d'une offre publique d'achat ou d'échange aux actionnaires de l'entreprise –cible de l'offre, qui représentent leur option de vente, soit des bons avec droit d'obtenir paiement de la différence entre le prix de l'offre et le cours de la société-cible de l'offre -le cours de l'actif sous-jacent- afin de différer le rachat des actions de la société cible. L'objectif est de rendre l'offre publique attractive, donc de spéculer, ou de couvrir les risques de l'opération. Ces instruments financiers sont consacrés en France implicitement par l'art. 231-8 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers par les termes suivants : « Toute formule consistant à proposer le versement à échéance de la différence entre le cours de marché et le prix proposé à terme doit comporter des garanties et avantages équivalents à ceux de la cession différée. »

#### 2. Les contrats financiers

123. En France, l'ordonnance n°2009-15 du 08 janvier 2009<sup>2</sup> a fait des contrats financiers la deuxième sous-catégorie des instruments financiers. Le nouvel art. L211-1, III CMF les présente comme se

<sup>1</sup> Art. L228-39 CMF; adde art. L228-44, L228-74 et L228-75 C.com. Décret –Loi du 30 octobre 1935 relatif à la protection des obligataires pour les émetteurs ayant leur siège social à l'étranger.

<sup>2</sup> Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, JORF n°0007 du 9 janvier 2009, p. 570

dénommant aussi « instruments financiers à terme », tandis que le droit européen et Euronext gardent la qualification d'instruments dérivés pour les désigner<sup>1</sup>. Toutefois, l'appellation de contrats financiers prime au niveau national<sup>2</sup>.

124. Conformément à l'article D211-1 A CMF français qui en dresse l'inventaire, les contrats financiers sont :

- les contrats d'option ou d'échange, contrats à terme fermes, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des instruments financiers, des devises, des taux d'intérêt, des rendements, des indices financiers ou des mesures financières qui peuvent être réglés par une livraison physique ou en espèces,

- les contrats d'option ou d'échange, contrats à terme fermes, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des marchandises qui sont réglés en espèces impérativement ou facultativement à la demande d'une des parties autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident conduisant à la résiliation, ou encore de tels contrats pouvant être réglés par livraison physique, à condition qu'ils soient négociés sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation,

- les contrats d'option ou d'échange, contrats à terme fermes, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des marchandises qui peuvent être réglés par livraison physique, non destinés à des fins commerciales, qui présentent les caractéristiques d'autres instruments financiers à terme, avec notamment la prise en compte de ce qu'ils impliquent de recourir au services d'une chambre de compensation reconnue ou font l'objet d'appels de couvertures périodiques,

---

<sup>1</sup> Sur le goût d'inachevé que laisse l'ordonnance dans la bouche : Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2010, n°148

<sup>2</sup> Voir l'Arrêté du Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi du 30 juillet 2009 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, JORF, 4 août 2009, texte 6 sur 133 ; consultable sur le site de l'Autorité des Marchés Financiers

- les contrats à terme servant au transfert du risque de crédit,
- les contrats financiers avec paiement différentiel,
- les contrats d'option ou d'échange, contrats à terme fermes, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des variables climatiques, à des tarifs de fret, à des autorisations d'émissions ou à des taux d'inflation ou d'autres statistiques économiques officielles qui seront réglés à la demande d'une des parties autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident conduisant à la résiliation,
- enfin, tout autre contrat à terme concernant des actifs, des droits, des obligations, des indices et des mesures, non mentionné ci-dessus, qui présente les caractéristiques d'autres instruments financiers à terme dont la négociation sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, la compensation et le règlement par l'intermédiaire d'une chambre de compensation reconnue ou qu'il fait l'objet d'appels de couvertures périodiques<sup>1</sup>.

125. Selon les règles de négociation Euronext, un « Instrument Dérivé » représente « tout instrument ne revêtant pas la forme d'un titre qui ressortit à l'une des catégories ci-après :

(i) contrats à terme fermes ou optionnels portant sur des Titres, marchandises ou denrées, y compris les instruments de même nature se dénouant par versement d'une différence en espèces ;

(ii) tous autres instruments (autres que des warrants et autres types de titres) dont la valeur est déterminée par référence aux cours de titres, de marchandises ou denrées, à des taux d'intérêt ou des rendements, ou à des taux de change ou autres indices ou mesures dont, sous réserve de la Réglementation Nationale, et Euronext peut décider qu'ils peuvent être négociés sur un Marché Euronext d'Instruments Dérivés<sup>2</sup>. »

---

<sup>1</sup> Article D211-1 A CMF, résultant des modifications issues du Décret 2007-904 du 15 mai 2007 pris par application de l'ordonnance 2007-544 du 12 avril 2007 et du décret n°2009-297 du 16 mars 2009. Il s'agit de la même énumération que celle de la Directive MIF : v. annexe 1, C

<sup>2</sup> Règles de marché d'Euronext, Livre I, chapitre 1, 1.1. Définitions

126. Afin de cerner la notion de contrats financiers, retenons que « Comme les titres dérivés, ce sont des instruments de couverture ou de spéculation conçus à partir d'un actif sous-jacent dont leur valeur « dérive », qui confèrent à leurs titulaires des droits dont le contenu est fixé dès la souscription mais dont l'exercice est différé et la possibilité de se délier par le paiement ou l'encaissement d'une somme correspondant à la variation du cours du sous-jacent pendant cet intervalle de temps »<sup>1</sup>. Les actifs sous-jacents, qui naissent de l'imagination des participants aux marchés financiers sont multiples puisqu'ils peuvent être tous effets, valeurs mobilières, indices ou devises, un taux de change, des flux financiers liés à la réalisation d'un événement figurant dans le contrat...

127. La négociation des contrats financiers se fait sur les « marchés dérivés » ou « marchés à terme », lesquels peuvent être organisés ou de gré à gré, étant étendue qu'il ne s'agit pas ici de négociation appréhendée du point de vue juridique en l'absence de conclusion d'un contrat qui mettrait fin à un contrat semblable à chaque fois.

128. Il existe deux types d'instruments financiers distingués traditionnellement : les contrats à terme fermes et les contrats optionnels. Précisons à ce stade que les principaux contrats à terme fermes sont les « forwards » qui sont des transactions à terme de gré à gré, ainsi que les « futures » qui sont des contrats sur taux d'intérêt qui se négocient surtout sur les marchés organisés, et pour tous sur le NYSE Liffe au niveau européen. Au sein de ces contrats fermes, on distingue les contrats simples des contrats d'échange et des dérivés de crédit, ces deux derniers types d'instruments financiers apparaissant comme plus élaborés.

<sup>1</sup> Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2010, n°150

129. Les contrats à terme fermes simples représentent chacun « l'engagement, à un prix et à une date déterminés :

- pour l'acheteur de prendre livraison et de régler l'actif sous-jacent ;

- pour le vendeur de livrer et de recevoir le règlement de l'actif sous-jacent. »<sup>1</sup> En réalité, la livraison de l'actif sous-jacent n'est pas impérative car certains contrats « peuvent se dénouer, à la date déterminée, par le paiement et l'encaissement d'une différence entre le prix auquel ils ont été négociés et celui auquel ils sont dénoués. »<sup>2</sup> Les parties versent le « dépôt » à titre de dépôt de garantie. On peut citer à titre d'exemple l'« accord de taux futur » ou « Futur Rate Agreement »-FRA- qui permet de se protéger contre le risque de variations des taux d'intérêt sur les marchés de gré à gré.

130. Les contrats d'échanges ou swaps représentent le deuxième type caractéristique de contrats fermes, ils se négocient de gré à gré et sont relatifs à l'échange de flux financiers ou de devises. Les plus connus sont :

-les swaps de taux d'intérêt, en vertu desquelles l' une des parties au contrat de swap échange les intérêts d'un prêt ou dépôt déjà conclu avec un tiers dans la même devise à taux variable, contre des intérêts à taux fixe de l'autre partie qui est elle aussi engagée dans un contrat de prêt initial avec un tiers et vis-versa (les cocontractants peuvent toutefois avoir décidé que l'échange se fera sur le différentiel de taux) ;

- les swaps de devises ou de change échangent les intérêts et la valeur à l'échéance d'un prêt ou dépôt préexistant dans une devise contre sa valeur dans une autre devise afin de couvrir un risque de change.

<sup>1</sup> Article P/M 1.3.4 al.1, Règles de marché d'Euronext, livre II

<sup>2</sup> Article P/M 1.3.4 al.2, Règles de marché d'Euronext, livre II

131. Les dérivés de crédit, dont la finalité est de transférer les risques de crédits sans que la cession de la créance soit réalisée, peuvent prendre la forme de titres, les Credit linked notes<sup>1</sup>, mais sont des contrats financiers en général. Parmi eux, les dérivés sur événement de crédit – « credit default derivatives »- représentent chacun une convention par laquelle l'« acheteur de protection », qui est initialement prêteur d'un crédit, obtient, moyennant rémunération, la protection d'un tiers, le « vendeur de protection », et par laquelle ce dernier s'engage à lui verser une prime si un événement affectant le crédit, « l'événement de crédit », se produit, lors d'une période déterminée. Les dérivés sur écarts de taux ou credit spread derivatives ont pour objet de couvrir la dégradation d'un actif sous-jacent, par référence à un indice ou à un actif tiers ; ce sont soit des credit spread forwards ou des credit spread options. Les dérivés de transfert de rendement d'une créance –total return swaps- servent à la protection du créancier à la fois contre le risque de contrepartie et contre le risque de marché. Plus précisément, il s'agit de la convention par laquelle un créancier transfère, moyennant rémunération, la totalité des revenus de sa créance - la créance servant d'actif sous-jacent- à un tiers ; et par laquelle, soit le créancier paie à l'acheteur du risque une somme d'argent fluctuable à l'augmentation de valeur du sous-jacent, soit l'acheteur règle à son vendeur du risque une rétribution tribulaire de la dépréciation de la créance.

132. Quant aux contrats d'option, ce sont des « [conventions par lesquelles] l'acheteur de l'option obtient du vendeur, moyennant le paiement d'une prime<sup>2</sup>, le droit, mais non l'obligation d'acquérir ou de vendre une quantité déterminée de l'actif sous-jacent, à un prix convenu d'avance, dit « prix d'exercice », au cours d'une période ou à une date déterminée. »<sup>3</sup> Ce sont donc des contrats d'option d'achat (option appelée aussi « call ») ou de vente (option dénommée « put ») d'un actif

<sup>1</sup> Cf. supra n°121

<sup>2</sup> Premium en anglais

<sup>3</sup> Article P/M 1.3.1 al.1, Règles de marché d'Euronext

sous-jacent, autrement dit des contrats avec promesse unilatérale de vente ou d'achat.

133. Les contrats d'option peuvent se négocier sur les marchés de gré à gré, mais aussi sur le MATIF (Marché à Terme International de France) pour ceux dont les actifs sous-jacents sont de contrats à terme ferme, et sur le MONEP (Marché des Options Négociables de Paris) pour les contrats portant sur des actifs qui sont des titres, des taux d'intérêt ou des indices voient leurs négociations effectuées. Le MATIF et le MONEP sont deux marchés réglementés au sens de l'article L.421-1 du Code Monétaire et Financier français, gérés par Euronext Paris<sup>1</sup>.

134. Au Vietnam, la Loi sur les Instruments Financiers mentionne des contrats financiers sans consacrer cette sous-catégorie d'instruments financiers. Ce sont ainsi, comme en France, les contrats d'option, étant indiqué que les options d'achat ou les options de vente représentent chacune un droit mentionné dans un contrat qui autorise un acheteur s'il acquiert ou s'il vend une quantité d'instruments financiers prédéterminée -l'actif sous-jacent - à un cours prédéterminé durant une période indiquée<sup>2</sup>. la Loi cite les futures, mais ces contrats à terme ferme visent seulement à assurer aux détenteurs de titres de capital d'en acquérir de nouveaux<sup>3</sup>. En pratique, le Vietnam a conscience du handicap généré par le manque cruel d'instruments dérivés sur les marchés de capitaux nationaux. La Bourse de Ho Chi Minh Ville a établi un projet de texte en 2008 et l'a soumis en 2009 aux autorités compétentes. L'élaboration d'un cadre juridique qui régit les contrats financiers en prenant compte des errements et des dysfonctionnements qui se manifestent sur la scène internationale corrélativement à la crise financière, apparaît des plus urgents pour développer l'attractivité de la Place.

<sup>1</sup> Le MATIF et le MONEP sont donc les deux marchés dérivés de Paris, intégrées au sein du marché dérivé d'Euronext : Euronext Liffe, depuis 2002, consécutivement au rachat du Liffe par Euronext.

<sup>2</sup>Art.6, 7 Loi sur les Instruments Financiers

<sup>3</sup>Art.6,8 id.

## SECTION 2. UNE FONCTION D'AUTORITE

135. Pour définir le terme d'« autorité », le Conseil d'Etat français pose comme postulat incontesté et incontestable qu'« [il] signifie qu'il s'agit d'organismes qui ne peuvent pas se borner à disposer d'un rôle purement consultatif »<sup>1</sup>.

Ainsi il se réfère aux pouvoirs dont chaque institution est investie afin de déterminer si elle est bien une autorité ou plutôt à l'impact patent que l'institution aura en exerçant ses attributions sur les membres du groupe social concerné.

Il apparaît que l'Autorité des Marchés Financiers et le Comité d'Etat de la Bourse, en raison du rôle qu'elles tiennent relativement aux intervenants des marchés financiers, apparaissent comme des autorités (sous-section 1).

A notre avis, il est également nécessaire qu'un organisme dispose de réels moyens pour pouvoir être reconnu pleinement en tant qu'autorité, et c'est bien le cas de ces deux gendarmes boursiers (sous-section 2).

<sup>1</sup> CE, Rapport public 2001- les autorités administratives indépendantes, EDCE, No. 52, La Documentation française, p.289

### **Sous-section 1. Une fonction étendue**

Indéniablement, les gendarmes des marchés financiers français et vietnamiens sont des autorités morales et juridiques pour tous les acteurs de ces marchés (§1). Le statut de leurs membres dirigeants contribue dans une certaine mesure à leur aura d'autorité (§2).

#### §1. Des autorités morales et juridiques

##### A. Des autorités morales

136. L'AMF et le CEB apparaissent avant tout comme des autorités des marchés financiers car elles moralisent ces marchés. Plus précisément elles tiennent un rôle essentiel à propos de l'élaboration et du respect des règles déontologiques qui y sont applicables et appliquées ; la déontologie financière représentant l'ensemble des règles et des devoirs qui régissent les professionnels de la finance dans leur exercice. Le manquement à ces règles peut provoquer la sanction de la part du gendarme de la Bourse mais aussi des tribunaux civils ou pénaux.

137. Au niveau national, le Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers pose les grands principes déontologiques et les règles de conduite qui s'appliquent à l'ensemble des prestataires de services d'investissement dans le Chapitre IV de son Livre III figurant au Titre I , lequel est dévolu aux « Règles de bonne conduite »<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Le Code monétaire et financier pose les principes élémentaires sur les règles de bonne conduite que les prestataires de services d'investissement sont tenus de respecter , en distinguant selon qu'elles sont communes à tous ces intermédiaires (art. L533-11 à L533-20 CMF) ou particulières aux sociétés de gestion (art. L533-21 à L533-22 CMF) ; il convient de souligner que le premier de ces principes est l'obligation de se comporter avec loyauté, honnêteté et de manière professionnelle en servant au mieux des intérêts des clients .

138. L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV, IOSCO en langue Anglo-saxonne) , qui regroupe une très grande partie des régulateurs des Bourses du monde entier parmi lesquelles l'AMF , influe sur le travail de cette dernière via les standards internationaux qu'elle élabore en respectant trois objectifs :

- protéger les investisseurs,
- maintenir les marchés équitables, efficaces et sains,
- et faciliter la coopération entre les régulateurs dans la cadre de la lutte contre la criminalité financière par la réduction des risques systémiques<sup>1</sup>.

En plus de principes à valeur universelle, l'IOSCO pose des principes importants en réaction aux difficultés économiques et financières mondiales sur des sujets pointus tels que l'investissement des gestionnaires financiers dans les produits structurés, la gestion des risques liés aux funds of hedge funds...

L'organisation se révèle être aussi un outil précieux en matière d'assistance technique, en particulier pour les organismes de régulation des pays des marchés émergents à l'instar du Vietnam.

139. D'un point de vue structurel, plusieurs comités permanents essentiels gravitent autour de l'organe dirigeant qu'est le comité des présidents ; ce sont le comité exécutif, le comité technique, le comité des marchés émergents, ainsi que les comités régionaux (Europe, Amériques, Asie-Pacifique et Asie-Moyen-Orient).

<sup>1</sup> IOSCO, *Objectives and principles of Securities regulation*, “, 2003, p.2

Ces objectifs et principes de sécurité financière constituent les standards de référence ayant vocation à permettre l'appréciation de la sécurité des marchés d'une zone considérée

140. Le Règlement général de l'Autorité boursière française porte également la marque du Droit européen, précurseur en ce domaine. Déjà, le Code de conduite européen de 1977 listait les principes généraux essentiels :

- Toute opération sur les marchés de valeurs mobilières implique le respect non seulement de la lettre mais également de l'esprit des dispositions légales ou réglementaires en vigueur dans chaque État, ainsi que des principes de bonne conduite ;
- Le public doit disposer d'une information loyale, correcte, claire, suffisante et diffusée en temps utile et de telle sorte qu'aucune catégorie de personnes ne soit privilégiée ;
- Une égalité de traitement devrait être assurée à tout détenteur de titres ;
- Les professionnels des marchés sont tenus de se comporter loyalement même si cela les prive d'avantages financiers ;
- Les intermédiaires financiers s'efforcent d'éviter tout conflit d'intérêt soit entre eux-mêmes et leurs clients ou d'autres personnes avec lesquelles ils sont en relation d'affaire<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> 77/534/CEE: Recommandation de la Commission, du 25 juillet 1977, portant sur un code de conduite européen concernant les transactions relatives aux valeurs mobilières JOCE n° L 212, 20 août 1977, p.37.

141. Depuis, la Directive de 1993 sur les Services d'Investissement (DSI) et la directive concernant les marchés d'instruments financiers (MIF)<sup>1</sup> entrée en vigueur le 1er novembre 2007 ont généré par leur transposition dans l'ordre interne un accroissement des règles de conduite élaborées par l'Autorité des Marchés Financiers.

142. On soulignera, à cette l'occasion, le rôle particulier de l'Autorité européenne des marchés financiers (European Securities and Markets Authority ou ESMA) autorité indépendante qui remplace le CESR depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011<sup>2</sup>. Par une décision du 06 juin 2001, la Commission européenne avait institué le CESR<sup>3</sup>, fidèle aux préconisations du rapport final du comité des sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières<sup>4</sup>, lequel était favorable à l'instauration d'une procédure de comitologie pour renforcer la coopération des autorités de régulation compétentes nationales de l'espace européen<sup>5</sup>. Ce comité avait lui-même un ancêtre, le FESCO<sup>6</sup>, qui avait été crée en 1974, dont il avait récupéré les 2 groupes permanents, le « CESR-Pol », ex- FESCOPOL que l'ESMA conserve sous la dénomination d' « ESMA-Pol », et le « CESR-Fin », l'ancien FESCOFIN. Ses principaux organes sont à présent le Conseil des autorités de surveillance et le Conseil d'administration. L'organisme regroupe les hauts représentants des autorités publiques nationales compétentes en matière de régulation des valeurs mobilières. Si, dès ses débuts, le Comité était chargé de conseiller la Commission,

<sup>1</sup> En anglais : MiFID, *Markets in Financial Instruments Directive*

<sup>2</sup> Règlement UE n°1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), JOUE L 331 du 15 décembre 2010

<sup>3</sup> Décision n° 2001/527/CE de la Commission, JO n°L 191 du 13 juillet 2001 p. 43. A ne pas confondre avec le Comité européen des valeurs mobilières, dont la mission est « de conseiller la Commission sur des questions de politique ainsi que sur les projets de propositions qu'elle pourrait adopter dans le domaine des valeurs mobilières » OPCVM inclus : art.3 Décision n° 2001/528/CE de la Commission. Ce dernier n'est qu'un organe de niveau 2 dans le processus Lamfalussy

<sup>4</sup> La pratique, pour sa part, retient l'appellation de « rapport Lamfalussy », tiré du nom de celui qui présidait le comité de sages chargé de la rédaction de ce document : Alexandre Lamfalussy

<sup>6</sup> Forum of European Securities Commission

principalement « sur les projets de mesures d'exécution à élaborer dans le domaine des valeurs mobilières »<sup>1</sup>, on assiste à une évolution accélérée du rôle de l'Autorité européenne des marchés financiers, laquelle est non seulement chargée d'une mission de conseil mais elle apparaît aussi de plus en plus comme une entité responsable de l'édiction de mesures d'exécution en vue d'unifier le cadre juridique unique des marchés financiers de l'EEE<sup>2</sup>.

143. De plus, force est de constater que le régulateur financier de France accepte de plus en plus que les professionnels élaborent les règles détaillées et les modalités de leur mise en œuvre<sup>3</sup>. Cette collaboration le conforte dans sa mission d'autorité. Aussi le Règlement général de cette dernière affirme-t-il que les associations professionnelles ont la possibilité de demander à l'AMF d'approuver tout ou partie des codes de bonne conduite qu'elles élaborent en qualité de règles professionnelles<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Art. 2 Décision 2011/527/CE préc.

<sup>2</sup> Il convient également de souligner son rôle central de surveillance européenne des marchés financiers. Avec l'Autorité bancaire européenne (EBA, European Banking Authority), l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA, European Insurance and Occupational Pensions Authority), le Comité européen du risque systémique et le Comité mixte des autorités européennes de surveillance, elle se trouve au cœur du Système européen de surveillance financière

<sup>3</sup> Pour illustrer notre propos, v. : AMF, « Pour une meilleure régulation (consultation publique) », mai 2006, consultables sur son site internet ; et AMF, « Communiqué de presse du 15 décembre 2009: L'Autorité des marchés financiers approuve les « Dispositions » du Règlement de déontologie de l'AFG et l'étend à l'ensemble des professionnels de la gestion », là-aussi consultable sur son site, et sur celui de l'Association Française de Gestion Financière.

<sup>4</sup> Article 314-2 Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers :  
« Lorsqu'une association professionnelle élabore un code de bonne conduite destiné à s'appliquer aux prestations de services d'investissement ou à la gestion d'OPCVM, l'AMF s'assure de la compatibilité de ses dispositions avec celles du présent règlement. L'association professionnelle peut demander à l'AMF d'approuver tout ou partie de ce code en qualité de règles professionnelles. Quand, après avis de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, l'AMF estime opportun d'appliquer à l'ensemble des prestataires de services d'investissement tout ou partie des dispositions du code en cause, elle fait connaître cette décision en la publiant « ... » sur son site. »

144. Les professionnels édictent non seulement des règles de bonne conduite sous forme de code mais aussi des recommandations à l'intention des clients ; à la différence des règles précitées, les recommandations ne peuvent faire l'objet de sanctions de la part du régulateur en cas de non-respect<sup>1</sup>. Il en résulte que la déontologie financière s'articule autour de deux principes cruciaux depuis les années 1980 et qui se trouvent consacrés dans l'actuel Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers : ce sont la primauté de l'intérêt du client et l'intégrité du marché<sup>2</sup> Ceux-ci impliquent eux-mêmes le respect d'autres principes satellites qui découlent d'eux<sup>3</sup>.

145. Ainsi, les règles de conduite du Gendarme de la Bourse portent sur l'obligation d'information et de transparence envers le client, ainsi que sur la prévention de la circulation illégitime d'informations confidentielles. Elles se matérialisent en particulier par toute une série d'interdictions telle que la prohibition des discriminations entre les clients et celle des comportements constitutifs d'abus de marché, c'est-à-dire l'utilisation ou la communication d'informations privilégiées, la diffusion d'informations erronées ou le fait de taire au public des informations importantes en matière décisionnelle, ou bien encore la manipulation de cours.

<sup>1</sup> Cf. article 315-1 RGAMF :

« Pour l'application de la présente section, les « recommandations d'investissement » s'entendent des recommandations d'investissement à caractère général mentionnées à l'article 313-25 ainsi que des analyses financières produites ou diffusées par un prestataire de services d'investissement. La recommandation d'investissement est élaborée avec probité, équité et impartialité. Elle est présentée de façon claire et précise. Elle est diffusée avec diligence afin de conserver son actualité. »

<sup>2</sup> Article 314-3RGAMF

« Le prestataire de services d'investissement agit d'une manière honnête, loyale et professionnelle qui sert au mieux l'intérêt des clients et favorise l'intégrité du marché. Il respecte notamment l'ensemble des règles organisant le fonctionnement des marchés réglementés et des systèmes multilatéraux de négociation sur lesquels il intervient. »

146. Elles sont aussi relatives à l'égalité de traitement des clients. En outre, elles s'intéressent à l'encadrement des opérations personnelles des collaborateurs, ce qui passe notamment par l'interdiction de faire courir aux clients des risques inconsidérés via des montages financiers dangereux ou autre , ou bien encore par l'interdiction de multiplier les transactions afin de gonfler les commissions à percevoir.

147. Ces règles ont trait également à la prévention et à la gestion des conflits d'intérêt via des incompatibilités, ainsi qu'à la lutte contre la criminalité financière, celle-ci passe par des mesures préventives au rang desquelles figurent la prévention du blanchiment et du financement du terrorisme.

148. Du côté vietnamien, le Comité d'Etat de la Bourse n'est pas en reste dans son rôle d'autorité morale. Comme le Gendarme de la Bourse française, il est membre de l'OICV, aussi les principes et les pratiques associés à la gestion et au fonctionnement des marchés financiers que l'OICV a établis servent de bases au cadre juridique national, en tenant compte des conditions spécifiques au pays en matière de développement et d'intégration<sup>1</sup> comme en France.

<sup>1</sup> Tran Xuan Ha, "Le marché boursier vietnamien: points forts et points faibles" [Vietnam securities market : plus and minuses »], Vietnam Law & Legal Forum, July 2005, p.21-22.

149. Pour sa part, le Vietnam se montre particulièrement sensible pour mettre en œuvre les standards de l'ASEAN, lesquels en réalité ont été bâtis en se basant sur les normes internationales de l'OICV pour être applicables sur cette zone régionale, et les règles de l'OMC telles qu'elles résultent de ses engagements. Visiblement, ces principes et règles de conduite sont considérés et suivis avec une attention particulière dans le temps par les autorités vietnamiennes, au vu des différents programmes et plans d'action, des textes juridiques qui sont adoptés et des articles qu'on trouve dans les revues juridiques et les médias<sup>1</sup>.

150. Il convient ici de préciser que le Comité d'Etat de la Bourse est bien le rédacteur des obligations déontologiques qu'il élabore dans le cadre de ses larges attributions réglementaires conformément à l'art.2 de la Décision 112 de 2009, similairement à l'Autorité des Marchés Financiers au niveau de la France. D'une part, il est chargé de soumettre au Ministre des Finances les textes juridiques les plus importants relatifs à la Bourse afin que ce Ministre puisse les soumettre à son tour au Gouvernement et/ou au Premier Ministre en vue de leur adoption, et il s'agit, d'abord, des projets de loi et les projets de résolution de l'Assemblée Nationale<sup>2</sup>, des projets d'ordonnance et des projets de résolution du comité Permanent de l'Assemblée Nationale, des projets de

<sup>1</sup> Par exemple, Cf.:

- art. 7 de la Décision du président du Comité d'Etat de la Bourse sur le programme d'action du Comité pour développer les marchés de capitaux en 2005 [Quyết định số 37/QĐ-UBCK của Chủ tịch Ủy Ban CKNN, V/v ban hành Chương trình hành động của Ủy ban Chung khoán Nhà nước để phát triển thị trường chung khoán năm 2005] ;

- art.7 Décision No. 898/QĐ-BTC du Ministre des Finances en date du 20 février 2006 relative au plan de développement du marché boursier de 2006 à 2010 [Quyết định số 898/QĐ-BTC ngày 20/02/2006 của Bộ Tài chính ban hành Kế hoạch phát triển thị trường chung khoán Việt Nam 2006-2010] ;

– Ministère des finances, « Vietnam to host regional securities market meeting » , 1er novembre 2006, consultable sur le site du Ministère des Finances du Vietnam

– «The Bourse To Develop More Robustly In 2007», Vietnam Law &Legal Forum, Law 2007, n°149, pp. 1-7

– Département des affaires juridiques du CEB, « Amendements à la Loi sur les Instruments Financiers (difficultés qui se sont posées et mise en œuvre des solutions) Chung khoán Việt Nam, n°123 &124, janvier 2009, p.28

- Département de la coopération internationale du CEB, « L'intégration aux marchés de capitaux internationaux en 2008 (Orientations des actions pour 2009) », Chung khoán Việt Nam, n°123 &124, janvier 2009, p.19

<sup>2</sup> Le Comité d'Etat de la Bourse est d'ailleurs à l'origine de la Loi sur les Instruments Financiers de 2006

décret du Gouvernement et des projets de décision du Premier Ministre dans le domaine des instruments financiers et des marchés boursiers. Sont aussi concernés les stratégies, le programme-cadre, le programme relatif aux objectifs nationaux, le plan d'action, ainsi que tout autre plan, programme ou projet important dans le domaine des instruments financiers et des marchés financiers .

151. Toujours en vertu de la Décision 112, l'autorité de régulation des marchés financiers du Vietnam prend, d'autre part, les différents règlements et autres textes d'application, dont la forme de prédilection est la circulaire. Soulignons également que l'autorité de régulation du Vietnam a l'habitude d'inviter les professionnels à participer à l'élaboration de ses différents textes lorsqu'ils sont d'une importance particulière.

152. Au final, il résulte que la Loi sur les Instruments Financiers pose des principes qui régissent les instruments financiers et les activités de marché. Tout d'abord, il s'agit des grands principes basiques<sup>1</sup> que sont le respect de la liberté d'intervention pour tous les acteurs de la Bourse, le respect de la protection des droits et intérêts légitimes des investisseurs et de l'obligation de se conformer aux textes juridiques en vigueur. Les principes d'équité, de publicité et de transparence des marchés sont aussi proclamés dans ce texte, tout comme ceux de sécurité et d'efficacité relativement à ces marchés.

153. Ce texte consacre aussi des principes à portée plus restreinte, tels que les principes relatifs au traitement des violations, lesquels sont l'infliction d'une sanction disciplinaire, administrative ou pénale, d'une part en cas de violation des textes juridiques, d'autre part en cas de manœuvres commises pour entraver le bon fonctionnement de la Bourse<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Art.4 &5 Loi sur les Instruments Financiers

<sup>2</sup> Art.118 Loi sur les Instruments Financiers

154. Comme en France, la Loi vietnamienne renvoie aussi aux principes énoncés dans d'autres textes. Ainsi en est-il en ce qui a trait aux droits et devoirs des sociétés qui font une offre au public ou demandent une admission aux négociations de leurs instruments financiers : celles-ci sont tenues de se conformer aux principes sur la gouvernance d'entreprise indiqués dans la Loi sur les entreprises, aux textes du Ministère des Finances sur le gouvernement d'entreprise applicables aux sociétés dont les valeurs mobilières sont cotées sur une Bourse ou un Centre des Transactions Boursières<sup>1</sup>.

155. Par ailleurs, d'autres textes juridiques posent d'autres principes et standards de comportement et complètent ainsi la Loi sur les Instruments Financiers en raison de leur place dans la hiérarchie des normes et de leur applicabilité aux marchés financiers vietnamiens. Dès lors, il existe une obligation générale de délivrer une information complète, pertinente et en temps utile que tous les intervenants du marché sont tenus de respecter<sup>2</sup>. On relèvera également que les professionnels des marchés devant avoir une attitude loyale, des règles juridiques autres que de nature législative viennent s'appliquer pour éviter les conflits que les intermédiaires pourraient connaître avec autrui en raison de l'exercice de leur profession, et ceux-ci sont aussi tenus de se conformer aux règles déontologiques professionnelles<sup>3</sup>. Aussi, la réglementation applicable à l'organisation et au fonctionnement des organismes de placement collectif mentionne que ces derniers doivent agir volontairement, loyalement et honnêtement, traite de la question des conflits d'intérêt et impose leur contrôle interne, lequel passe notamment par l'obligation d'établir des règles déontologiques applicables à leur personnel et à leurs collaborateurs<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Art.27 & 28 Idem

<sup>2</sup> Art.2 Circulaire No. 38-2007-TT-BTC du Ministre des Finances en date du 18 avril 2007 sur la diffusion d'information sur le marché boursier.

<sup>3</sup> Décision No. 15-2008-QD-BTC du Ministre des Finances en date du 28 mars 2008, notamment art.18

<sup>4</sup> V. Décision No.35-2007-QD-BTC du Ministre des Finances en date du 15 mai 2007.

Le Comité d'Etat de la Bourse et l'Autorité des Marchés Financiers sont donc des acteurs financiers incontournables en tant qu'autorités morales dans leur propre pays ; ils le sont également en qualité d'autorités juridiques ainsi que le révèle l'analyse suivante (B).

## B. Des autorités juridiques

156. Etre une autorité juridique implique, aux yeux de la jurisprudence et de la doctrine, d'avoir reçu et d'exercer un pouvoir de décision. Le Conseil d'Etat a, pour sa part, été amené à faire le constat suivant en ce qui concerne de telles entités : « S'agissant de l'approche générale, il est communément admis et reconnu, dans la ligne d'une jurisprudence ancienne et bien établie du Conseil d'État, qu'il existe au sein de l'État des autorités autonomes, distinctes de l'administration, mais appartenant à l'État et dotées d'un pouvoir de décision »<sup>1</sup>. P.Sabourin, lui, reconnaît qu'une institution est une autorité si elle est titulaire du « pouvoir de prendre des décisions réputées exécutoires, susceptibles, par voie de conséquence, de faire l'objet d'une recours pour excès de pouvoir<sup>2</sup>. »

157. Parce qu'ils ont la faculté de prendre des décisions qui seront respectées, l'Autorité des Marchés Financiers et le Comité d'Etat de la Bourse sont des autorités juridiques. Cette faculté se réalise au travers des pouvoirs multiformes qui leur ont été dévolus et qu'ils combinent parfois<sup>3</sup>.

158. Relevons dans un premier temps que ces régulateurs de marchés boursiers ont reçu le pouvoir de prendre des mesures ayant le caractère administratif unilatéral qui prennent la forme de décisions individuelles. Ils décident, par exemple, si tel émetteur peut faire une offre au public, si tel autre va avoir ses instruments financiers radiés de la cotation, ou

<sup>1</sup> CE, Rapport public 2001- les autorités administratives indépendantes, EDCE, No. 52, La Documentation française, p.288

<sup>2</sup> P.Sabourin, « les autorités administratives indépendantes une catégorie nouvelle », AJDA, 1983, p.275

<sup>3</sup> Art.8 Loi sur les Instruments Financiers pour le CEB

bien encore si tel professionnel va obtenir son agrément ou si tel autre praticien va se le faire retirer.

En outre, que ce soit l'AMF ou le CEB, chacun d'eux a autant le droit d'édicter des normes générales qui ont une portée obligatoire dans le cadre de l'exercice de son pouvoir réglementaire, lequel n'est pas des moindres.

159. Par ailleurs, force est de constater que tous deux disposent du pouvoir de contrôle afin d'assurer le respect de la réglementation dans le secteur qui est à sa charge, ce qui implique que chacun soit destinataire d'une abondante quantité d'informations transmise par les intervenants des marchés financiers, sur lesquels ces régulateurs mènent une mission de surveillance, et si besoin, par rapport auxquels ils vont procéder à des enquêtes en cas de détection de comportements répréhensibles .

160. Enfin, il convient de souligner qu'en plus de ses attributions administratives, les deux gendarmes de la Bourse disposent de compétences juridictionnelles qui se manifestent à travers le pouvoir de sanction dont ils sont investis. Il s'agit d'un pouvoir dont les modalités de mise en œuvre sont placées sous le signe de la dualité dans le sens où autant le Comité d'Etat de la Bourse que l'Autorité des Marchés Financiers peut exercer ladite attribution de manière directe ou de manière indirecte.

On relèvera aussi qu'indirectement, les autorités régulatrices des marchés de capitaux français et vietnamien bénéficient d'une « influence » particulière liée aux statuts de leurs membres les plus importants (§2).

§2. Une influence liée aux statuts des membres dirigeants

161. En France, le procédé de nomination de l'élite composant l'organe dirigeant est exceptionnel et les personnes choisies le sont tout autant. En effet, les membres du Collège de l'autorité régulatrice de la Bourse, qui sont au nombre de seize, sont tous désignés par des autorités publiques et choisis en raison de critères prédéterminés. Le Président se trouve donc nommé par décret du Président de la République<sup>1</sup>.

162. Les autres membres, quant à eux, sont des personnages bien déterminés puisque ce sont :

- Un conseiller d'Etat désigné par le vice-président du Conseil d'Etat et un conseiller à la Cour de cassation désigné par le premier président de la Cour de cassation qui sont présents dans toutes les autorités administratives indépendantes<sup>2</sup>;
- Un conseiller maître à la Cour des comptes nommé par le premier président de la Cour des comptes<sup>3</sup>;
- Un représentant de la Banque de France choisi par le Gouverneur<sup>4</sup> ;
- Le président du Conseil national de la comptabilité<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Article L621-2 –II-1°CMF

<sup>2</sup> Article L621-2 –II-2° et 3° CMF

<sup>3</sup> Article L621-2 –II-4° CMF

<sup>4</sup> Article L621-2 –II-5°CMF

<sup>5</sup> Article L621-2 –II-6°CMF

163. Le Collège de l'AMF comprend, en outre, des membres qui sont choisis pour leurs qualifications spécifiques ; ce sont :

- Trois membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'offre au public de titres financiers, d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, par les Présidents des trois assemblées constitutionnelles<sup>1</sup> ;
- Six membres désignés aussi à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'offre au public de titres financiers, d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, mais choisis par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations représentatives<sup>2</sup>;
- Et un représentant des salariés actionnaires nommé encore par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations syndicales et des associations représentatives<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Article L621-2 –II-7°CMF :

« Trois membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'offre au public de titres financiers, d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, respectivement par le Président du Sénat, le Président de l'Assemblée nationale et le président du Conseil économique et social »

<sup>2</sup> Article L621-2 –II-8°CMF :

« Six membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'offre au public de titres financiers, d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'offre au public ou d'admission aux négociations sur un marché réglementé, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux »

<sup>3</sup> Article L621-2 –II-9° al.1 CMF

164. En ce qui concerne la Commission des sanctions du gendarme de la Bourse français, laquelle comprend douze membres, on ne peut faire que les mêmes constats lorsqu'on se penche sur sa composition qui est la suivante:

- Deux conseillers d'Etat désignés par le vice-président du Conseil d'Etat<sup>1</sup> ;
- Deux conseillers à la Cour de cassation désignés par le premier président de la Cour de cassation<sup>2</sup> ;
- Six membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'offre au public de titres financiers, d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations représentatives<sup>3</sup> ;
- Deux représentants des salariés des entreprises ou établissements prestataires de services d'investissement, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux, désignés par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations syndicales représentatives<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Art. L621-2-IV-1°CMF

<sup>2</sup> Art. L621-2-IV-2°CMF

<sup>3</sup> Art. L621-2-IV-3°CMF :

« ° Six membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'offre au public de titres financiers, d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'offre au public ou d'admission aux négociations sur un marché réglementé, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux »

<sup>4</sup> Art. L621-2-IV-4° al.1 CMF

Son président est, de plus, élu par les membres de la Commission des sanctions parmi les conseillers des juridictions suprêmes nommés en son sein<sup>1</sup>.

165. Du côté vietnamien, le Président et les Vice-présidents du gendarme de la Bourse, qui ne sont plus que trois aux termes de la Décision 112-2009-QD-TTg du Premier Ministre en date du 11 septembre 2009<sup>2</sup>, sont nommés, déplacés ou démis de leurs fonctions par le Ministre des Finances.

Cette disposition paraît très proche de celle relative à la désignation du Président du Collège, bien que son déplacement ou sa révocation ne soit pas prévue par le Code monétaire et financier français.

166. Si en pratique cela ne s'est jamais produit en France, la règle du parallélisme des formes en droit administratif n'empêcherait pas en théorie le remplacement ou la révocation du Président de l'organe plénier de l'Autorité des Marchés Financiers même si cette dernière est une autorité administrative indépendante, et la faute grave pourrait motiver une telle décision.

167. Toujours est-il que la Décision 112 doit être complétée très prochainement par d'autres textes juridiques d'application qui devraient éclairer notamment sur les modalités de choix des vice-ministres.

168. Comme en France, il est de principe que le Président et les Vice-présidents du CEB soient choisis en fonction de leurs qualités, de leurs compétences et de leurs expériences afin de garantir le fonctionnement optimum de cette institution.

<sup>1</sup> Art. L621-2-IV-4° al.2 CMF

<sup>2</sup> Art.4 Décision 112

169. Ainsi, que ce soit au niveau national ou au Vietnam, la désignation des membres dirigeants des autorités régulatrices des marchés financiers par des autorités publiques démontre à notre avis que celles-ci ne sont pas de simples entités administratives mais de véritables autorités.

## **Sous-section 2. De réels moyens**

Tout comme l'Autorité des Marchés Financiers, le Comité d'Etat de la Bourse dispose de moyens aussi bien matériels (§1) qu'humains (§2) qui sont considérables et sans lesquels l'un et l'autre ne pourraient pas exercer leur fonction d'autorité.

### §1. Des moyens matériels

170. De prime abord, il convient de noter que les gendarmes des marchés financiers de France et du Vietnam ont leurs propres locaux. Ainsi, la structure immobilière de l'Autorité des Marchés Financiers est sise à Paris ; le Comité, quant à lui, a son siège situé à Hanoï et un bureau représentatif localisé à Ho Chi Minh Ville<sup>1</sup>.

171. En outre, le Premier Ministre du Vietnam a tenu à préciser dans sa Décision 112 que le régulateur boursier national possède son propre sceau avec l'emblème national. Cette mention pourrait faire sourire le néophyte. En réalité, elle révèle le caractère éminent de cette institution officiellement consacrée dans l'organisation administrative du pays<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Art.1 et art.3 Décision 112 du 11 septembre 2009

<sup>2</sup> Art.1 Décision précitée. Cette indication a été donnée dès l'établissement du Comité d'Etat de la Bourse : cf. art.1 alinéa 2 du décret gouvernemental du 28 novembre 1996

172. Mais surtout, l'AMF et le CEB disposent de moyens de financement propres afin de garantir son fonctionnement. Le Code monétaire et financier apporte des éclaircissements sur ce point en ce qui concerne le régulateur des marchés financiers français<sup>1</sup>. Il affirme d'abord que : « L'Autorité des Marchés Financiers dispose de l'autonomie financière. Son budget est arrêté par le collège sur proposition du secrétaire général. » Par ailleurs, elle n'est pas soumise aux dispositions de la loi du 10 août 1922 relative à l'organisation du contrôle des dépenses engagées.

173. De surcroît, elle perçoit le produit des taxes établies à l'article L. 621-5-3 CMF, c'est-à-dire des redevances, lesquelles consistent en des droits fixes et des contributions versées par les personnes soumises au contrôle de l'Autorité des Marchés Financiers en fonction de la nature de leurs interventions sur lesdits marchés. Enfin, le gendarme des marchés financiers de France fixe lui-même le taux des contributions et des droits fixes qui lui sont dus conformément aux articles D621-28 et D621-29<sup>2</sup>».

174. Au Vietnam, c'est le Ministère des Finances qui fixe les droits et les contributions versées par les personnes sur qui le Comité d'Etat de la Bourse opère un contrôle, et là encore la détermination de chacun de ceux-ci dépend de l'opération effectuée. La circulaire n°134 du 1<sup>er</sup> juillet 2009<sup>3</sup> apporte les précisions nécessaires à ce propos. Elle indique également que ces droits et contributions sont des recettes du budget de l'Etat, que le Comité d'Etat de la Bourse peut en employer l'entier

---

<sup>1</sup> Article L621-5-2 CMF

<sup>2</sup> Sur la « demande » de M.Arzouse d'augmentation du budget de l'Autorité des Marchés Financiers: Ch.Arsouze, *Procédures boursières (sanctions et contentieux des sanctions)*, éd. Joly, éd. Lextenso, 2008, 729, p.269 & s.

<sup>3</sup> Circulaire n°134/2009/TT-BTC du Ministère des Finances en date du 1er juillet 2009 sur la détermination des contributions et des droits fixes, leur recouvrement, leur gestion, et leur utilisation par le Comité d'Etat de la Bourse

montant et que les droits sont des droits fixes<sup>1</sup>. Sur l'utilisation de ces sommes, elle ne fait en réalité que reprendre la décision du Premier Ministre No. 29/2009/QD-TTg du 20 février 2009 relative à l'autonomie du Comité d'Etat de la Bourse quant à ses fonds de fonctionnement et à ses instructions.

175. En outre, en raison de leur mode de financement propre, il est peu surprenant que les autorités de France et du Vietnam aient été dotées de comptes propres. Le Comité d'Etat de la Bourse a son compte propre au Trésor selon la Décision 112. Il en est de même pour le régulateur français, lequel peut ouvrir également des comptes auprès d'un établissement de crédit ou assimilé<sup>2</sup>.

## §2. Des moyens humains

Chaque autorité de régulation, qu'elle soit française ou vietnamienne, est dotée d'une direction (1) et de services (2).

### A. La direction

Il s'agit de s'intéresser d'abord à la Direction de l'AMF (1), puis à celle du Comité d'Etat de la Bourse (2).

#### 1. La direction de l'Autorité des Marchés Financiers

176. Ainsi qu'on a pu le constater et aux termes de la Loi de Sécurité Financière, l'Autorité des Marchés Financiers comprend deux formations distinctes l'une de l'autre, lesquelles ont la particularité d'être des organes collégiaux ; ce sont le Collège et la Commission des sanctions,

<sup>1</sup> Circulaire précitée, art.3

<sup>2</sup> Art. R621-4 CMF

qui bénéficient d'une séparation étanche<sup>1</sup> afin de se conformer aux exigences de l'article 6 de la Convention Européenne des Droits de l'Homme<sup>2</sup> Nous nous prêterons à une analyse successive de ces entités (a) (b).

#### a. Le Collège

177. Etant l'organe décisionnel de l'Autorité des Marchés Financiers, le Collège a été comparé par certains à un conseil lorsqu'il n'exerce pas ses fonctions de régulation. Le CMF décrit de manière claire l'organisation et le fonctionnement du Collège. Il se réunit sur convocation de son Président ou à la demande de la moitié de ses membres et ces réunions se déroulent en respectant un certain formalisme.<sup>3</sup>

178. Il en est de même pour ses décisions prises via des consultations écrites<sup>1</sup>. Effectivement, lorsque le Collège, ou éventuellement une Commission spécialisée, statue dans cette hypothèse, le Président

<sup>1</sup> N.Decoopman, « La mise en place de l'Autorité des Marchés Financiers- Décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 », JCP E, n°4, 2004, p.97 ; également in JCP G, n°1-2, 2004, p.2- O. Dufour, « Vers un renforcement du pouvoir de sanction du régulateur boursier », LPA, n°191, 2004, p.3

<sup>2</sup> G.Rameix, « L' Autorité des Marchés Financiers », LPA, n°228, 2003, p.12 – M.L Coquelet, « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l' Autorité des Marchés Financiers », LPA, n°228, 2003, p.6- Y.Paot, « Remarques sur le pouvoir de sanction administrative de la future Autorité des Marchés Financiers », JCP E, 2003, p.971- R.Vatinet, « la Loi de sécurité financière », in « La sécurité financière et l'Etat. Bilan et perspectives. », LPA, 2004, Nos 226 & 227, p.39

<sup>3</sup> Article R621-1 CMF :

« I. - Le Collège se réunit sur convocation de son Président ou à la demande de la moitié de ses membres. En cas d'absence, le Président confie à l'un des autres membres du Collège le soin de présider la séance. Le Collège ne peut délibérer que si la moitié au moins de ses membres est présente. Lorsque, en application de l'article L. 621-4, un membre ne prend pas part à une délibération, il est réputé présent au titre du quorum. Un membre peut donner pouvoir à un autre membre de voter en son nom lors d'une séance à laquelle il ne peut assister. Chaque membre ne peut disposer que d'un seul pouvoir.

II. - Un agent des services de l'Autorité des marchés financiers, faisant office de secrétaire de séance, établit un procès-verbal des délibérations du Collège. Mention y est faite des noms des membres présents, des membres ayant donné pouvoir, des membres ayant reçu pouvoir et des membres n'ayant pas pris part aux délibérations en application de l'article L. 621-4. Le procès-verbal est soumis à l'approbation du Collège. Une fois approuvé, ce procès-verbal est signé par le Président de séance et copie en est tenue à la disposition de chacun des membres du Collège et du commissaire du Gouvernement. »

recueille, dans un délai qu'il fixe, les votes des membres et les observations du Commissaire du Gouvernement dans un délai ne peut être inférieur à deux jours ouvrés. Plus de la moitié des membres de la formation doivent avoir voté pour que la consultation écrite soit effective, et ce, dans le délai fixé par le Président. Le Président divulgue le plus rapidement possible la décision prise aux membres de la formation intéressée et au Commissaire du Gouvernement. Les décisions prises par voie de consultation écrite sont réputées être intervenues à l'issue du délai fixé au premier alinéa. Elles sont annexées au procès-verbal de la séance suivante et y est indiqué l'identité des membres ayant voté et celle des membres n'ayant pas pris part à la consultation<sup>2</sup>. Les membres du Collège n'exercent pas leurs fonctions à temps complet (excepté le Président), aussi le recours à des consultations écrites est un mode de fonctionnement caractéristique du Collège.

179. On comprend dans ce contexte, que le Président<sup>3</sup> et le secrétaire général du régulateur des marchés financiers tiennent un rôle fondamental en ce qui concerne le fonctionnement quotidien du collège. Ainsi le premier peut recevoir des délégations de la part du collège, en plus de ses pouvoirs propres, pour prendre les décisions de portée individuelle relevant de la compétence de ladite formation, exception faite de celles qui sont relatives à l'ouverture d'une procédure de sanction par respect des droits fondamentaux et de la personne. Une telle possibilité lui est reconnue en matière de notification des griefs et de transmission de ceux-ci à la commission des sanctions, et également en ce qui concerne la suspension d'activité des professionnels pour qui une procédure de sanction est en cours.

180. Dans tous les cas, le Président rend compte alors des décisions qui ont été prises suite à une délégation lors de la séance suivante du

---

<sup>1</sup> Article R621-2 CMF :

<sup>3</sup> M. Jean –Pierre Jouyet est l'actuel Président. Il remplace M. Michel Prada qui a été Président de l'AMF de 2003 à 2008

collège<sup>1</sup>. Quant au Secrétaire général, il peut, en particulier, proposer au Collège le règlement intérieur et les règles déontologiques applicables au personnel des services en respectant les règles générales posées par cet organe<sup>2</sup>.

181. L'exercice à temps partiel de leurs fonctions par les membres du Collège motive, à notre sens, la constitution au sein de ladite entité, de commissions spécialisées en son sein. Celles-ci sont présidées par le Président de l'Autorité des marchés financiers à qui il délègue aussi certaines de ses attributions. Le Collège, constitue également des commissions consultatives<sup>3</sup>, dans lesquelles il nomme, en tant que besoin, des experts pour préparer ses décisions<sup>4</sup>.

182. D'autre part, le Collège se prononce au nom de l'Autorité des marchés financiers sur des points essentiels<sup>5</sup>.

Aussi il décide du budget de l'AMF sur proposition du secrétaire général, de l'affectation des résultats et approuve le compte financier.

<sup>1</sup> Il est précisé également que le Collège peut donner délégation à un autre de ses membres en cas d'absence ou d'empêchement du Président de l'Autorité des Marchés Financiers : v. l'article R621-9 al.1 CMF : « Le Collège de l'Autorité des marchés financiers peut donner délégation à son Président et, en cas d'absence ou d'empêchement de celui-ci, à un autre de ses membres pour prendre les décisions de portée individuelle relevant de sa compétence, à l'exception de celles mentionnées au I de l'article L. 621-15. Le délégataire rend compte à la plus prochaine séance du Collège des décisions prises en vertu de cette délégation. »

<sup>2</sup> Art.R.621-10 et R. 621-11 CMF

<sup>3</sup> Les commissions spécialisées livrent leurs réflexions sur un des thèmes suivants : « Organisation et fonctionnement du marché », « Activités de compensation, de conservation et de règlement-livraison », « Activités de gestion individuelle et collective », « Opérations et information financières des émetteurs et Epargnants » : voir le site de l'Autorité des Marchés Financiers pour plus de détails

<sup>4</sup> Art. L621-2 III CMF. Pour les modalités de mise en œuvre, v. art R621-3et R621-4 CMF.

<sup>5</sup> Art. R621-10 CMF

Il élabore le règlement intérieur, les règles de déontologie interne et les conditions générales de recrutement, d'emploi et de rémunération des agents.

Le Collège adopte également le règlement général de l'AMF et le règlement comptable et financier.

Il détermine les conditions générales de passation des contrats et marchés et les mêmes conditions en ce qui concerne l'utilisation des fonds disponibles et le placement des réserves.

De surcroît, il prend les décisions individuelles (transactions sur des biens immobiliers, emprunts, conformité des offres, agréments, etc.).

En sus, il peut ordonner qu'il soit mis fin aux pratiques contraires aux lois ou règlements quand elles portent atteinte aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le marché<sup>1</sup>.

Par ailleurs, il suspend en cas d'urgence l'activité des professionnels soumis à son contrôle contre lesquels une procédure de sanction est engagée.

En outre, il examine les rapports de contrôle et d'enquête et notifie aux personnes concernées les griefs s'il décide l'ouverture d'une procédure de sanction ; il transmet ces rapports de contrôle et d'enquête au Procureur de la République en cas de détection d'infraction pénales.

Il est vrai aussi qu'il ouvre la procédure de sanction, étant précisé que l'exercice du pouvoir de sanction est confié à la Commission des sanctions qui totalement distincte du Collège (b).

<sup>1</sup> Art. L621-14-I CMF

b. La Commission des sanctions

183. Entité au rôle essentiel, la Commission est compétente pour prononcer les sanctions administratives et disciplinaires<sup>1</sup>, ce qui la fait apparaître comme une « quasi-juridiction répressive spécialisée en matière financière » aux yeux de certains<sup>2</sup>, tandis que d'autres en sont venus à se demander s'il n'eût été pas préférable d'en faire une véritable juridiction<sup>3</sup>. Elle peut constituer des sections de six membres en son sein dont la composition est plus rigoureusement encadrée que pour les différentes commissions du Collège.

184. En effet, le Législateur a imposé le respect d'un certain équilibre dans la composition de la Commission des sanctions<sup>4</sup>, à savoir que, parmi ses 12 membres, deux sont des Conseillers d'Etat désignés par le Vice-président du Conseil d'Etat, deux sont des conseillers à la Cour de cassation désignés par le premier Président de la Cour de cassation. Six autres membres sont désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience relative aux marchés financiers, par le Ministre chargé de l'Economie après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'offre au public ou d'admission aux négociations sur un marché réglementé, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux. Les deux derniers membres sont des représentants des intervenants de marché, choisis par le Ministre

<sup>1</sup> Art. L621-2-IV 1° CMF

<sup>2</sup> N.Rontchevsky, « L'installation de l'Autorité des Marchés Financiers », BJB, 01 mars 2004 No.2, p.147

<sup>3</sup> J.-J Daigre, « La création de l'Autorité des Marchés Financiers », Rev. Sociétés, 2003, p.823

<sup>4</sup> Art. L621-2-IV 1° à 4° al 2 CMF

chargé de l'Economie après consultation des organisations syndicales représentatives. Cet équilibre est respecté au sein de chaque section<sup>1</sup>.

185. Par ailleurs, depuis le décret du 21 novembre 2003, la Commission des sanctions se réunit sur convocation de son Président lorsqu'elle statue en formation plénière et sur convocation du Président de la section concernée dans les autres cas<sup>2</sup>. Elle ne peut délibérer qu'en présence de sept membres au moins lorsqu'elle statue en formation plénière, et de trois membres au moins lorsqu'elle statue en section ; en outre, un système de remplacement est mis en place afin de pallier les absences<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> « Lorsque la commission des sanctions constitue une section :

1° Elle en fixe la composition. Chaque section comprend un membre choisi parmi les personnes mentionnées au 1° du IV de l'article L. 621-2, un membre choisi parmi les personnes mentionnées au 2° du IV de l'article L. 621-2, trois membres choisis parmi les personnes mentionnées au 3° du IV de l'article L. 621-2 et un membre choisi parmi les personnes mentionnées au 4° du IV de l'article L. 621-2 ;

2° Elle désigne le Président de la section.

Cette décision est publiée au Journal officiel de la République française conformément à l'art. R621-6 CMF »

<sup>2</sup> Article R621-7 CMF :

« I.-La Commission des sanctions se réunit sur convocation de son Président lorsqu'elle statue en formation plénière, sur convocation du Président de la section concernée dans les autres cas. Elle ne peut délibérer qu'en présence de sept membres au moins lorsqu'elle statue en formation plénière, de trois membres au moins lorsqu'elle statue en section. Lorsque, en application de l'article L. 621-4, un membre ne prend pas part à la délibération d'une section, il est remplacé dans les conditions prévues au dernier alinéa du présent I.

En cas d'absence, le Président de la commission confie à l'un des autres membres relevant du 1° ou du 2° du IV de l'article L. 621-2 le soin de présider la séance de la formation plénière.

En cas d'absence, le Président d'une section peut être suppléé par le Président de l'autre section ou à défaut par un autre membre relevant du 1° ou du 2° du IV de l'article L. 621-2, auquel il confie le soin de présider la séance.

En cas d'absence d'un membre relevant de l'une des catégories de personnes mentionnées au 3° ou 4° du IV de l'article L. 621-2, le Président de la section peut demander à un membre de l'autre section, choisi dans la même catégorie de personnes, de le suppléer. En cas d'absence d'un autre membre, le Président de la section peut demander à un autre membre de l'autre section, choisi dans une des catégories de personnes mentionnées au 1° ou 2° du IV de l'article L. 621-2, de le suppléer.

II.-Tout membre de la commission des sanctions qui, hors le cas de force majeure constaté par le Président, n'a pas assisté à trois séances consécutives en est réputé démissionnaire d'office. Le Président de la commission des sanctions en informe le ministre chargé de l'économie. »

<sup>3</sup> Le décret No. 2003-1109 du 21 novembre 2003 relatif à l'Autorité des Marchés Financiers prévoyait initialement 4 membres au lieu de trois lorsque la commission statue en section, sans doute doit-on voir dans cette diminution du nombre de membres la volonté d'aboutir à un délibéré plus aisé.

## 2. La direction du Comité d'Etat de la Bourse

186. Cette direction repose sur une organisation pyramidale, avec le Président du Comité d'Etat de la Bourse<sup>1</sup> au sommet et les Vice-présidents en dessous. Le Président du Comité d'Etat de la Bourse est officiellement reconnu comme la personne qui dirige l'autorité de régulation des marchés vietnamiens, et il est responsable devant le Ministère des Finances et devant la Loi pour ce qui est du fonctionnement du Comité, tandis que les Vice-présidents sont responsables devant leur Président et devant la Loi en ce qui concerne le secteur et les tâches qui leur ont été délégués<sup>2</sup>.

187. On observe depuis la création du Comité d'Etat de la Bourse une variation du nombre de Vice-présidents. Si, dès le début de la création du Comité, les Vice-présidents comprenaient des personnes nommées par le Premier Ministre sans devoir préalablement appartenir à une administration, ainsi qu'un Vice-ministre du ministère de la planification et de l'investissement, un Vice-ministre du ministère de la Justice, un Vice-ministre du ministère des Finances et un Gouverneur de la Banque d'Etat du Vietnam affectés par le Premier Ministre à ces postes<sup>3</sup>, la Décision 112 est venu restreindre leur nombre , à savoir qu'ils ne peuvent plus être plus de trois. Ce texte revoit aussi leur mode de désignation qui dépend dorénavant du Ministre des Finances<sup>4</sup> en raison du transfert du CEB sous l'autorité du Ministère des Finances. A coté de la Direction, chaque gendarme financier, qu'il soit français ou vietnamien, dispose de services (B).

<sup>1</sup> M.Vu Bang est l'actuel Président du Comité de la Bourse, il fait suite au départ de M.Tran Xuan Ha, devenu Vice-ministre des Finances

<sup>2</sup> Art.4 Décision 112

<sup>3</sup> Ainsi, le premier Président du CEB était le Dr Le Van Chau et ses deux adjoints étaient Mrs Nguyen Duc Quang et Tran Xuan Ha ; les autres Vice-présidents étaient Mme Le Thi Bang Tam, Vice-ministre des Finances, M. Lai Quang Thuc, Vice-ministre du Plan et de l'Investissement, M. Nguyen Ngoc Hien, Vice-ministre de la Justice, et M. Le Duc Thuy, Conseiller du Gouverneur de la Banque d'Etat du Vietnam .

<sup>4</sup> Idem

## B. Les services

### 1. Les services de l'Autorité des Marchés Financiers

188. De prime abord, on relèvera la place importante du Secrétaire général<sup>1</sup>, qui assure la direction des services du gendarme de la Bourse française<sup>2</sup> et que la Loi de Sécurité Financière a doté de pouvoirs notables dignes d'un directeur général, titre qu'il aurait fallu lui donner selon l'opinion de certains auteurs<sup>3</sup>. En plus de décider de l'engagement des contrôles et de l'ouverture des enquêtes dont il veille au bon déroulement<sup>4</sup>, il a la possibilité de demander au Président du TGI de Paris d'ordonner les mesures d'urgence qui sont la mise sous séquestre de biens appartenant à un mis en cause ou la consignation d'une somme d'argent<sup>5</sup>. Il a également la faculté de demander au Collège de prendre des injonctions<sup>6</sup>.

189. Le Secrétaire général a autorité sur le personnel et exerce les compétences du chef d'entreprise pour l'application du code du travail. Il représente l'Autorité dans tous les actes de la vie civile, sauf pour la représentation en justice, auquel cas c'est le Président qui est compétent, Par ailleurs, il ordonne les recettes et les dépenses de l'AMF, et il est aussi habilité à transiger au nom de celle-ci dans les conditions énoncées aux articles 2044 à 2058 du Code civil. En outre, il peut procéder à une délégation de signature dans la limite de sa compétence et désigne les personnes habilitées à le représenter<sup>7</sup>. Il intervient également dans le

<sup>1</sup> Il s'agit actuellement de M. Thierry Francq

<sup>2</sup> Art. L.621-5-1 CMF

<sup>3</sup> N.Decoopman, « La mise en place de l'Autorité des Marchés Financiers- Décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 », JCP E, n°4, 2004-01-22, p.97, spéc. §10 &s ; également in JCP G , n°1-2, 2004-01-07, p.2

<sup>4</sup> Art.L 621-9-1 CMF

<sup>5</sup> Art.L621-13CMF

<sup>6</sup> Art.L621- 14-1 CMF

<sup>7</sup> Art.R621-11 CMF

cadre de la procédure de délégation de signature du Président<sup>1</sup>. Enfin il rend compte de sa gestion au collègue.

190. Quant aux services de l'AMF, ceux-ci ont conservé la qualification de services ou bien sont qualifiées de directions. Il en résulte que se trouvent placés sous l'autorité du Secrétaire général :

- la Direction des émetteurs qui assure, d'une part le suivi et le contrôle de l'information financière, d'autre part la recevabilité et le suivi des offres publiques ;
- la Direction des prestataires, de la gestion et de l'épargne ;
- la Direction de la régulation et des affaires internationales , chargée de la régulation de la gestion d'actifs, l'intermédiation et les infrastructures de marché, de la régulation de l'information et des opérations financières, des affaires internationales et de mener des études ;
- la Direction des enquêtes et de la surveillance des marchés ;
- la Direction de la gestion interne et des ressources humaines ;
- la Direction des affaires juridiques ;
- la Direction des affaires comptables ;
- le Service en charge du Collège et de la commission des sanctions ;
- le Service de l'instruction et du contentieux des sanctions ;
- le Service de la sûreté et des systèmes d'information ;
- le Service de la communication ;
- le Service du Contrôleur interne ;
- et le Service du Médiateur.

<sup>1</sup> Art. R621-9-II CMF

## 2. Les services du Comité d'Etat de la Bourse

191. Au Vietnam, il existe les services suivants<sup>1</sup> qui sont très proches de ceux de l'autorité de régulation financière française :

- le Département en charge de la gestion des émetteurs ;
- le Département en charge de la gestion des prestataires et des infrastructures de marché ;
- le Département en charge des organismes de placement collectifs ;
- le Département en charge du développement des marchés ;
- le Département en charge de la coopération internationale ;
- le Département en charge de la surveillance des marchés ;
- l'Inspection ;
- le Département administration et ressources humaines ;
- le Département chargé des affaires juridiques ;
- le Département finance ;
- le Département des technologies de l'information ;
- le Bureau qui est chargé de la communication principalement;
- le Centre des recherches scientifiques et de la formation ;
- et la Revue sur les instruments financiers.

<sup>1</sup> Art.3 Décret 112

Conclusion du chapitre

192. Que ce soit en France ou au Vietnam, l'installation de l'autorité régulatrice de la Bourse s'inscrit à chaque fois à un moment précis de l'histoire de ces pays, dans un contexte économique particulier. En effet, les régulateurs ont été mis en place car l'intervention d'une institution financière autonome était indispensable pour assainir le contexte boursier de l'époque et attirer des sources d'épargne en vue du développement national.

193. Derrière la notion d'épargne, dont la protection a été et est toujours la mission essentielle de chaque gendarme de la Bourse, se dévoile une grande diversité d'instruments financiers dont les sous-catégories sont identiques aussi bien en France qu'au Vietnam.

194. Le développement d'instruments financiers au Vietnam en s'inspirant des types déjà existants en France, ne pourra qu'être profitable au développement de ses marchés de capitaux eux-mêmes, surtout en ce qui concerne ses produits dérivés dont les dispositions actuelles sont trop lacunaires pour l'instant. Le Vietnam est en train de restructurer ses titres d'emprunt pouvant être offerts au public, de faciliter le développement des agences de notation de crédits pour ce faire, et les emprunts d'Etat en monnaie étrangère pourront, dans un avenir proche, être négociés sur les marchés domestiques. L'on ne peut qu'encourager le Vietnam à s'inspirer de la structure des emprunts d'état de la France, à l'instar de nombreux autres pays qui l'ont déjà fait dans le passé et dont le modèle sert de référence à l'organisation des dettes d'état de la zone euro de nos jours. De plus, la possibilité pour des émetteurs étrangers, d'offrir au public ou d'introduire en bourse leurs instruments financiers sur les places financières du Vietnam aura lieu dans un futur imminent.

195. Pour autant, cette situation n'enlève pas à l'intérêt des instruments financiers du marché boursier de ce pays d'Asie du Sud-est, loin de là. Les titres de créance des collectivités locales et surtout de l'Etat, qui constituent les principaux produits financiers à l'heure actuelle, demeurent intéressants en termes d'investissements en raison de leur nature -même<sup>1</sup>.

196. Les valeurs mobilières des entreprises publiques « actionnarisées » le sont également, l'actionnarisation ayant permis à celles qui ont été transformées en société par actions en raison de ce processus de passer du statut d'établissements déficitaires à celui de rapidement rentables pour la plupart. Il faut reconnaître que les nouvelles règles de gestion et l'intéressement des salariés à la vie de ces sociétés en devenant actionnaires contribuent à la réussite de l'actionnarisation.

197. Par ailleurs, en ce qui concerne les actions des sociétés privées, le marché hors côte, qui a été ouvert depuis récemment, constitue une nouvelle piste pour l'investissement. De plus, la stabilité politique du Vietnam plaide en faveur d'un investissement indirect étranger grandissant et plafonné à 49% pour les titres de capital des sociétés cotées et des sociétés faisant une offre au public, même s'il est déjà important dans ce pays<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Le pays a réalisé récemment sa deuxième émission obligataire sur les marchés internationaux, voir : « Le Vietnam lève un milliard USD dans une émission obligataire », in l'Echo de Belgique, 02 février 2010 et « Les obligations ne pèsent pas sur les dettes publiques », in Le Courrier du Vietnam, 03 février 2010

<sup>2</sup> Par exemple, « Prix Rông Vàng : les sociétés à participation étrangère à l'honneur », in Le Courrier du Vietnam, 26 janvier 2010

198. D'autre part, la fonction d'autorité qu'exerce autant le Comité d'Etat de la Bourse que l'Autorité des Marchés Financiers se manifeste sur le plan moral à travers leur capacité à élaborer et faire respecter la déontologie des marchés financiers, et si la France est particulièrement soucieuse de veiller à l'intégration des règles européennes en ce domaine, le Vietnam, quant à lui, accorde la prépondérance aux standards de l'ASEAN, tout en prêtant, pour l'un comme pour l'autre, une écoute attentive aux principes dégagés par l'OICV.

199. Il importe, de toutes les façons, d'encourager la participation grandissante des professionnels des marchés en ce domaine, que ce soit en France ou au Vietnam.

200. Sur le plan juridique, ces instances s'appuient sur les attributions étendues dont elles sont dotées afin de prendre des décisions qui seront respectées. Par ailleurs, la désignation des membres des gendarmes de la Bourse par des autorités publiques nationales en raison de leurs compétences propres résultant de leurs expériences ou de leur situation professionnelle participe aussi à l'« aura » d'autorité de l'AMF et du CEB.

201. Enfin, force est de constater que ceux-ci disposent de moyens considérables. D'un point de vue matériel, il s'agit de sources de financement propres essentiellement. Au niveau des ressources humaines, chaque régulateur est organisé sur le modèle d'une direction et de services.

202. L'organisation structurelle de l'Autorité des Marchés Financiers, bien davantage développée que celle du Comité d'Etat de la Bourse, est un bon exemple pour ce dernier qui est en cours de réforme, l'avenir nous dira comment celui-ci sera réorganisé, et notamment il sera sage de penser une structure qui évitera les errements passés du gendarme de la Bourse française en matière d'impartialité.

## **CHAPITRE 2. UNE REGULATION QUI REPOSE SUR L'UTILISATION PERMANENTE DE PREROGATIVES CONSIDERABLES.**

### **SECTION 1. LE POUVOIR DE CONTRÔLE.**

#### **Sous-section 1. Le contrôle de l'information financière et comptable**

203. Véritable pilier de soutènement dans le vaste édifice que représente le droit des marchés financiers, l'information a pour mérite de parvenir à garantir la sécurité des investisseurs tout en assurant une plus grande transparence de la part des intervenants sur le marché , tout particulièrement des entreprises vers lesquelles seront canalisés les capitaux et qui se doivent de donner toutes les informations nécessaires afin que les épargnants puissent prendre une décision éclairée.

204. En France, l'information dans le domaine boursier est si importante que le respect de celle-ci est érigé en mission de l'autorité de régulation depuis toujours. Dès ses origines, la COB, est instituée par l'Ordonnance de 1967 pour veiller «à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à l'appel public, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés »<sup>1</sup>. Plus encore, sa mission première est même de garantir l'information ainsi délivrée. Le Rapport au Président de la République qui précède l'Ordonnance de 1967 reconnaissait la nécessité « d'assurer la clarté et la sincérité des informations diffusées par les sociétés auprès du public, ainsi que d'organiser la publicité de certaines opérations de bourse (...) » ; aussi, «pour assurer le développement et surtout la garantie de l'information donnée aux

<sup>1</sup> Ordonnance n° 67-833 du 28 Septembre 1963 instituant une Commission des Opérations de Bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse.

porteurs de valeurs mobilières, il [était] institué une Commission des Opérations de Bourse ...».

205. De nos jours, l'importance de l'information reste d'actualité. En effet, l'article L621-1 CMF pose que le second rôle de l'AMF, après celui d'assurer la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations, est de veiller « à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers ».

206. A la lumière de l'ensemble de ces dispositions , il semble ressortir que si le « Gendarme de la Bourse », à ses débuts, a été créée dans le but de se concentrer en priorité sur la qualité de l'information divulguée par les sociétés, il lui a été rapidement confié dans les faits la tâche complexe de superviser et contrôler l'information délivrée par les différents acteurs financiers, lesquels, en outre, sont bien plus nombreux et diversifiés qu'autrefois.

207. Au Vietnam, il apparaît que la mission de veiller sur l'information dans le secteur des marchés financiers ne soit pas consacrée de la même façon qu'en France puisque appréhendée de manière globale par les textes. Le décret N° 75/CP de 1996<sup>1</sup>, affirme, en des termes plutôt laconiques, que le Comité d'Etat de la Bourse est une agence placée sous l'autorité du Gouvernement ayant pour tâche d'accomplir la gestion étatique et l'organisation des titres et des marchés boursiers, et donc, lui accorde les fonctions pleines et entières, mais aussi les devoirs et les pouvoirs d'une autorité de régulation boursière. Ainsi, dès ses débuts, cette autorité se retrouve chargée d'élaborer la réglementation applicable au marché boursier et de poser les conditions à l'émission et à la cotation des titres ainsi que les obligations d'information liées aux opérations de marché et aux des services financiers.

<sup>1</sup> Décret préc., v. supra

208. Sous le décret No. 90/2003/ND-CP<sup>1</sup>, qui a remplacé le décret 75, le Comité d'Etat de la Bourse conserve la mission générale qui lui est assignée jusque là, et il est précisé également qu'il est aussi en charge de fournir l'information, d'assurer la publicité et la formation dans le domaine des instruments financiers et des activités financières aux entités et aux individus.

209. Substitué en 2004 au décret 90 afin de continuer l'adaptation du rôle et des attributs du CEB au développement des marchés de capitaux, le décret 161/2004/QD-TTg<sup>2</sup> quant à lui, n'apporte pas de changements particuliers concernant la mission du CEB en matière d'information et il en est de même avec la Décision 63-2007-QD-TTg de 2007<sup>3</sup>. Cependant, comme en France, la diffusion de l'information est reconnue unanimement comme fondamentale, y compris par la doctrine<sup>4</sup> d'où l'élaboration de nombreux textes juridiques dans le domaine des marchés financiers depuis 1998.

210. L'information, au cœur des préoccupations du Législateur français dès la création de la COB, est pourtant une notion que ce dernier n'a jamais définie, ce qui pourrait paraître paradoxal. Le même constat se vérifie également au Vietnam. Bien que considéré comme marquant les prémices du développement de la Bourse vietnamienne, le décret 144/ND-CP/2003 du 28 novembre 2003 qui a remplacé le décret 48/ND-CP/1998, en créant un cadre juridique plus précis et mieux adapté, ne définit pas ce qu'est l'information à communiquer aux épargnants et relativement aux marchés. Son texte d'application, la circulaire 57/2004/TT-BTC ne fournit pas non plus d'explications sur cette notion.

<sup>1</sup> Décret No. 90/2003/ND-CP du 12 Août 2003 sur les attributions, les devoirs, les pouvoirs et l'organisation du Comité d'Etat de la Bourse.

<sup>2</sup> Art.1 et 2 Décision du Premier Ministre No. 161/2004/QD-TTg du 07 Septembre 2004 sur les attributions, les devoirs les pouvoirs et l'organisation du Comité d'Etat de la Bourse.

<sup>3</sup> Décision du Gouvernement No.63-2007-QD-TTg du 10 Mai 2007 sur les attributions, les devoirs, les pouvoirs et l'organisation du CEB place sous le Ministère des Finances

<sup>4</sup> Dien Son « L'information est une source de renseignement inestimable pour les investissements », Revue de placement en bourse, No 117, 03 /2002, p.18

211. Il en est de même pour les textes actuellement en vigueur : la Loi sur les instruments financiers<sup>1</sup>, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2007, ainsi que ses textes d'application, c'est-à-dire le décret 14 du 19 janvier 2007, la circulaire 17 du Ministère des Finances du 13 mars 2007 sur les demandes d'enregistrement des offres au public, la décision 13 du Ministre des Finances en date du 13 mars 2007 relative aux prospectus types, la circulaire ministérielle 09 du 15 janvier 2010 portant sur les informations communiquées sur les marchés financiers qui abroge la circulaire 38 du 18 avril 2007 pour une meilleure adéquation avec la demande des professionnels à davantage de transparence des règles dans le domaine<sup>2</sup>, mais aussi la Loi sur les Entreprises et les protocoles d'accession à l'OMC.

212. La technicité de la matière, à notre avis, explique que chaque législateur national ait préféré laisser le soin à l'autorité de régulation de déterminer le contenu de ces informations. Nonobstant, les déterminations nationales et internationale de ces informations met en exergue qu'elles sont de nature financière et comptable<sup>3</sup>. D'autre part, la doctrine a été amenée à se pencher sur ce concept, et pour notre part, nous avons choisi de prêter une attention particulière à la définition de Mr Tran Dac Sinh, selon laquelle « l'information communiquée est une notification aux investisseurs de tous renseignements relatifs aux activités de la société, qu'elle soit cotée ou non, de toutes indications sur la situation du marché (boursier) »<sup>4</sup>. C'est cette définition, étendue aux émetteurs, que nous retiendrons au sein de cette analyse.

<sup>1</sup> Dite aussi Loi Boursière ou Loi 70 : supra. introduction

<sup>2</sup> Circulaire 09-2010-TT-BTC- V. aussi : Vietnam Business Forum, " Meeting on Draft Circular on Disclosure in the Securities Market", 19 mars 2009, consultable sur son site web.

<sup>3</sup> On ne se réfère donc pas ici à la conception stricto sensu de l'information comptable et financière des art. 222-1 & s. RGAMF, laquelle est trop restrictive au regard de notre analyse

<sup>4</sup> Tran Dac Sinh, Sujet de recherche au niveau du Comité d'Etat de la Bourse (2002), « Renforcement et perfectionnement des activités de diffusion de l'information sur le marché boursier Vietnamien ».

213. Il convient de relever, au préalable, que l'information boursière du Vietnam n'est pas la seule à avoir connue des modifications récentes de son cadre juridique. On retiendra, au niveau français, les transformations issues de l'ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009<sup>1</sup> en vue de se conformer aux textes communautaires. La réforme-phare consiste en la disparition du concept d'appel public à l'épargne au profit des notions d'offre au public et d'admission aux négociations sur un marché réglementé. Loin d'être une révolution en droit des marchés financiers français, il s'agit en réalité d'un ajustement avec le droit européen puisque l'appel public à l'épargne comprenait déjà l'admission d'un instrument financiers aux négociations sur un marché réglementé, et « l'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement ». Ce dernier concept, est, en réalité, très proche de la notion d'offre au public actuelle qui l'intègre, cette dernière ayant été calquée sur celle européenne<sup>2</sup>.

214. Aux termes de l'art. L411-1 CMF tel qu'issu de sa nouvelle rédaction, l'offre au public de titres financiers<sup>3</sup> est constituée par deux types d'opérations :

- une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de

<sup>1</sup> Ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, JO du 23 janvier 2009. Pour plus de détails : Th. Bonneau, « Commentaire de l'ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, JCP E, 2009, 1165 ; B. Bréhier et H. Boucheta, « La réforme de l'appel public à l'épargne », JCP E, 2009, 1191 ; JJ Daigre et B. François, « Commentaire de l'ordonnance du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne », Rev. Soc. 1/2009, p.3 ; G. Notté, « Ordonnance n°2009-80 du 22 janvier relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière », JCP E 2009, act.47

<sup>2</sup> Art. 2, 1, d) de la Directive du Parlement Européen et du Conseil de l'UE n° 2003/71/CE, 4 nov. 2003 définissant l'offre au public, JOUE L345/64, 31 décembre 2003

<sup>3</sup> La référence aux titres financiers dans la Loi a conduit à des interrogations doctrinales mais celles-ci doivent être relativisées à l'aune de l'interprétation de la directive Prospectus et de la réalité des marchés financiers, lesquels impliquent que les contrats financiers ne peuvent être émis, donc ne peuvent à proprement parler être offerts au public. V. auteurs préc. relativement à l'ordonnance de 2009

manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ;

- un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers.

215. La conséquence directe de la disparition de l' appel public à l'épargne en France est la suppression du concept de société faisant appel public à l'épargne et il en résulte que l'émetteur qui procède à une offre au public n'a plus à exécuter certaines obligations permanentes , à l'inverse des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation organisé, ou sont les supports d'un contrat financier ou d'un titre financier admis aux négociations sur un marché réglementé .

216. Au Vietnam, l'offre au public de titres financiers se trouve aussi consacrée en droit positif, et est, somme toute, assez proche de l'offre au public française. Elle est décrite comme étant une offre de souscription de titres financiers prenant la forme d'une des opérations suivantes :

(a) Une offre faite au public par l'intermédiaire des médias de masse, Internet inclus ;

(b) Une offre à destination d'au moins 100 investisseurs identifiés, à l'exclusion des investisseurs institutionnels ;

(c) Une offre effectuée auprès d'un nombre indéfini d'investisseurs. »<sup>1</sup>

Deux grands blocs d'information diffusés par les émetteurs se dégagent au niveau boursier et structurent les développements suivants:

-- les informations préalables à une offre de souscription (§ 1),

-- et les informations postérieures à la cotation (§2).

<sup>1</sup> Art. 6-12 Loi sur les Instruments Financiers.

## §1. L'information diffusée préalablement à une offre de souscription

Faire une offre de souscription de titres financiers implique de respecter des règles générales applicables à l'ensemble des émetteurs (A), et seulement en cas de demande d'admission aux négociations, de certaines règles particulières en plus qu'on peut qualifier de spéciales (B).

### A. Règles générales

Tout émetteur est tenu de divulguer des informations au travers du prospectus, aussi il apparaît nécessaire de cerner ce qu'est le prospectus (1) et d'examiner le régime qui lui est applicable (2).

#### 1. Notion de prospectus

217. Le droit européen, qui participe à une harmonisation croissante des règles juridiques et financières sur le territoire des Etats membres a mis en exergue qu' « une grande diversité d'autorités compétentes dans les Etats membres, dotées de responsabilités divergentes, peut générer des coûts inutiles et des chevauchements de compétence sans créer de valeur ajoutée. Dans chaque Etat membre, une seule autorité compétente devrait être chargée d'approuver les prospectus et de pouvoir vérifier leur conformité avec la présente directive ... »<sup>1</sup>

218. En France, c'est l'AMF qui a la charge de définir les obligations d'information que les émetteurs doivent fournir dès lors qu'il y'a offre au public ou admission aux négociations. L'article L 621-7 CMF indique que son règlement général détermine les règles de pratique professionnelle qui s'imposent aux émetteurs lors d'une offre au public, ainsi qu'aux émetteurs dont les titres sont cotés sur un marché réglementé<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Considérant 37 de la directive 2003/71/CE appelée dans la pratique courante « directive prospectus».

<sup>2</sup> Le rôle de l'AMF. en ce domaine est réitéré à l'article L. 621 -7 VII.4° et à l'article L. 621 -7-1 CMF.

219. Au Vietnam, la compétence du CEB est reconnue également en matière d'offre au public : en vertu de l'article 13-1 de la Loi Boursière, l'émetteur qui fait une offre au public de ses titres doit être enregistré auprès du Comité d'État de la Bourse. Le respect de la publicité et de la transparence des opérations en bourse en vue d'assurer l'équité des acquisitions publiques d'actifs et la protection des actionnaires minoritaires justifient l'intervention du régulateur en ce domaine, conformément au droit et à la pratique internationale.

220. Les règles juridiques françaises applicables aux prospectus ont été harmonisées grâce au droit européen, et plus particulièrement par la directive 2003/71/CE. Issue de la fusion des directives 80/390/CEE de 1980<sup>1</sup> et 89/298/CEE de 1989<sup>2</sup>, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public ou en vue de l'admission à la négociation, qui a modifié la directive 2001/34/CE<sup>3</sup>, a été instaurée «pour garantir la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés conformément aux normes réglementaires exigeantes édictées par les enceintes internationales compétentes...»<sup>4</sup>, et principalement par l'OICV<sup>5</sup>. Ce texte offre une meilleure lisibilité du droit des marchés financiers au niveau européen, dans le domaine de l'information en ce qui concerne la préparation, le contenu du prospectus et sa diffusion au

<sup>1</sup> Directive 80 /390 /CEE du Conseil du 17 mars 1980 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs.

<sup>2</sup> Directive 89/298/CEE du Conseil du 17 août 1989 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières.

<sup>3</sup> Les dispositions de la directive 2001 /34/CE provenant de la directive 80/390/CEE, celle-ci se retrouve modifiée par la directive 2003/71/CE.

<sup>4</sup> Considérant 10 de la directive prospectus.

<sup>5</sup> Considérant 22 de la directive prospectus : « Au niveau international, les meilleures pratiques ont été reconnues, de manière à permettre la présentation d'offres transfrontières d'actions au public sur la base de jeu unique de normes de publicité élaborées par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Ces normes amélioreront non seulement l'information fournie aux marchés et aux investisseurs, mais simplifieront aussi les procédures que doivent appliquer les émetteurs de la Communauté européenne souhaitant faire appel public à l'épargne dans des pays tiers. La directive appelle aussi à l'adoption de normes de publicité adaptées à d'autres types de titres et d'émetteurs. »

sein de l'Union Européenne <sup>1</sup>; ses dispositions ont été transposées dans l'ordre juridique français le 1er juillet 2005, on les retrouve incorporées dans le Code Monétaire et Financier<sup>2</sup>.

221. Au niveau de la France, le CMF propose une définition complète du prospectus, le document visé par l'Autorité des Marchés Financiers contenant « toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des titres financiers qui font l'objet de l'offre au public ou en attente d'admission aux négociations sur un marché réglementé , sont nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels des instruments financiers concernées, ainsi que les droits attachés à ces instruments et leurs conditions d'émission <sup>3</sup>».

222. Au Vietnam, le prospectus est un document en version papier ou électronique qui porte à la connaissance du public des informations pertinentes, exactes et objectives concernant l'offre au public ou la cotation des titres financiers d'un émetteur<sup>4</sup>.

223. En conséquence, le prospectus est destiné à fournir des informations suffisantes et fiables afin que l'investisseur prenne une décision éclairée. L'objectif de protection de l'investisseur qui doit être concilié avec celui de bon fonctionnement du marché motive comme toujours l'adoption d'une telle définition. Comme au Vietnam, le dépôt

<sup>1</sup> Ce texte précise que l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas à un certain nombre de titres articles 3 et 4. Le droit des marchés financiers vietnamien prévoit lui aussi un certain nombre d'exceptions

<sup>2</sup> La transposition de la directive prospectus en droit français a été rendue possible par le biais de la loi Breton No. 2005-842 pour la confiance et la modernisation de l'économie du 26 juillet 2005, dite « Loi Breton »

<sup>3</sup> Art.212-7, al.1 Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers

<sup>4</sup> Art. 6-16 de la loi sur les instruments financiers.

du prospectus doit être accompagné de la remise à l'autorité de régulation d'une documentation nécessaire à l'instruction du dossier (2).

## 2. Régime applicable au prospectus

Comment est-il établi le prospectus ? A quelles conditions est-il approuvé par le régulateur et qu'en est-il de sa diffusion ? Ce sont ces interrogations qui guident les réflexions exposées ci-après (a) (b) (c).

### a. Etablissement du prospectus

224. Grâce à la directive 2003/ 71/CE selon laquelle « le contenu d'un prospectus de base devrait tenir compte de la souplesse nécessaire en ce qui concerne les informations à fournir sur les valeurs mobilières »<sup>1</sup>, deux modèles de prospectus, qui diffèrent selon le capital à émettre, ont été mis en place en droit français<sup>2</sup>.

225. Le prospectus se compose d'un document unique ou de plusieurs documents distincts<sup>3</sup>. Dans le dernier cas, ce sont alors :

- le document de référence, ou un document de base en vue de la première admission de titres de capital, qui comprend les informations sur l'émetteur<sup>4</sup> ;

<sup>1</sup> Considérant 24 de la directive prospectus.

<sup>2</sup> Art.212-9 Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers

<sup>3</sup> Art. 212-9 RGAMF

<sup>4</sup> L'article 212-23 RGAMF apporte quelques précisions supplémentaires intéressantes :  
« 1° En vue de la première admission des titres mentionnés au 1° du I de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé mentionné à l'article 525-1, l'émetteur est autorisé à établir un document de base.» Sur la procédure de dépôt, d'enregistrement et de diffusion du document de base, cf. 2° à 5°, id.  
Adde 6° ibid. : « En vue de l'admission des instruments financiers, l'émetteur dépose un projet de note relative aux instruments financiers au plus tard cinq jours de négociation avant la date prévue d'obtention du visa demandé pour cette opération.  
Lorsqu'un changement important ou un fait nouveau susceptible d'affecter l'évaluation des investisseurs survient après l'enregistrement du document de base, la note relative aux instruments financiers fournit les informations qui devraient normalement figurer dans le document de base. »

- la note relative aux instruments financiers qui mentionne les informations complètes sur les titres intéressés par l'opération financière;
- et « le résumé » qui expose les principales caractéristiques de l'émetteur, celles des garants éventuels et celles des instruments financiers qui font l'objet de l'opération, et également les principaux risques présentés par l'émetteur, les garants éventuels et les instruments financiers concernés ; il synthétise donc brièvement<sup>1</sup> et d'un langage non technique le document d'enregistrement et la note en vue d'une meilleure compréhension pour l'épargnant.

226. Selon l'article 212-6, un projet de prospectus est déposé à l'AMF par les personnes ou entités mentionnées à l'article 211-1 ou par toute personne agissant pour le compte desdites personnes ou entités, avec d'autres documents déterminés par une instruction AMF.

227. Au Vietnam, le prospectus doit satisfaire aux conditions générales posées par l'article 15 de la loi 70, lesquels portent sur l'organisation, l'évolution des activités de l'émetteur, sa situation financière, ainsi que sur l'opération projetée, comme en droit français.

228. Le prospectus vietnamien, dès lors que l'offre au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé concerne des titres financiers, doit contenir :

- des informations synthétisées sur l'émetteur, avec impérativement celles sur l'organisation de sa direction, ses activités, son patrimoine et sa situation financière, des informations sur le conseil de direction ou le conseil de surveillance ou le propriétaire de la société, sur le directeur ou le directeur général, le directeur adjoint ou le directeur adjoint général et sur la structure des actionnaires ;

<sup>1</sup> En 2500 mots au maximum.

-des informations sur l'opération et les instruments financiers, y compris les conditions de l'offre de souscription, les facteurs de risque, le plan projeté concernant les bénéfices et les dividendes de l'année qui suit l'émission, le plan d'émission et le plan d'affectation des capitaux à lever ;

-ainsi que le bilan financier de la société.

229. Quand l'offre au public ou l'admission de titres financiers aux négociations sur le marché réglementé porte sur des parts des fonds de placement, le prospectus expose :

-le type et l'importance du fond de placement ;

-les objectifs du placement, la stratégie de placement, les méthodes et les règles d'investissement, les restrictions relatives au placement, et les facteurs de risque susceptibles d'affecter le fond de placement ;

- une synthèse sur le projet de statuts du fond de placement,

- le plan d'émission des parts des fonds de placement et les informations devant permettre à l'investisseur d'effectuer ses placements en toute connaissance de cause ;

- une synthèse sur les rapports entre la société de placement et la banque dépositaire.

Le prospectus doit être signé par le président du conseil de direction ou le président du conseil de surveillance ou le président de la société, par le directeur général et le représentant légal du gérant. Le directeur financier ou le comptable doit également apposer sa signature lorsque les titres concernés sont des titres de capital ou des titres de créance<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Art. 15-3 loi sur les instruments financiers.

230. Dans tous les cas, il convient de se référer à la décision 13/2007/QD-BTC du Ministère des Finances pour connaître la liste exhaustive des informations demandées, comme le précise la Loi sur les Instruments Financiers. La circulaire pose différents modèles de prospectus applicables en fonction de la nature de l'offre de souscription: offre au public de titres de capital<sup>1</sup>, offre au public de titres d'emprunt<sup>2</sup>, offre au public de parts de fonds de placement<sup>3</sup>, offre au public d'actions de sociétés d'investissement<sup>4</sup>.

231. Le prospectus est à fournir au régulateur vietnamien avec d'autres documents afin de constituer le « dossier de demande d'enregistrement de l'offre au public. Ces documents sont nécessairement le formulaire de demande d'enregistrement de l'opération, les statuts de l'émetteur/ le projet de statuts dans le cas du fond de placement, les décisions d'approbation et la garantie de l'émetteur<sup>5</sup>.

232. De plus, en présence d'une offre au public ou d'une admission aux négociations concernant des fonds de placement, le contrat de garde entre la banque dépositaire et la société de gestion de fonds doit toujours être porté au dossier

<sup>1</sup> Annexe 1 de la décision 13.

<sup>2</sup> Annexe 2 *ibid.*

<sup>3</sup> Annexe 4 *idem*

<sup>4</sup> Annexe 5 *id.*

<sup>5</sup> Art. 14 -3-(d) loi sur les instruments financiers.

233. Tout en reprenant les conditions posées par la loi boursière, la circulaire 17 du Ministère des Finances du 13 mars 2007 détaille les pièces constituant le dossier de demande d'enregistrement ; celles-ci diffèrent sensiblement selon les différents cas d'offre au public ou d'introduction en bourse prévus par ladite circulaire<sup>1</sup>.

b. Approbation du prospectus

234. L'article 13 de la directive prospectus affirme que :

-« [l'autorité] compétente notifie, selon le cas, à l'émetteur, à l'offreur ou à la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé sa décision concernant l'approbation du prospectus, dans les dix jours ouvrables qui suivent la présentation du projet de prospectus » ;

- « Si l'autorité compétente omet de se prononcer sur le prospectus dans le délai fixé par le présent paragraphe et par le paragraphe 3, ceci n'est pas considéré comme une approbation du prospectus » ;

- « Le délai fixé au paragraphe 2 est porté à vingt jours ouvrables si l'offre publique porte sur des valeurs mobilières émises par un émetteur

<sup>1</sup> Lorsque l'offre au public intéresse des titres de capital, cinq hypothèses sont prévues :

- l'enregistrement de l'offre au public sur des actions (II-1),
  - l'enregistrement de l'offre au public initial de l'entreprise à capitaux étrangers en cours de conversion en société par actions (II-2.1),
  - l'enregistrement de l'offre au public initial de l'entreprise à capitaux étrangers qui a déjà adopté la forme de la société par actions (II-2.2),
  - l'enregistrement de l'offre au public d'une société établie dans le domaine des infrastructures ou des technologies de pointe (II-3),
  - l'enregistrement de l'augmentation de capital à l'aide d'actions, ou de l'offre au public sur des droits d'achat d'actions, ou de l'augmentation de capital via des actions avec droit d'achat par une société (II-4).
- La circulaire envisage trois cas d'enregistrement d'offre au public sur des titres de créance(III), et quatre sur des fonds de placement (IV).
- Il en découle que, pour l'enregistrement de l'offre au public faite sur des actions ordinaires, le dossier sera constitué des documents suivants :
- le formulaire de demande d'enregistrement ;
  - le prospectus,
  - les statuts de la société,
  - le procès-verbal d'assemblée générale qui approuve le plan d'émission et le plan d'utilisation des capitaux,
  - le formulaire d'engagement du garant,
  - la décision du conseil de direction approuvant la demande.

dont aucune valeur mobilière n'a encore été admise à la négociation sur un marché réglementé et qui n'a pas encore offert des valeurs mobilières au public » ;

- « Si l'autorité compétente estime, pour des motifs raisonnables, que les documents qui lui sont soumis sont incomplets ou qu'un complément d'information est nécessaire, les délais prévus aux paragraphes 2 et 3 ne courent qu'à partir de la date à laquelle les informations sont fournies par l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation » ;

- Et en cas où les documents sont incomplets, l'autorité compétente est tenue d'en informer l'émetteur, pour les cas visés au paragraphe 2, dans les dix jours ouvrables qui suivent l'introduction de la demande... »

235. La France a bien pris en compte ces exigences européennes dont on trouve la marque dans le code monétaire et financier à travers plusieurs dispositions. Ainsi, le délai de principe pour que le Gendarme de la Bourse examine le prospectus est de 10 jours à partir du moment où le dossier fourni est complet ; il est même ramené à 5 jours si l'émetteur a déjà fait une offre au public de ses titres financiers ou en a demandé la cotation, ce qui est une belle démonstration de rapidité<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Article 212-21 Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers,

« Le dépôt du projet de prospectus doit être accompagné de la remise à l'AMF d'une documentation nécessaire à l'instruction du dossier et dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF.

Si le dossier est incomplet, l'AMF en informe la personne ayant déposé le projet de prospectus dans les dix jours de négociation qui suivent le dépôt du projet de prospectus. Dès lors que le dossier est complet, l'AMF adresse, dans le même délai, un avis de dépôt à l'émetteur, qui peut, le cas échéant, prendre la forme d'un avis de réception.

L'AMF notifie son visa dans les dix jours de négociation qui suivent la délivrance de l'avis de dépôt ou, le cas échéant, de l'avis de réception.

En vue d'une offre au public ou d'une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé, lorsque l'émetteur a établi un document de référence enregistré conformément à l'article 212-13, il dépose, dans les conditions précisées par une instruction de l'AMF, une note relative aux instruments financiers au plus tard cinq jours de négociation avant la date projetée d'obtention du visa demandé pour cette offre au public ou admission.

Au cours de l'instruction du dossier, lorsque l'AMF indique que les documents sont incomplets ou que des informations complémentaires doivent y être insérées, les délais mentionnés aux troisième et quatrième alinéas ne courent qu'à partir de la réception par l'AMF des compléments d'information. »

236. Lorsque l'AMF analyse une offre au public initiale ou une première admission aux négociations sur un marché réglementé, elle dispose d'un délai de 20 jours pour émettre le visa, conformément à son Règlement général qui informe que :« Dès lors que le dossier est complet, l'AMF adresse un avis de dépôt. L'AMF notifie son visa dans les vingt jours de négociation qui suivent la délivrance de l'avis de dépôt. Au cours de l'instruction du dossier, lorsque l'AMF indique que les documents sont incomplets ou que des informations complémentaires doivent y être insérées, le délai mentionné au quatrième alinéa ne court qu'à partir de la réception par l'AMF des compléments d'information.»<sup>1</sup>

237. Au Vietnam, le Comité d'Etat de la Bourse, quant à lui, dispose d'un délai de trente jours à compter de la date de réception de la demande complète pour se prononcer et émettre le visa qui sera la confirmation écrite que la demande d'offre au public ou de cotation satisfait à toutes les conditions et procédures stipulées par la Loi conformément à l'art. 20- 1 et 20-2 de la loi sur les instruments financiers. Ce délai, à notre sens, est trop long et devrait être réduit en raison de la rapidité des événements qui affectent les marchés de capitaux, et en raison de l'importance des flux financiers sur ces derniers.

238. Au vu des éléments fournis, l'AMF comme le CEB statuent. Chacun délivre un visa en cas d'approbation mais n'est nullement responsable des informations contenues dans les prospectus car ils peuvent vérifier seulement la légalité formelle de ce document<sup>2</sup>. Depuis la transposition de la directive prospectus sur le territoire français, par le biais du « passeport unique pour les émetteurs », le prospectus

<sup>1</sup> Article 212-22 RGAMF, lequel apporte aussi les précisions suivantes: « L'article 212-21 ne s'applique pas en cas de première offre au public ou de première admission aux négociations sur un marché réglementé, et insiste sur la nécessité que l'émetteur joigne au projet de prospectus la documentation nécessaire à l'instruction du dossier en respectant l'instruction de l'AMF.

<sup>2</sup> Il est d'ailleurs clairement indiqué sur la première page de chaque prospectus type contenus dans la décision 13/2007/QD-BTC du 13.03.2007 que le fait que le Comité d'Etat de la Bourse délivre le visa signifie que cette délivrance du visa a eu lieu conformément à la Loi et ne garantit en rien la valeur des instruments financiers concernés, toute annonce dans le sens contraire étant illégale.

approuvé a une validité reconnue dans tous les autres Etats membres de l'Union Européenne, ce qui est une grande avancée dans le processus de reconnaissance mutuelle dont on attendait l'application effective depuis bon nombre d'années. Au Vietnam, la reconnaissance mutuelle de prospectus avec d'autres pays de l'ASEAN n'existe pas pour l'instant.

c. Diffusion du prospectus

239. Ainsi que le précise l'art. 212-26 RG qui reprend les termes de l'art. 14-1 de la directive 2003/71/CE<sup>1</sup>, le prospectus doit être publié pour l'émetteur tout en étant à la disposition du public dans un délai raisonnable avant le début ou au plus tard au début de l'opération, et dans le cas d'une introduction en bourse, le prospectus doit disponible au moins six jours ouvrables avant la clôture de l'admission aux négociations sur le marché réglementé.

<sup>1</sup> Article 14 directive prospectus :

« 1. Une fois approuvé, le prospectus est déposé auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine et mis à la disposition du public par l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé, le plus tôt possible et, en tout cas, dans un délai raisonnable avant le début ou au plus tard au début de l'offre au public ou de l'admission à la négociation des valeurs mobilières concernées. En outre, dans le cas d'une première offre au public d'une catégorie d'actions non encore admises à la négociation sur un marché réglementé et qui doit l'être pour la première fois, le prospectus est disponible au moins six jours ouvrables avant la clôture de l'offre. »

240. Inspiré de l'art 14-2 de la directive prospectus, l'art. 212-27 RG révèle dans une formulation assez complexe que le prospectus est impérativement porté à la connaissance du public via une publication dans la presse écrite, ainsi que par une mise à disposition gratuite au siège de l'émetteur ou de l'entreprise de marché, et une mise en ligne sur le site internet de l'émetteur ou sur celui du marché réglementé, ou bien sur celui des intermédiaires financiers concernés par l'opération<sup>1</sup>.

241. Du côté vietnamien, l'émetteur doit publier, dans les sept jours qui suivent l'homologation du certificat, une annonce qui doit respecter la forme standard imposée par la Circulaire 17/2007/TT-BTC dans trois journaux consécutifs, qu'ils soient en version papier ou électronique, et les valeurs mobilières seront offertes seulement après que cette annonce ait été posée.

B. Règles spéciales concernant l'information diffusée avant l'admission aux négociations sur un marché réglementé.

242. Lorsqu'il y a admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé ; c'est l'entreprise de marché qui occupe alors le devant de la scène, le régulateur n'ayant qu'un rôle secondaire, ainsi que nous pourrions le constater dans les propos qui vont suivre.

<sup>1</sup> Article 212-27 RGAMF :

« I. - Le prospectus doit faire l'objet d'une diffusion effective sous l'une des formes suivantes :

1° Publication dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale ou à large diffusion ;

2° Mise à disposition gratuitement au siège de l'émetteur ou auprès de l'entreprise gérant le marché sur lequel les titres financiers sont admis aux négociations et auprès des intermédiaires financiers qui placent ou négocient les titres concernés, y compris ceux chargés du service financier des titres financiers ;

3° Mise en ligne sur le site de l'émetteur et, le cas échéant, sur celui des intermédiaires financiers qui placent ou négocient les titres concernés, y compris ceux chargés du service financier des titres financiers ;

4° Mise en ligne sur le site du marché réglementé où l'admission aux négociations est sollicitée.

II. - Les émetteurs publiant leur prospectus selon l'une des modalités mentionnées au 1° ou au 2° du I doivent également le publier sur leur site.  
Les émetteurs publiant leur prospectus selon l'une des modalités mentionnées aux 2° à 4° du I doivent également publier le résumé du prospectus selon les mêmes modalités qu'au 1° du I ou un communiqué, diffusé « selon les modalités fixées à l'article 221-3 », qui précise les modalités de mise à disposition du prospectus.

III. - Lorsque le prospectus est diffusé selon l'une des modalités prévues au 3° ou au 4° du I, une copie du prospectus doit être adressée sans frais à toute personne qui en fait la demande.

IV. - La version électronique du prospectus doit être envoyée à l'AMF aux fins de mise en ligne sur son site.

243. En effet, au niveau de la France, l'émetteur, tenu de démontrer qu'il est titulaire d'un capital minimal requis comme l'émetteur vietnamien, doit d'abord déposer un dossier d'admission et celui-ci comprend toujours :

- une documentation qui apporte des informations générales, à savoir la lettre de demande d'admission, et le contrat de placement ;

- une documentation relative à la situation financière de l'entreprise qui va mettre en exergue sa santé financière (états financiers établis aux normes IFRS ou aux normes comptables du pays où la société a son siège, comptes sociaux consolidés révélant 2/3 ans d'historiques antérieurement à la demande d'introduction en bourse, rapport du Commissaire aux Comptes) ;

- une documentation qui renseigne sur la situation juridique de l'entreprise au sein de laquelle la présence des statuts est impérative ;

- le procès-verbal d'assemblée générale ;

-ainsi que le prospectus tel que mis en place suite à la directive prospectus de 2003<sup>1</sup>.

244. C'est à la lumière de ces éléments que l'entreprise de marché, en l'occurrence Euronext Paris, se prononce sur l'acceptation ou le refus quant à l'admission de ces titres financiers à la négociation sur un marché réglementé. Son acceptation vaut reconnaissance que les règles ont été respectées.

245. En Droit Vietnamien, on retrouve la même variation formelle du dossier de demande d'admission. Tout émetteur doit au préalable déposer, soit auprès de la place boursière de Ho Chi Minh Ville, soit

<sup>1</sup> V. le site de NYSE Euronext : [www.euronext.fr](http://www.euronext.fr), rubriques « NYSE Euronext » et « NYSE Alternext »

auprès de la place financière de Hanoi, ledit dossier. Ce dernier devra comprendre les documents suivants :

- (a) la demande d'enregistrement de cotation des actions ;
- (b) la décision de l'assemblée générale d'introduire en bourse la société;
- (c) le registre des actionnaires de la société actualisé au mois précédant la date de dépôt de la demande d'enregistrement;
- (d) le prospectus de l'offre publique tel que décrit à l'article 15 de la Loi sur les instruments financiers <sup>1</sup>;
- (đ) un engagement des actionnaires, des membres du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, du directeur général, du directeur général adjoint et du chef comptable de la société de conserver la totalité de leurs actions dans la société conformément aux conditions mentionnées aux articles 9.1 (d) et 8.1 (đ) du Décret 14 ;
- (e) le contrat de consultation que la société a conclu avec un conseil pour l'introduction en bourse (le cas échéant)<sup>2</sup> ;
- (g) le certificat émis par une banque dépositaire des actions confirmant l'enregistrement par la société du dépôt de ses titres.<sup>3</sup>

246. Les « Stock Exchange » du Vietnam sont les autorités en charge d'examiner, d'approuver ou refuser le dossier, dans un délai de 30 jours à compter de la date de dépôt du dossier valide et complet et ainsi approuvent ou refusent la cotation des titres. Ce délai garanti de trente jours en toutes circonstances mérite d'être souligné, Euronext Paris SA

<sup>1</sup> V. supra sur l'établissement du prospectus, n°223 & s.

<sup>2</sup> Tel est le cas de la société à capitaux étrangers : cf. art. 4-2-C du Décret 14.

<sup>3</sup> Article 10 Décret 14.

prenant sa décision dans un délai maximal de quatre-vingt-dix jours quand il s'agit de premières admissions sur le marché et dans un délai de trente jours dans les autres cas. Dans l'hypothèse où la demande de la société serait rejetée, l'autorité concernée devra motiver son refus.

247. En tant qu'autorités régulatrices, l'AMF et le CEB sont néanmoins titulaires du droit d'interdire une opération, et c'est une prérogative qui n'est pas des moindres, même si l'autorité de régulation financière de France a connu une diminution de ses pouvoirs en ce domaine. Auparavant, le dossier d'admission à la négociation devait être déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers et concomitamment auprès d'Euronext de manière impérative ou auprès d'Alternext de manière facultative. L'autorité de régulation française disposait alors de 5 jours à compter de la réception de la saisine de l'entreprise de marché pour notifier son opposition à celle-ci<sup>1</sup>.

248. Ainsi, elle avait la faculté de s'opposer à l'admission des instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé lorsqu'elle considérait que celle-ci faisait courir des risques incompatibles avec l'intérêt des investisseurs et l'intégrité des marchés » ( ancien art. 214-3 CMF) ; elle s'opposait aussi à l'admission aux négociations des instruments financiers autres que les instruments financiers à terme quand les états financiers présentaient des lacunes graves, quand les contrôleurs légaux de l'émetteur avaient manqué de diligence ou n'avaient manifestement pas fait preuve d'indépendance ou bien lorsque, pendant l'année précédant l'admission, ces instruments avaient fait l'objet d'opérations au profit de personnes indûment

---

<sup>1</sup> Ancien art. 214-5 CMF :

« L'opposition motivée de l'AMF est notifiée à l'entreprise de marché dans un délai de cinq jours de négociation à compter de la date de réception de la saisine. »

privilégiées dans les conditions que ce régulateur a lui-même défini ( art. 214-4 CMF)<sup>1</sup>.

249. Des nouveaux articles L. 421-14 et L. 421-15 ont été insérés en raison de l'adoption de l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 afin de se conformer à la Directive européenne 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers<sup>2</sup>. Ils conditionnent leur admission et leur radiation à la faculté décisionnelle de l'entreprise de marché et ne mentionnent nullement le droit d'opposition de l'Autorité des Marchés Financiers. L'apparition de ces nouvelles dispositions s'est accompagnée de l'abrogation des art. 214-3 à 214-5 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, mais également d'un droit automatique pour le gendarme de la bourse français d'être informé préalablement à l'admission aux négociations par l'entreprise de marché<sup>3</sup>, ce qui lui permet uniquement d'interdire une opération quand il « constate qu' un projet d'admission aux négociations sur un marché réglementé est contraire aux dispositions législatives ou réglementaires qui lui sont applicables<sup>4</sup> »

<sup>1</sup> Ancien art. 214-3 CMF :

« L'AMF s'oppose à l'admission des instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé lorsqu'elle considère que celle-ci fait courir des risques incompatibles avec l'intérêt des investisseurs et l'intégrité des marchés.

Elle s'oppose pour les mêmes motifs à leur radiation.

L'AMF s'oppose, dans les mêmes conditions, à la modification substantielle des caractéristiques des instruments financiers à terme admis aux négociations. »

Article 214-4 CMF :

« L'AMF s'oppose à l'admission aux négociations des instruments financiers autres que les instruments financiers à terme lorsqu'elle estime, au regard des dispositions législatives et réglementaires et des normes professionnelles applicables aux contrôleurs légaux des comptes, que les états financiers présentent des lacunes graves, que les diligences effectuées par les contrôleurs légaux de l'émetteur sont insuffisantes ou que le défaut d'indépendance de ces derniers est manifeste.

Elle s'oppose également à leur admission aux négociations lorsque, pendant l'année précédant l'admission, ces instruments ont fait l'objet d'opérations au profit de personnes qui seraient indûment privilégiées dans les conditions fixées par une instruction de l'AMF. »

<sup>2</sup> Transposition au 1<sup>er</sup> nov. 2007

<sup>3</sup> Art. 214-3 Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers ; même droit à l'information en matière de radiation et de suspension :art. L421-15, III

<sup>4</sup> Art. L621-8-1, II CMF, qui vise aussi l'interdiction de l'opération par l'Autorité des Marchés Financiers « lorsqu' elle a des motifs raisonnables de soupçonner qu'une émission ou une cession est contraire aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables ». Adde art. 214-2 RGAMF

§2. L'information diffusée postérieurement à la cotation

250. Au niveau européen, plusieurs textes ont joué un rôle considérable dans l'intégration et l'harmonisation du marché des services financiers, notamment en matière d'informations communiquées par les émetteurs dont les titres ont fait l'objet d'une « cotation ». Parmi eux, la directive n°82/121 du 15 février 2002 relative à l'information périodique à publier par les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs fait figure d'incontournable d'un point de vue historique. En effet, celle-ci est remarquable dans le sens où elle a posé pour la première fois l'obligation pour toutes les entreprises dont les titres sont cotés d'établir un rapport récapitulatif de l'activité des six premiers mois de l'exercice alors qu'il existait seulement jusque là l'obligation d'établir un rapport annuel pour les membres de l'espace communautaire.

251. Plus proche de nous dans le temps, la directive 2004/109/CE et la directive 2007/14/CE<sup>1</sup> imposent des obligations d'information plus précises à ce propos aux émetteurs de titres financiers admis à la négociation sur un marché réglementé. En particulier, les exigences relativement aux déclarations des dirigeants de chaque entité émettrice concernée se trouvent accrues dans l'optique de renforcer la transparence des marchés financiers et de garantir un niveau élevé de protection des investisseurs.

252. En France, ces informations sont régies en plus par le code de commerce, principalement au travers des dispositions de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966<sup>2</sup>, ainsi que le Règlement général de l'AMF. Au

<sup>1</sup> Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil, du 15 décembre 2004, concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, dite « directive transparence ». Si la version en langue française traite des « valeurs mobilières », la version anglo-saxonne, quant à elle, recourt au terme de « securities » pour désigner les instruments financiers réglementés par le Droit européen, ce qui correspond dès lors à la notion de titres financiers, et cela est d'ailleurs conforme à la conception vietnamienne en droit des marchés financiers.

<sup>2</sup> Dispositions toutefois abrogées en matière d'information financière

Vietnam, ce sont la Loi sur les Instruments Financiers d et la Circulaire 09 du 15 janvier 2010 qui sont applicables en la matière<sup>1</sup>.

253. Ainsi, dans tous les cas, les émetteurs dont les instruments financiers ont été introduits en bourse sont tenus de communiquer des informations déterminées et classables en deux catégories : ce sont, effectivement, d'une part des informations à divulguer obligatoirement (A), d'autre part des informations délivrées sur demande (B).

#### A. Les obligations d'information

Ce sont des données transmises par les émetteurs, soit de manière périodique (A), soit de manière continue (B).

##### 1. L'information périodique

254. Tout émetteur dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé est astreint à la communication d'informations fournies régulièrement, et le rapport financier annuel, qui favorise la comparaison d'une année sur l'autre de la santé financière de l'émetteur, demeure particulièrement important<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Au Vietnam, il est clairement indiqué qu'il doit être fourni par toutes les entités faisant une offre au public de leurs instruments financiers ou qui les négocient sur un marché réglementé, les organismes de placement collectif, et les entreprises d'investissement.

255. Du côté de la France, outre le fait que les émetteurs concernés par l'élaboration de ce rapport sont ceux dont les titres de capital/ les titres de créance d'une valeur nominale de moins de 1000 euros sont admis aux négociations sur l'Espace économique européen et régulés par le Gendarme des marchés financiers français, ce rapport est un document délivré au plus tard quatre mois après la fin de chaque exercice<sup>1</sup>. Il comporte des données comptables, c'est-à-dire les comptes sociaux annuels et les comptes consolidés certifiés, auxquels s'ajoutent le document relatif à l'affectation des résultats, mais également la déclaration des dirigeants expressément responsables depuis 2007<sup>2</sup>.

256. Au niveau vietnamien, le rapport financier annuel<sup>3</sup> présente un contenu similaire au rapport français ; l'art.16 de la Loi sur les Instruments Financiers<sup>4</sup> et la section II de la Circulaire 09<sup>5</sup> en précisent les caractères et les éléments constitutifs. Sa délivrance, est un peu plus rapide qu'en France : sa rédaction doit être achevée au plus tard dans les 90 jours qui suivent la fin de l'exercice annuel et cette information doit

<sup>1</sup> Art. L451-1-2, I CMF, lequel est précisé par art.222-1 RGAMF.

Art. L451-1-2 –I :

« Les émetteurs français dont des titres de capital, ou des titres de créance dont la valeur nominale est inférieure à 1 000 euros et qui ne sont pas des instruments du marché monétaire, au sens de la directive 2004/39/CE du Parlement et du Conseil, du 21 avril 2004, précitée, dont l'échéance est inférieure à douze mois, sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, publient et déposent auprès de l'Autorité des marchés financiers un rapport financier annuel dans les quatre mois qui suivent la clôture de leur exercice.

Ce rapport financier annuel est tenu à la disposition du public pendant cinq ans, selon des modalités prévues par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Il comprend les comptes annuels, les comptes consolidés le cas échéant, un rapport de gestion, une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité de ces documents et le rapport des commissaires aux comptes ou des contrôleurs légaux ou statutaires sur les comptes précités. »

<sup>2</sup> Art. CMF préc. Adde art. 222-3 RGAMF. Sur l'éventuelle dispense de publication du rapport financier annuel en présence du document de référence, et sur l'usage possible du rapport financier annuel ou du document de référence comme rapport annuel : Autorité des Marchés Financiers, Questions-réponses sur les obligations d'information financière des sociétés cotées sur Euronext Paris, publié le 14 février 2007 et modifié le 03 octobre 2008

<sup>3</sup> Fournir la version anglaise en sus de celle en vietnamien est préférable

<sup>4</sup> Clauses 1 et 2

<sup>5</sup> Article 1 dans tous les cas, aussi bien pour les émetteurs faisant une offre au public que ceux connaissant une admission à la cotation de leurs titres financiers

être diffusée dans les 10 jours à compter de l'accomplissement de l'audit des états financiers annuels<sup>1</sup>.

257. Au surplus, tous les émetteurs dont les instruments financiers relèvent de la compétence de l'Autorité de régulation de France et qui ne sont donc pas des titres de créance d'une valeur nominale supérieure à 50 000 euros, y compris ceux faisant une offre au public, se doivent de publier un « rapport annuel » qui n'est pas défini par les textes législatifs ou réglementaires. Effectivement, les textes se contentent d'affirmer qu'il regroupe toutes les informations que les émetteurs de valeurs mobilières cotées ont publiées ou rendues publiques lors des 12 derniers mois conformément aux obligations légales et réglementaires prescrites<sup>2</sup>. Néanmoins, cette carence est palliée par l'Autorité des Marchés Financiers, laquelle a pris soin d'indiquer qu'il s'agit de « l'ensemble des informations présentées à l'assemblée générale conformément à la loi, regroupées dans un seul document et complétées la plupart du temps par une communication spécifique à l'attention des actionnaires »<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Il est conservé en outre 10 ans au siège de la société pour permettre à tout investisseur qui le souhaiterait de le consulter.

<sup>2</sup> Article L451-1-1 CMF:

Les émetteurs dont des instruments financiers autres que des titres de créance d'une valeur nominale supérieure à 50 000 euros ou des instruments du marché monétaire, au sens de la directive 2004/39/CE du Parlement et du Conseil, du 21 avril 2004, concernant les marchés d'instruments financiers, dont l'échéance est inférieure à douze mois sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, relevant de la compétence de l'Autorité des marchés financiers pour le visa mentionné à l'article L. 621-8, doivent déposer auprès de l'Autorité des marchés financiers, dans les conditions fixées par son règlement général, après la publication de leurs comptes annuels, un document qui contient ou mentionne toutes les informations qu'ils ont publiées ou rendues publiques au cours des douze derniers mois dans l'Espace économique européen ou un pays tiers pour satisfaire à leurs obligations législatives ou réglementaires en matière d'instruments financiers, d'émetteurs d'instruments financiers et de marchés d'instruments financiers. ».

De plus, l'art. 222-8 Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers traite uniquement de la procédure de dépôt.

<sup>3</sup> Autorité des Marchés Financiers, Questions-réponses sur les obligations d'information financière des sociétés cotées sur Euronext Paris, préc. supra

258. Au Vietnam, les émetteurs dont les instruments financiers sont offerts au public et vis-à-vis desquels le Comité d'Etat de la Bourse exerce sa mission de régulation sont aussi tenus de publier ce rapport annuel comme c'est le cas pour les émetteurs français, mais plus rapidement qu'en France dès lors que cette diffusion doit être effectuée dans le délai de 20 jours à compter de la communication du rapport financier annuel<sup>1</sup>. L'annexe II de la Circulaire 09 correspond au modèle de rapport annuel à fournir.

259. De surcroît, les sociétés s'engagent à publier un rapport financier semestriel<sup>2</sup> destiné aux investisseurs et dont l'existence est motivée, là encore, par la possibilité offerte à ces derniers de prendre leurs décisions en connaissance de cause. En France, il est publié et déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers dans le délai de deux mois à compter de la fin du premier semestre de l'exercice. Il se compose des comptes condensés ou complets du semestre écoulé présenté éventuellement sous forme consolidée, du rapport semestriel d'activité<sup>3</sup>, de la déclaration des personnes agissant pour l'émetteur et qui assument la responsabilité des pièces précitées, ainsi que du rapport des commissaires de compte relatif à l'examen des comptes susmentionnés.

<sup>1</sup> 1.2.4 et 1.2.5, section II

<sup>2</sup> Art. L451-1-2, III CMF :

« Les émetteurs mentionnés aux I et II et soumis aux obligations définies au I, dont des titres de capital ou des titres de créance sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, publient également et déposent auprès de l'Autorité des marchés financiers un rapport financier semestriel dans les deux mois qui suivent la fin du premier semestre de leur exercice.

Ce rapport financier semestriel comprend des comptes condensés pour le semestre écoulé, présentés sous forme consolidée le cas échéant, un rapport semestriel d'activité et une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité de ces documents.

Les commissaires aux comptes vérifient la sincérité des comptes condensés mentionnés à l'alinéa précédent, par rapport aux informations contenues dans le rapport semestriel d'activité et font état de leurs observations dans un rapport d'examen limité annexé à celui-ci. »

Plus d'informations sur le contenu à l'art. 222-4 RGAMF

<sup>3</sup> Sur le rapport semestriel d'activité, v. art. 222-6 RGAMF

260. En droit vietnamien, un rapport financier semestriel audité<sup>1</sup> est impérativement publié par les émetteurs d'instruments financiers cotés dans les 45 jours à partir de la fin du deuxième trimestre de chaque exercice, ou dans les soixante jours à compter de la fin de cette période si l'émetteur appartient à un groupe de société<sup>2</sup>.

261. Par ailleurs, jusque là habituel dans les pays anglo-saxons, l'information financière trimestrielle complète le dispositif d'informations obligatoires étant donné qu'elle participe aussi à la diffusion régulière de renseignements par les établissements cotés sur un marché réglementé d'un état partie à l'accord sur l'Espace Economique Européen. Il s'agit en France d'informations publiées par ces sociétés dans les 45 jours qui suivent la fin du premier et du troisième trimestre de leur exercice, dont l'AMF en est même dépositaire depuis 2007. Ces données portent, pour chaque trimestre déterminé, sur les opérations et événements importants accompagnés d'un descriptif de leurs impacts financiers. Un exposé général de la situation financière et des résultats de l'émetteur et des entités sous son contrôle, ainsi que des informations relatives au chiffre d'affaires sont également fournis<sup>3</sup>.

262. La Loi boursière vietnamienne ne fait pas référence aux rapports trimestriels mais la circulaire 09<sup>4</sup> astreint les sociétés introduites en bourse à leur élaboration et à leur diffusion. Ils contiennent des informations semblables à celles requises en droit français et qui se doivent d'être communiquées dans les 25 jours à compter de la fin de chaque trimestre, ou bien dans les 50 jours qui suivent la rédaction définitive des états financiers trimestriels lorsque l'émetteur a d'autres

<sup>1</sup> Ce document était déjà prévu par le décret 144 de 2003 et la Circulaire 57 de 2004. La traduction en langue anglaise est là encore encouragée

<sup>2</sup> Clause 1.3, section IV Circulaire 09 ; L'archivage d'une durée de 10 ans au siège social de l'émetteur est aussi obligatoire pour le rapport financier semestriel

<sup>3</sup> Article. L451-1-2-IV CMF. Sur le contenu précis de cette information trimestrielle, l'émetteur a la possibilité de se référer à la recommandation publiée par les associations professionnelles françaises sur le contenu de ladite information : AFEP, ANSA, MIDDLENEXT, MEDEF ...

<sup>4</sup> Clause 1.2, section IV Circulaire préc.

entités sous son contrôle, sachant que les sociétés ont jusqu'au vingtième jour du premier mois du trimestre suivant pour rédiger ces états financiers. Ce rapport n'a pas besoin d'être audité comme en droit français<sup>1</sup>.

263. Enfin, à l'instar du Législateur français qui a renforcé les obligations d'information des sociétés cotées sur un marché réglementé en ce qui concerne la rétribution des mandataires sociaux<sup>2</sup>, ou bien le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne<sup>3</sup>, le droit des marchés financiers du Vietnam a amélioré le cadre juridique dans ces domaines. Ainsi, l'émetteur dont les titres financiers sont admis à la cotation est

<sup>1</sup> Il doit également faire l'objet d'une publication, figurer sur le site internet de l'entreprise concernée et doit être conservé pendant au moins les 12 mois suivants au siège de ladite société.

<sup>2</sup> Article L225-102-1 C.Com, al 1. à 3 :

« Le rapport visé à l'article L. 225-102 rend compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social, y compris sous forme d'attribution de titres de capital, de titres de créances ou de titres donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances de la société ou des sociétés mentionnées aux articles L. 228-13 et L. 228-93.

Il indique également le montant des rémunérations et des avantages de toute nature que chacun de ces mandataires a reçu durant l'exercice de la part des sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16 ou de la société qui contrôle, au sens du même article, la société dans laquelle le mandat est exercé.

Ce rapport décrit en les distinguant les éléments fixes, variables et exceptionnels composant ces rémunérations et avantages ainsi que les critères en application desquels ils ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis. Il indique également les engagements de toutes natures, pris par la société au bénéfice de ses mandataires sociaux, correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la prise, de la cessation ou du changement de ces fonctions ou postérieurement à celles-ci. L'information donnée à ce titre doit préciser les modalités de détermination de ces engagements. Hormis les cas de bonne foi, les versements effectués et les engagements pris en méconnaissance des dispositions du présent alinéa peuvent être annulés. »

S'agissant des dirigeants mandataires sociaux des entreprises ayant leurs instruments financiers cotés, v. Rapport de l'AMF sur les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées et sur la mise en œuvre des recommandations AFEP/MEDEF, publié le 9 juillet 2009. Pour ce qui est de l'adaptation des obligations réglementaires dans le sens d'une simplification des procédures applicables, cf. Position de l'AMF sur le rapport du groupe de travail sur les aménagements de la réglementation financière pour les valeurs moyennes et petites (présidé par Yves Mansion) en date du 09 janvier 2008

<sup>3</sup> Art. L621-18-3 CMF :

« Les personnes morales ayant leur siège statutaire en France et dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé rendent publiques les informations requises par les sixième, septième et neuvième alinéas de l'article L. 225-37 du code de commerce et par les septième, huitième et dixième alinéas de l'article L. 225-68 ainsi qu'à l'article L. 226-10-1 du même code dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Celle-ci établit chaque année un rapport sur la base de ces informations et peut approuver toute recommandation qu'elle juge utile.

L'Autorité des marchés financiers peut prévoir que l'obligation mentionnée au premier alinéa est également applicable, dans les conditions et selon les modalités fixées par son règlement général, aux sociétés ayant un siège statutaire en France et dont les titres financiers sont offerts au public sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, lorsque la personne qui gère ce marché en fait la demande. » - Adde art. 222-9 RGAMF: sur les conditions de publication de ces informations

tenu de transmettre des rapports trimestriels et annuels conformes à la décision 12 du Ministère des finances sur la gouvernance d'entreprise, en date du 13 mars 2007 et d'en respecter les dispositions<sup>1</sup>.

En plus d'une information périodique, l'entité émettrice est soumise à l'obligation de délivrer une information permanente (2)

## 2. L'information permanente

264. On entend par là l'information que l'émetteur, qu'il soit une entité ou une personne morale, dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé ou sont supports d'un contrat à terme ou d'un titre financier admis aux négociations sur un marché réglementé, peut être ou est tenu de communiquer à tout moment<sup>2</sup>. Aussi, à titre préliminaire, on notera que l'autorité de régulation française a compétence pour demander aux émetteurs et aux personnes assimilées en matière d'information permanente « des informations qu'elle juge utiles à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché et, à défaut, procéder elle-même à la publication de ces informations<sup>3</sup> », de même que le gendarme de la bourse du Vietnam peut demander aux personnes susmentionnées toute information susceptible d'affecter sérieusement les intérêts légaux des investisseurs et le cours des titres<sup>4</sup>.

265. On peut dégager schématiquement deux groupes d'informations permanentes : ce sont l'information privilégiée (a) et les informations portant sur les franchissements de seuil (b).

<sup>1</sup> Art.4, section IV Circulaire 2009 ; ce texte fournit un modèle de rapport trimestriel à l'annexe 13

<sup>2</sup> Art.223-1 RGAMF

<sup>3</sup> Art. 223-10 RGAMF

<sup>4</sup> Art.2.2 section I, art.3.1 section II, art.3 section IV , art.3 section VI Circulaire 09 sur l'obligation étendue de communication permanente au Comité d'Etat de la Bourse

a. Divulgence de l'information privilégiée

266. Le droit européen a souligné la nécessité que les intervenants au marché respectent le principe de transparence, d'où l'obligation pour ces derniers de délivrer une information privilégiée de plus en plus étendue<sup>1</sup>. Aussi les dispositions juridiques françaises applicables tournent –elles aussi aujourd'hui autour de cette notion qu'est l'information privilégiée mais il n'en n'a pas toujours été ainsi, les mutations en droit des marchés financiers étant liées à l'adaptation requise au cadre juridique extranational mais aussi à des problématiques nationales.

267. Ainsi, l'information donnée par toute personne, physique ou morale, qui prépare une opération financière susceptible d'influer de façon significative sur le cours d'un titre, fut consacrée à l'origine en France avec l'arrêt François Michelin. Elle s'est ensuite retrouvée progressivement élargie, d'abord à tout nouveau fait susceptible d'avoir une incidence sur la situation des droits des porteurs avec le règlement 90-02 de la COB<sup>2</sup>, puis à tout fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier ; ou bien sur le cours du contrat à terme ou de l'instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé en vertu du règlement n° 98-07<sup>3</sup>.

268. En droit positif français, il existe un principe général selon lequel « tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne

<sup>1</sup> Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil préc. et sa directive d'application 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004, en particulier considérants 2 à 5, qui porte sur les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes [...]

<sup>2</sup> Règlement n°90-02 relatif à l'obligation du public en date du 05 juillet 1990, entré en vigueur le 20 juillet 1990.

<sup>3</sup> Le Règlement n°98-07 de la COB s'est substitué à son règlement n°90-02

directement<sup>1</sup> ». Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique , qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés<sup>2</sup>. Une atténuation du principe consiste en la possibilité, pour l'émetteur, « sous sa propre responsabilité, de différer la publication d'une information privilégiée afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information en contrôlant l'accès à cette dernière<sup>3</sup>.

269. Au niveau de la France, diverses obligations connexes s'imposent également en matière d'information permanente. Aussi, toute personne physique ou morale émettrice « qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier » est tenue, le plus rapidement possible, de porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération.<sup>4</sup> La divulgation de « tout changement significatif concernant des informations privilégiées déjà rendues publiques », en respectant le formalisme initial, est impérative<sup>5</sup>. De surcroît, l'émetteur ou la personne agissant au nom ou pour le compte de ce dernier, qui communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions –dans le

<sup>1</sup> Art.223-2, I RGAMF

<sup>2</sup> Id. in art. 1er, 1, Directive 2003/6/CE préc.

<sup>3</sup> Art.223-2, II RGAMF

<sup>4</sup> Art.223-6 RGAMF

<sup>5</sup> Art. 223-5 RGAMF

respect de l'obligation de confidentialité- doit en assurer une diffusion intégrale et effective, soit simultanément en cas de communication intentionnelle, soit rapidement en cas de communication non-intentionnelle<sup>1</sup>.

270. En ce qui concerne plus particulièrement l'émetteur qui est une société, il lui incombe de diffuser un communiqué présentant les résultats annuels ou semestriels, dès l'arrêté des comptes, au titre de l'obligation d'information permanente<sup>2</sup>. Il se trouve en plus tenu de publier sans délai :

- les modifications de droits attachés aux différentes catégories d'actions et ceux attachés aux instruments dérivés qu'il a émis et qui donnent accès à ses titres de capital ;
- les modifications portant sur les conditions d'émission et qui pourraient ou peuvent avoir une incidence directe sur les droits des porteurs d'instruments financiers autres que des actions ;
- les nouvelles émissions de titres de créance et les garanties qui peuvent les assortir<sup>3</sup>

271. D'autre part, les dirigeants de ces sociétés, dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou un SMNO , ou toute autre personne titulaire du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant l'évolution et la stratégie sociétale ainsi qu'ayant accès à des informations privilégiées, se doivent de déclarer les acquisitions, cessions, souscriptions, ou échanges d'actions, mais aussi les transactions réalisées sur des instruments financiers qui leur sont liés afin de « permettre au marché d'être informé rapidement [de ces

<sup>1</sup> Art.223-3 RGAMF

<sup>2</sup> Autorité des Marchés Financiers, Questions-réponses sur les obligations d'information financière des sociétés cotées sur Euronext Paris, préc. p.11

<sup>3</sup> Art.223-21 Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers

opérations] et d'apprécier la signification qu'elles peuvent revêtir»<sup>1</sup>. Les personnes ayant des liens étroits avec les dirigeants et les personnes assimilées connaissent des mêmes obligations déclaratives. L'art. R621-43-1 CMF en dresse l'inventaire<sup>2</sup>.

272. Du côté vietnamien, il existe, comme en France, une obligation générale au titre de l'information permanente mais celle-ci consiste à imposer aux sociétés faisant une offre de souscription de leurs titres – sociétés ayant leurs instruments financiers admis aux négociations incluses- de communiquer toute information susceptible d'avoir une incidence sur le cours d'instruments financiers<sup>3</sup>. Est également posée l'obligation pour tout émetteur de communiquer toute information qui aurait une influence significative, soit sur les intérêts légitimes des investisseurs, soit sur le cours d'instruments financiers<sup>4</sup>. De plus, les entités concernées par la cotation demeurent tenues de divulguer tout événement affectant sérieusement ses opérations et son fonctionnement dans le délai de 24 heures à partir de sa survenance<sup>5</sup>.

273. Force est de constater aussi, que les dirigeants d'entreprises cotées, leurs proches et les personnes assimilées - ce qui inclut en droit vietnamien les actionnaires principaux<sup>6</sup> - sont tenus à l'obligation de déclaration d'acquisitions, de cessions, de souscription, d'échange, de transfert d'actions ou de toute autre transaction<sup>7</sup>. Ces initiés répondent

<sup>1</sup> Art. L621-18-2 CMF- art.223-22 A & s. RGAMF- Questions – réponses sur les obligations de déclaration des opérations réalisées par les dirigeants, leurs proches et les personnes assimilées, version du 26 mai 2009- AMF, décisions Théolia, 1er oct. 2009 et M.A, 17 sept.2009- adde communiqué Autorité des Marchés Financiers du 7 déc. 2009

<sup>2</sup> Id. Les membres de la famille proche sont les premiers concernés

<sup>3</sup> Clause 2.2 section I, Circulaire 09-2010-TT-BTC préc.

<sup>4</sup> Art. 3.1, section II, id.

<sup>5</sup> Art. 2..1, section IV, ibid.

<sup>6</sup> V. infra, in « Déclaration de franchissements de seuils »

<sup>7</sup> Art. ?, section IV, ibid.

alors à l'appellation d' « actionnaires internes ». Ceux-ci doivent de faire connaître leurs intentions au moins 3 jours avant la réalisation d'un de ces événements au gendarme financier du Vietnam et à la place financière intéressée par le biais d'une notification. L'actionnaire interne doit attendre 24 heures avant de pouvoir engager une opération de marché. Il doit, dans tous les cas, communiquer aux organes précités ainsi qu'à la société cotée, les résultats de toute transaction dans le délai de 3 jours à partir de la réalisation ou de l'échec de la celle-ci.

La décision 12-2007-QD-BTC relative à la gouvernance d'entreprise dans les sociétés cotées prise ultérieurement, en date du 13 mars 2007, prévoit que les membres du conseil d'administration ou toute personne liée doivent déclarer au CEB ou à l'un des deux centres boursiers leurs acquisitions mais également leurs cessions d'actions de la société. Cette même gouvernance appellera très probablement le Législateur vietnamien à combler cette lacune rapidement.

274. De surcroît, il convient de signaler un ensemble d'événements énumérés dans la Loi Boursière et largement reproduits dans la Circulaire 09<sup>1</sup>, susceptibles de générer de grandes fluctuations au niveau boursier et pour lesquels sont prévues des obligations d'information connexes<sup>2</sup>.

275. Aussi, sont envisagés au Vietnam des désagréments financiers tels que le gel du compte bancaire de toute entité faisant une offre au public de ses instruments financiers, ou bien encore la perte par la société cotée de 10% ou plus de ses actifs.

<sup>1</sup> Auparavant : article 101 Loi Boursière et section II Circulaire 38 pour les informations communiquées de manière extraordinaire par les sociétés faisant offre au public de leurs instruments financiers, article 102 Loi Boursière et section III Circulaire 38 pour les informations diffusées de façon extraordinaire par les entités faisant offre au public sur des obligations, article 103 Loi Boursière et section IV Circulaire 38 pour les informations délivrées de manière extraordinaire par les sociétés cotées.

<sup>2</sup> 2.1.1 et 2.1.2 *ibid.*, section II, adde 2.1, section IV *ibid.* Ces informations sont à communiquer très rapidement, dans les 48 ou 72 heures qui suivent la réalisation de l'événement visé.

276. Il peut s'agir également de procédures judiciaires ou fiscales qui concernent directement ou indirectement la société, comme la décision d'engager une procédure légale contre un membre du conseil d'administration, le directeur, le directeur général, le directeur adjoint ou le directeur général adjoint, ou bien contre le chef comptable de l'entreprise. L'existence d'une décision ou d'un jugement pris par une juridiction relatif au fonctionnement de la société, la mise en liquidation judiciaire et le redressement fiscal de cette dernière sont aussi mentionnés.

277. En outre, les textes envisagent des hypothèses liées aux activités de l'émetteur ; c'est le cas de la suspension temporaire d'activité ou lorsque le conseil d'administration a pris une décision portant sur le développement à moyen terme de l'entreprise ou ayant trait au plan d'activité annuel dudit établissement, ou encore la décision de changer de méthode comptable.

278. D'autre part, en droit vietnamien, l'existence de la société peut se trouver affectées, et dès lors les événements qui y sont relatifs doivent être signalés. Ainsi en est-il quand les actes constitutifs de l'entreprise sont révoqués ; ce sont le certificat d'enregistrement ou le certificat d'investissement pour les sociétés créées depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur les entreprises et pour celles constituées antérieurement mais qui ont choisi de se soumettre à la procédure de conversion leur permettant de changer de forme sociale, et les licences d'enregistrement et d'activité pour les sociétés régies par l'ancienne loi sur les entreprises<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> La nouvelle loi sur les entreprises a permis la disparition du système trop bureaucratique d'attribution des licences d'enregistrement et d'activité auquel toute société devait se plier au profit d'un système d'immatriculation des sociétés. Ce texte et la loi sur l'investissement, tous deux entrés en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2006, ont réduit les barrières administratives en instaurant d'une part une simple procédure administrative d'enregistrement à l'issue de laquelle les établissements les moins importants financièrement et nouvellement constitués obtiennent un certificat d'enregistrement, d'autre part une procédure plus complexe d'évaluation du projet d'investissement pour les autres sociétés récentes qui aboutit à la délivrance d'un certificat d'investissement.

279. Par ailleurs, les textes font référence à toute une série de décisions relatives aux titres qui pourraient affectées eux- aussi le cours de ces derniers ou les droits des porteurs, comme par exemple, les décisions de racheter ou de revendre des parts de la société, celles relatives à la conversion de titres d'emprunt en actions, les décisions légales du conseil d'administration intéressant les offres publiques d'actions, les décisions d'emprunter ou d'émettre des obligations qui représentent 30% ou plus du capital social...

280. Enfin, on retiendra que les variations elles-mêmes de cours sont aussi à déclarer dans certaines situations au Vietnam. C'est le cas de l'augmentation ou de la baisse du cours de l'action durant 5 sessions consécutives qui ne suit pas la tendance générale du marché. C'est le cas également quand le prix de l'action d'une entité dont les instruments financiers sont soumis à la cotation, augmente ou diminue pendant au moins 10 jours de transactions, puisque l'entité doit divulguer les raisons de ces fluctuations de cours<sup>1</sup>.

#### b. Déclarations relatives aux prises de participation

Incombant aux investisseurs, plus précisément aux entreprises admises à la négociation, ces déclarations, soit ont trait aux franchissements de seuils ( $\alpha$ ), soit constituent des déclarations d'intention( $\beta$ ), ou bien des publications de pactes( $\gamma$ ) faites au régulateur qui exerce la mission de protection de des investisseurs et de bon fonctionnement du marché, et à l'entreprise de marché ou au gestionnaire de marché dans certains cas .

#### $\alpha$ . Déclaration de franchissements de seuil

281. L'obligation d'une telle déclaration en France est apparue dans le code de commerce avec la Loi n° 89-531 du 02 décembre 1989 et est issue de la transposition de la directive européenne 8/627/CEE du

<sup>1</sup> 2.1.6, section IV Circulaire 09 préc.

Conseil, du 12 décembre 1988 concernant les informations à publier lors de l'acquisition ou de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse<sup>1</sup>. Particulièrement intéressante, cette information offre la possibilité à tous les participants du marché, notamment les associés d'une société, d'apprécier la politique des dirigeants dans la prise de participation et ainsi de pouvoir anticiper d'éventuels changements de contrôle via des offres publiques d'achat. L'ordonnance n°2009-105 du 30 janvier 2009 est le dernier texte qui a apporté des modifications juridiques en ce domaine.

282. L'art. L233-7 C.Com<sup>2</sup>. énonce clairement la nature de l'obligation d'information : toute personne agissant seule ou de concert qui vient à détenir 5%, 10%,15%, 20%,25%, 30%, 33,33%, 50% , 66,66%,90% ou 95% du capital et / ou des droits de vote en titres de capital et en droit de vote doit en informer la société concernée dans un délai de 15 jours à compter du franchissement de seuil de participation, même en cas de participation cédée. Les instruments financiers dérivés détenus au capital ou aux droits de vote sont à prendre en considération dans la détermination du seuil<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> L'art. L355-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 fixait à l'origine dans le Code de commerce une hypothèse générale de déclaration de franchissements de seuil, laquelle de surcroît, se faisait à destination des actionnaires. Sur l'aspect historique du franchissement de seuil, v. Th. Bonneau et F. Drummond, Droit des marchés financiers, Économica, 2010, n°466

<sup>2</sup> Dispositif juridique applicable : art. L233-7 &s. C.Com, art. L451-2 C.Com, art. 223-11 à 223-17 RGAMF

<sup>3</sup> Réforme résultant de la Loi de régulation bancaire et financière

283. En outre, elle divulgue les mêmes renseignements à l'AMF dans un délai maximal de 7 jours afin que cette dernière porte à son tour cette information à la connaissance du public<sup>1</sup>. Les actions admises aux négociations sur un marché d'instruments financiers qui permet leur inscription en compte chez un intermédiaire obligent leur propriétaire à la même obligation déclarative.

284. La même disposition du Code de commerce français<sup>2</sup> exige également une déclaration lorsque la participation en capital ou en droit de vote devient inférieure aux seuils indiqués. Les statuts de la société peuvent permettre un abaissement de ces seuils. De plus, ils ont la

<sup>1</sup> Art. L. 233-7-I & II C.Com. :

« I.-Lorsque les actions d'une société ayant son siège sur le territoire de la République sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou sur un marché d'instruments financiers admettant aux négociations des actions pouvant être inscrites en compte chez un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 du code monétaire et financier, toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant plus du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, des trois dixièmes (1), du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit vingtièmes ou des dix-neuf vingtièmes du capital ou des droits de vote informe la société dans un délai fixé par décret en Conseil d'Etat, à compter du franchissement du seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède. L'information mentionnée à l'alinéa précédent est également donnée dans les mêmes délais lorsque la participation en capital ou en droits de vote devient inférieure aux seuils mentionnés par cet alinéa.

La personne tenue à l'information prévue au premier alinéa précise en outre dans sa déclaration :

a) Le nombre de titres qu'elle possède donnant accès à terme aux actions à émettre et les droits de vote qui y seront attachés ;

b) Les actions déjà émises que cette personne peut acquérir, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, sans préjudice des dispositions du 4° du I de l'article L. 233-9 du présent code. Il en est de même pour les droits de vote que cette personne peut acquérir dans les mêmes conditions ;

c) Les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, réglé exclusivement en espèces et ayant pour cette personne un effet économique similaire à la possession desdites actions. Il en va de même pour les droits de vote sur lesquels porte dans les mêmes conditions tout accord ou instrument financier.

II.-La personne tenue à l'information mentionnée au I informe également l'Autorité des marchés financiers, dans un délai et selon des modalités fixés par son règlement général, à compter du franchissement du seuil de participation, lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un marché d'instruments financiers autre qu'un marché réglementé, à la demande de la personne qui gère ce marché d'instruments financiers. Dans ce dernier cas, l'information peut ne porter que sur une partie des seuils mentionnés au I, dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Cette information est portée à la connaissance du public dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Le règlement général précise également les modalités de calcul des seuils de participation et les conditions dans lesquelles un accord ou instrument financier, mentionné au c du I, est considéré comme ayant un effet économique similaire à la possession d'actions. »

Par application du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, c'est la société qui communique les informations qu'elle a recueilli des investisseurs concernés par l'obligation de déclaration à l'AMF

<sup>2</sup> Point III

possibilité de prévoir une obligation spéciale pour des franchissements de seuils supplémentaires qui ne peuvent être inférieurs à 5% du capital ou des droits de vote. Cette possibilité existait déjà depuis longtemps en droit français<sup>1</sup>. Par ailleurs, sont considérées comme agissant de concert les personnes ayant conclu un accord dans l'optique d'acquérir ou de céder des droits de vote, pour mettre en œuvre une politique vis-à-vis de la société<sup>2</sup>.

285. Afin d'informer l'ensemble des actionnaires et de prévenir les prises de contrôle dissimulées via le recours aux instruments dérivés sur les marchés financiers relevant de la compétence du régulateur français, ceux-ci sont désormais pris en compte dans le calcul des seuils et doivent dès lors eux-aussi être déclarés<sup>3</sup>. Sont concernés en particulier les obligations échangeables en actions, les contrats à terme et les options, exerçables immédiatement ou à terme, et quel que soit le niveau du cours de l'action par rapport au prix d'exercice de l'option<sup>4</sup>. Ils peuvent faire l'objet d'une information séparée dans la déclaration de franchissements de seuils<sup>5</sup>. C'est le cas des instruments financiers suivants :

- Les titres qui donnent accès aux actions à émettre et aux droits de vote qui y sont liés;

286. Les actions ou les droits de vote qui peuvent être acquis par le déclarant en vertu d'un accord ou d'un instrument financier à condition que le dénouement physique (livraison d'actions) ne dépende pas de la seule initiative du déclarant ;

<sup>1</sup> Art. L356-1 al.5 modifié par loi du 02 août 1989 et art.6 loi du 22 janvier 1990

<sup>2</sup> Article. L233-10-I CMF :

« Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer les droits de vote, pour mettre en œuvre une politique vis-à-vis de la société. »

<sup>3</sup> Sur le calcul des franchissements de seuils : art. L233-9 CMF et art.223-11 à 223-13 CMF

<sup>4</sup> Art.223-11 al.3 & 4 RGAMF; art. L233-7, I, al.3 C.Com

<sup>5</sup> Art.préc.

- Les actions sur lesquelles portent des accords ou des instruments financiers qui se dénouent exclusivement en numéraire et qui ont pour le déclarant le même effet économique que s'il les détenait<sup>1</sup>.

287. En cas de non-respect de l'obligation de déclaration de franchissement de seuils en droit français, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée se retrouvent privées de droits de vote dans les assemblées générales pour un délai de 2 ans à compter de la date de la notification de régularisation<sup>2</sup>. Une amende de 18 000 euros peut aussi être prononcée à l'encontre des présidents, administrateurs, membres du directoire, gérants ou directeurs généraux de personnes morales. Enfin, le gendarme boursier de France a compétence pour prononcer une sanction à titre de manquement aux obligations professionnelles ou de manquement constitutif d'un abus de marché, et une sanction pécuniaire est, dans toutes les hypothèses, encourue.

288. A l'instar du droit positif français, l'obligation de déclaration en droit vietnamien qui accompagne les prises de participation ne repose pas exclusivement sur le concept d'actionnaire majoritaire. On relèvera cependant que ce droit asiatique a consacré la notion d'« actionnaire principal » en ce domaine. Effectivement, la loi sur les instruments financiers souligne que l'actionnaire principal est l'actionnaire ou le groupe de personnes agissant de concert, qui détient directement ou indirectement au moins 5% des actions avec droits de vote d'un émetteur<sup>3</sup>.

289. Surtout, il existe plusieurs hypothèses dans lesquelles cette déclaration est impérative : quand un actionnaire « gagne » ou perd la qualité d'« actionnaire principal », ou bien à chaque fois qu'une

<sup>1</sup>Art. 2 Ordonnance du 30 janvier 2009 préc.

<sup>2</sup> Art. L233-14 C.Com.

<sup>3</sup> Art. 6.9 & 29.4 Loi sur les Instruments Financiers

personne détient plus de 1% de plus des actions avec droits de vote en circulation, il incombe à celui concerné de fournir dans les 7 jours à compter de la date de l'événement en question un rapport à la société, au Comité d'Etat de la Bourse, ainsi qu' au Stock Exchange concerné si les titres sont admis aux négociations<sup>1</sup>. La déclaration se fait à l'aide d'un formulaire –type annexé à la Circulaire 09. Il n'apparaît pas, au vu des dispositions actuelles, que la baisse de plus de 1% dans l'actionnariat pour l'actionnaire principal, sans que cette baisse ne lui fasse perdre sa qualité, soit soumise à déclaration. Il est vrai qu'une telle mesure, qui serait source d'une augmentation considérable des déclarations, s'avèrerait délicate à mettre en œuvre. L'obligation de déclaration de franchissement de seuil de 1% en vigueur, quant à elle, ne peut à notre sens , qu'être bénéfique à l'entreprise en offrant la possibilité à tout intéressé, notamment aux actionnaires, de mieux cerner l'évolution relative à la détention du pouvoir dans ladite société.

290. D'autre part, comme en France, les seuils de participation semblent faire primer les droits de vote sur le capital, ce qui est aisément compréhensible. La multiplication des titres en capital, avec ou sans droits de vote, rend possible le contrôle d'une société en détenant la majorité des droits de vote sans pour autant posséder la majorité des capitaux. Par conséquent, l'obligation de franchissement de seuil est déterminée en distinguant droits de vote et en capital, s'il existe une différence entre ces deux éléments. Enfin, la sanction consécutive au manquement à cette obligation serait celle applicable à toute violation de l'obligation générale d'information qui existe sur le marché boursier, en l'occurrence un avertissement ou une amende et l'obligation de se conformer avec les dispositions légales et réglementaires en vigueur<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Article. 129 Loi sur les Instruments Financiers, art.4, section II Circulaire 09 préc.. 1 art.4 section IV Circulaire 09

<sup>2</sup> La Circulaire 38 du Ministère des Finances ne fait aucunement référence à une quelconque sanction spécifique en ce domaine, il convient donc à notre avis de se référer à l'art. 129 de la loi susmentionnée.

β. Déclaration d'intention

291. Prévu au VII de l'art. L233-7 C.Com français, sa finalité est de révéler au public, par le biais de l'Autorité des Marchés Financiers<sup>1</sup>, les objectifs que le déclarant a l'intention de poursuivre au cours des douze derniers mois à l'occasion des franchissements de seuil à l'occasion des franchissements des seuils de 10%, 15%, 20% et 25%, du capital et /ou des droits de vote, au sein d'une société dont les titres de capital sont admis à la cotation. La déclaration mentionne les modes de financement de l'acquisition, si l'acquéreur agit seul ou de concert, s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquérir ou non le contrôle de la société, la stratégie à laquelle il songe vis-à-vis de l'émetteur et les opérations envisagées à cet effet, ainsi que tout accord de cession temporaire relative aux actions et aux droits de vote. Elle révèle si le déclarant prévoit de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes en qualité d'administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance<sup>2</sup>. L'information, adressée via la société, doit parvenir à l'Autorité des marchés financiers au plus tard avant la clôture des négociations du cinquième jour de bourse suivant le jour du franchissement du seuil de participation donnant lieu à l'application de

<sup>1</sup> Art.R223-17, IV RGAMF

<sup>2</sup> Art. L233-7, VII C.Com :

«Lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, la personne tenue à l'information prévue au I est tenue de déclarer, à l'occasion des franchissements de seuil du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième ou du quart du capital ou des droits de vote, les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir.

Cette déclaration précise les modes de financement de l'acquisition, si l'acquéreur agit seul ou de concert, s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquérir ou non le contrôle de la société, la stratégie qu'il envisage vis-à-vis de l'émetteur et les opérations pour la mettre en œuvre ainsi que tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et les droits de vote. Elle précise si l'acquéreur envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise le contenu de ces éléments en tenant compte, le cas échéant, du niveau de la participation et des caractéristiques de la personne qui procède à la déclaration.

Cette déclaration est adressée à la société dont les actions ont été acquises et doit parvenir à l'Autorité des marchés financiers dans des délais fixés par décret en Conseil d'Etat. Cette information est portée à la connaissance du public dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

En cas de changement d'intention dans le délai de six mois à compter du dépôt de cette déclaration, une nouvelle déclaration motivée doit être adressée à la société et à l'Autorité des marchés financiers sans délai et portée à la connaissance du public dans les mêmes conditions. Cette nouvelle déclaration fait courir à nouveau le délai de six mois mentionné au premier alinéa. »

cet article<sup>1</sup>. Tout contrevenant aux règles relatives aux déclarations d'intention s'expose aux mêmes sanctions que celles encourues en ce qui concerne les déclarations de franchissements de seuils.

292. Du côté vietnamien, il existe une obligation de déclaration d'intention de nature différente, et qui s'applique seulement aux actionnaires fondateurs de la société faisant une offre au public. Ceux qui cèdent leurs actions dans la période des 3 premiers exercices annuels doivent informer le Comité d'Etat de la Bourse, et la Bourse le cas échéant, de leurs intentions de réaliser de telles cessions au moins 3 jours avant chacune de ces transactions, de même qu'ils sont soumis à la même obligation une fois la cession réalisée, et ce, dans les 3 jours qui suivent<sup>2</sup>.

#### γ. Pacte d'actionnaires

293. C'est sous cette appellation que le Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers française fait référence aux clauses avec conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions admises aux négociations sur un marché réglementé et qui portent sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la société qui a émis ces actions<sup>3</sup>, tandis qu'aucune disposition spécifique en droit des marchés de capitaux n'est prévu pour régir les pactes d'actionnaires. Leur signature fait courir le délai de transmission, qui est d'une durée de 5 jours, à la société et à l'autorité de régulation des marchés financiers française, laquelle communiquera ces données au public.

---

<sup>1</sup> Art. R233-1 C.Com

<sup>2</sup> Art.6, II, Circulaire 09 préc.

<sup>3</sup> Art. 223-18 RGAMF et art. 233-11 RGAMF

B. Informations à destination directe de l'autorité de régulation

294. Leur finalité n'est pas d'être porté impérativement à la connaissance du public mais, dans tous les cas, à la connaissance des gendarmes des marchés financiers de France et du Vietnam, en raison de leur mission de surveillance et de contrôle.

295. Au niveau national, les émetteurs dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé est en cours, sont dans l'obligation de communiquer par écrit des listes d'initiés, c'est-à-dire des listes de personnes ou de tiers ayant accès de manière permanente ou occasionnelle à des informations privilégiées<sup>1</sup>. Il est impératif que celles-ci soient rapidement mises à jour en cas de modifications survenant après leur établissement et leur communication<sup>2</sup> et elles sont conservées pour une durée minimale de 5 ans après leur établissement ou leur mise à jour<sup>3</sup>. L'harmonisation européenne des règles juridiques applicables sur le territoire des Etats membres et sur l'EEE est, là encore, à l'origine de ces dispositions françaises. La directive Abus de marché et les recommandations du CESR en constituent l'assise textuelle originelle<sup>4</sup>. Nonobstant, ces listes présentent l'inconvénient de considérer sévèrement les initiés permanents et les initiés secondaires par rapport à leur accès à l'information, d'autant plus que ces derniers recouvrent des réalités très différentes concrètement, d'où leur disparition annoncée à terme avec la révision de la Directive 2003/06/CE. Au Vietnam, ces listes n'existent pas.

<sup>1</sup> Art. L621-18-4 CMF et art.223-27 RGAMF

<sup>2</sup> Art. 223-29 Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers

<sup>3</sup> Art.223-31 RGAMF

<sup>4</sup> Considérant 24, directive abus de marché -CESR, MAD Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, mai 2009, CESR/09-219- CESR, MAD Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, juillet 2007, CESR/06-562b

296. Par ailleurs, il appartient, lorsque l'émetteur est une société dont les titres financiers sont admis aux négociations, de communiquer au plus tard à la date de convocation de l'assemblée générale, à l'Autorité des Marchés Financiers et au gestionnaire du marché réglementé concerné, tout projet modificatif des statuts, conformément à l'art.223-19 RGAMF. Du côté du Vietnam, c'est dans les 24 heures<sup>1</sup> ou dans les 72 heures<sup>2</sup> qui suivent la réalisation d'une modification du statut que l'entreprise est tenue des mêmes informations envers les mêmes entités.

## **Sous-section 2. Le devoir de surveillance**

### §1. Etendue de la surveillance

297. En Europe, la préservation de l'intégrité des marchés financiers, face à l'hétérogénéité des règles légales des Etats membres et face à l'émergence de nouveaux produits financiers et de nouvelles technologies, a conduit à l'adoption de la directive du 28 janvier 2003 sur les abus de marché<sup>3</sup>. Ce texte impose pour la première fois à chaque Etat membre de l'espace communautaire l'existence d'une autorité administrative unique compétente dotée des « pouvoirs de surveillance et d'enquête nécessaires à l'exercice de ses fonctions » dont elle précise les modalités d'exercice<sup>4</sup>.

298. C'est donc en conformité avec ladite directive que l'Autorité des Marchés Financiers de France, en qualité de Gendarme de la Bourse, est chargée d'une vaste mission de surveillance qui porte au premier rang sur les opérations effectuées sur des titres financiers faisant l'objet d'une

<sup>1</sup> 2.1.1, d & h, section II Circulaire 09 préc.

<sup>2</sup> 2.1.2, d, section II Circulaire 09 préc.

<sup>3</sup> Directive 2003/6/CE du Parlement Européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché dite « directive abus de marché ».

<sup>4</sup> Art.12 directive préc.

offre au public et des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation sur des instruments financiers, à l'exclusion des marchés d'instruments créés en représentation des opérations de banque lesquels, ne peuvent pas être détenus par des OPCVM en application de l'article L.214-4 CMF<sup>1</sup>.

299. Cette mission s'étend également aux professionnels qui sont auteurs d'opérations ; ce sont, plus précisément, en vertu de l'art. L621-9-II CMF:

- les prestataires de services d'investissement agréés ou exerçant leur activité en libre établissement en France;
- les personnes autorisées à exercer l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers ;
- les dépositaires centraux et les gestionnaires de système de règlement et de livraison d'instruments financiers;
- les membres des marchés réglementés non-prestataires de services d'investissement ;
- les entreprises de marché;
- les chambres de compensation d'instruments financiers;
- les organismes de placements collectifs et leurs sociétés de gestion;
- les intermédiaires en biens divers;
- les démarcheurs des sociétés de gestion;
- les conseillers en investissements financiers;
- les analystes financiers ;

<sup>1</sup> Art. 621-9- I CMF.

- les dépositaires d'organismes de placement collectifs ;
- les évaluateurs immobiliers ;
- les personnes morales administrant des institutions de retraite professionnelle collectives ou des plans d'épargne pour la retraite collectifs
- et les agents liés mentionnés à l'article L. 545-1. CMF

300. Les prestataires de services d'investissement des autres Etats membres sont aussi concernés, et ce, dans la continuité de la directive abus de marché, le régulateur veillant à ce qu'ils respectent tous les textes qui leur sont applicables dès lors qu'ils se trouvent sur le territoire français ou que leurs activités professionnelles portent sur des instruments financiers français.

301. Parce que l'activité de surveillance doit contribuer à rendre le marché boursier sûr, transparent et efficace, le Comité d'Etat de la Bourse, n'est pas en reste en ce domaine. En premier lieu, les textes lui ont confié la responsabilité d'administrer et de surveiller le fonctionnement des places financières, des Centres de dépôt des instruments financiers et des institutions subsidiaires, et , pour se faire, il a même la faculté de suspendre temporairement les transactions et opérations de dépôt dans les Centres des Transactions boursières et les centres de dépôt en présence dès lors que les investisseurs encourent le risque de subir une atteinte à leurs droits et intérêts légitimes<sup>1</sup> .

302. Ensuite, ce gendarme de la bourse asiatique se doit de mener les inspections, qui regroupent les contrôles et les enquêtes en droit national, et se retrouve dès lors en charge de l'activité de surveillance, mais aussi de s'occuper des violations administratives et de traiter les

<sup>1</sup> Art. 8 (b) Loi 70 et art. 2-7 Décision No. 112-2009-QD-TTg du Premier Ministre en date du 11 sept. 2009

plaintes et dénonciations qui concernent le domaine des activités de marché et les opérations sur titres<sup>1</sup>.

303. Par ailleurs, à l'instar de la LSF, la loi 70 dresse la liste de toutes les activités et de tous les professionnels qui entrent dans son champ d'application pour ce qui est des inspections<sup>2</sup>. D'une part, ledit texte précise que le régulateur Vietnamien opère des inspections sur les activités qui sont des offres au public d'instruments financiers, des cotations ou des transactions de titres, la diffusion d'informations et toutes les autres activités relatives aux instruments financiers et au marché.

304. D'autre part, tous les intervenants des marchés financiers, comme en droit français, sont concernés, à savoir :

- toutes les entités qui font offre au public de leurs instruments financiers ou les soumettent à l'admission à la négociation ;

- les Bourses ;

- les intermédiaires financiers, c'est-à-dire les dépositaires centraux et leurs adhérents, les entreprises d'investissement et les organismes de placement collectifs (qu'ils soient étrangers ou non), les professionnels non-prestataires de services d'investissement, les organisations et individus participant aux activités de service en investissement et plus largement, toutes les entités et individus impliqués dans les opérations de bourse et les activités de marché.

305. Par conséquent, l'un des rôles majeurs de l'autorité de régulation, qu'elle soit française ou vietnamienne, est, dans tous les cas, d'assurer le respect des dispositions législatives et réglementaires par tous les

<sup>1</sup> Art. 8 (c) Loi 70 et art. 2-8 Décision préc.

<sup>2</sup> Art. 109 Loi 70

intervenants dans le domaine de la surveillance. Dans la pratique, ceci se matérialise d'abord par une surveillance quotidienne des opérations effectuées sur les marchés réglementés et sur les marchés sur lesquels peuvent être réalisés des manipulations de marché ou des opérations d'initié par le biais d'instruments financiers négociés sur des marchés réglementés.

306. Il convient à l'occasion de souligner que certains de ces professionnels participent à la surveillance via une délégation de pouvoir, notamment les entreprises de marché qui tiennent ici un rôle louable<sup>1</sup>.

Quant aux contrôles réalisés sur pièces et sur place dans les locaux à usage professionnel de ces entités ou personnes, ils constituent, avec les enquêtes, le deuxième volet de la surveillance assuré par l'AMF et le CEB et font l'objet des propos qui suivent (§2).

## §2. Le pouvoir d'enquête

Comment se déclenche une enquête ? Quel est le formalisme requis ?  
Nous répondrons à ces interrogations : (A), (B).

### A. Ouverture d'une enquête

307. Dès lors que les services de l'Autorité des Marchés Financiers française constatent des comportements susceptibles d'être contraires aux règles du marché, seul son Secrétaire Général a la faculté de

<sup>1</sup> Art. L. 621-9-2CMF. « Dans les conditions fixées par un décret en Conseil d'Etat, l'Autorité des marchés financiers peut:

« 1° Déléguer aux entreprises de marché et, le cas échéant, aux chambres de compensation le contrôle de l'activité et des opérations effectuées par les membres d'un marché réglementé ainsi que par les prestataires de services d'investissement ayant transmis des ordres sur ce marché.

Cette délégation fait l'objet d'un protocole d'accord. Elle peut être retirée à tout moment... »

Au niveau vietnamien, les art. 37 et 107 Loi 70 ont trait à la délégation du pouvoir de surveillance à la Bourse et aux Centres boursiers.

diligenter l'ouverture d'une enquête et d'habiliter des enquêteurs à cette fin selon les modalités fixés par le règlement général de l'Autorité. Avec la Loi de régulation bancaire et financière, l'un des secrétaires généraux adjoints ayant reçu une délégation spéciale dans ce but a également cette faculté en cas d'urgence ou d'indisponibilité du Secrétaire Général<sup>1</sup>.

308. Au niveau vietnamien, les inspections sont diligentées selon trois hypothèses :

- en raison de l'existence d'un plan ou d'un programme approuvé par le Président du CEB ;
- suite à la requête dudit Président ;
- et en raison de la découverte d'indications témoignant d'une violation de la Loi dans le domaine des instruments financiers et du marché<sup>2</sup>.

309. Dans les deux derniers cas, et lorsqu'une inspection a pour origine une plainte ou une dénonciation, les inspections sont qualifiées d'extraordinaires<sup>3</sup>, et ainsi, marquées du caractère d'imprévisibilité à l'instar des enquêtes françaises.

310. C'est le Directeur de l'Inspection Boursière - le service du Comité d'Etat de la Bourse spécialisé dans les inspections- ou le Président du Comité d'Etat de la Bourse, s'il l'estime nécessaire, qui va procéder à l'ouverture d'une enquête et établir les groupes d'inspection.

311. En réalité, la fonction d'enquêteur se trouve rigoureusement encadrée dans les deux pays afin de garantir son impartialité. Les enquêteurs français peuvent faire partie du personnel de l'AMF ou bien lui être extérieurs. Néanmoins, dans cette dernière hypothèse, soit ils appartiennent à l'une des catégories professionnelles auxquelles fait

<sup>1</sup> Art. L621-9-1al.1 CMF

<sup>2</sup> Art.111 loi 70

<sup>3</sup> Art. 110 ibid

brièvement référence l'art. L621-9-2 2°CMF<sup>1</sup> et dont la liste détaillée est donnée par l'art.11-I du décret du 21 novembre 2003, soit ce sont les intervenants eux-mêmes qui peuvent participer à la surveillance quotidienne des activités de marché auxquels le Gendarme boursier a concédé une délégation de pouvoir<sup>2</sup>.

312. Au Vietnam, les inspecteurs appartiennent à l'Inspection Boursière conformément à l'art. 108 de la Loi 70, et ils peuvent également avoir des collaborateurs. Les inspecteurs ont l'obligation d'appliquer les méthodes professionnelles d'inspection du Ministère des Finances conformément à la Loi sur les inspections<sup>3</sup> et à la Loi 70.

<sup>1</sup> Art. L. 621-9, 2° &3, CMF : « Dans les conditions fixées par un décret en Conseil d'Etat, l'Autorité des marchés financiers peut: (...)

« Recourir, pour ses contrôles et enquêtes, à des corps de contrôle extérieurs, à des commissaires aux comptes, à des experts inscrits sur une liste d'experts judiciaires ou à des personnes ou autorités compétentes. Ces personnes peuvent recevoir une rémunération de l'Autorité des marchés financiers à ce titre.. »

« Le collègue ou le secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers peuvent demander aux commissaires aux comptes des sociétés dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou pour lequel une demande d'admission aux négociations sur de tels marchés a été présentée » ou à un expert inscrit sur une liste d'experts judiciaires de procéder auprès des personnes ou entités faisant appel public à l'épargne et des personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9 à toute analyse complémentaire ou vérification qui leur paraît nécessaire. Les frais et honoraires sont à la charge de l'Autorité des marchés financiers. « Les dispositions de cet alinéa sont également applicables aux commissaires aux comptes qui effectuent des missions dans le cadre d'offres au public. »

<sup>2</sup> L'article 11 Décret 21 novembre 2003, en son 1°, déclare que l'autorité de régulation des marchés financiers de France, peut recourir à ce titre :

- aux membres de son personnel ;
- ainsi que des personnes extérieures, à savoir le secrétariat général de la Commission bancaire ; les organes centraux mentionnés à l'article L. 511-30 du même code pour les établissements affiliés à ces derniers ; les dépositaires centraux mentionnés au 3° du II de l'article L. 621-9 du même code, pour les établissements adhérents de ces dépositaires ; une autorité d'un autre Etat membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen chargée du contrôle des marchés financiers ou des prestataires de services d'investissement ; des commissaires aux comptes ; des experts-comptables ; des experts inscrits sur une liste d'experts judiciaires ; des personnes ou organismes compétents en matière d'études ou de conseil dans le domaine financier.

Art. 11 Décret 21 novembre 2003, II. : « En application du 1° de l'article L. 621-9-2 du code monétaire et financier, l'Autorité des marchés financiers peut recourir à une entreprise de marché ou une chambre de compensation pour assurer le contrôle de l'activité et des opérations effectuées par les membres d'un marché réglementé ou par un prestataire de services d'investissement ayant transmis des ordres sur le marché. »

<sup>3</sup> Loi No. 22/2004/QHII sur les Inspections de l'Assemblée Nationale du 15 juin 2004, promulguée par l'Ordonnance No. 11/2004/L-CTN du 24 juin 2004 du Président de la République Socialiste du Vietnam.

313. En France, tout enquêteur est soumis au double impératif de l'art. 13 du décret de 2003, qui, d'une part, est destiné à prévenir d'éventuels conflits d'intérêt et qui a trait au casier judiciaire de l'individu et à son parcours professionnel, et d'autre part, qui impose des compétences minimales en matière financière<sup>1</sup>.

314. Du côté vietnamien, ces critères de sélection ne sont pas mentionnés dans la Loi sur les Instruments Financiers mais sont similaires à ceux de France dans la Loi sur les Inspections<sup>2</sup>. Il est nécessaire d'être loyal à la Patrie et à la Constitution du pays, d'avoir une bonne éthique, un grand sens des responsabilités, d'être incorruptible, honnête, juste et objectif. Tout inspecteur doit posséder un diplôme universitaire, des connaissances juridiques et en gestion étatique, ainsi que des connaissances professionnelles dans le domaine des marchés financiers. Par ailleurs, il faut qu'il ait des compétences professionnelles dans le domaine de l'inspection, et au moins un an d'expérience en matière d'inspection.

---

<sup>1</sup> Article 13 Décret 21 novembre 2003:

« I. - Nul ne peut être habilité ou désigné pour effectuer une enquête ou un contrôle s'il a fait l'objet de l'une des condamnations mentionnées à l'article L. 341-9 du code monétaire et financier.

Nul ne peut être désigné pour effectuer une enquête ou un contrôle auprès d'une personne morale au sein de laquelle il a exercé une activité professionnelle au cours des trois années précédentes.

II. - Avant de confier un ordre de mission à l'une des personnes mentionnées au 2° du I et au II de l'article 11, le secrétaire général s'assure que la personne pressentie n'est pas susceptible d'être en conflit d'intérêts avec la personne appelée à être l'objet de la mission de contrôle ou d'enquête. A cette fin, lorsque la personne pressentie est l'une de celles mentionnées aux e, f, g, h du 2° du I

de l'article 11, le secrétaire général lui demande de l'informer de l'ensemble des relations professionnelles qu'elle a eues avec la personne appelée à être l'objet de la mission, au cours des trois années précédentes. Le secrétaire général ne peut lui confier une mission si, au cours de la période considérée, elle a contrôlé ou conseillé les personnes concernées sur les services ou transactions en cause.

III. - Pour être habilitée par le secrétaire général en qualité d'enquêteur, la personne pressentie doit avoir le statut de cadre ou assimilé ou justifier d'une expérience professionnelle de deux ans minimum.

Dans le cas d'une enquête confiée à l'une des personnes mentionnées au 2° du I de l'article 11, le secrétaire général s'assure, avant de procéder à l'habilitation des enquêteurs, que les conditions prévues au présent article sont remplies »

<sup>2</sup> Art.31 Loi sur les inspections préc.

## B. Procédure d'enquête

315. D'un point de vue procédural, c'est par un simple courrier recommandé avec avis de réception ou par une remise en main propre contre récépissé ou bien par acte d'huissier que la personne mise en cause en France est convoquée, ladite convocation lui étant adressé dans un délai de 8 jours au minimum avant la date d'entretien prévue<sup>1</sup>.

316. La décision d'inspection vietnamienne, elle, doit être adressée à l'intéressé dans les trois jours qui suivent sa signature, sauf quand il s'agit d'une inspection extraordinaire qui doit toujours être annoncée par écrit dans un délai de 15 jours à compter du jour où cette décision a été prise, sans plus de précision néanmoins<sup>2</sup>.

317. En France, l'AMF veille à respecter les droits de la personne qui fait l'objet d'une inspection comme dans le cadre d'une procédure pénale, notamment le droit de se faire assister par un conseil librement choisi. De surcroît, même si le secret professionnel ne peut lui être opposé directement à elle ou à ceux qu'elle a chargé de mener des contrôles ou des enquêtes, et même si les commissaires aux comptes se trouvent désormais déliés du secret professionnel à l'égard de l'Autorité des Marchés Financiers<sup>3</sup>, le régulateur s'efforce de préserver le secret des affaires et la présomption d'innocence car « il y va du respect des personnes mais aussi de la protection du marché. »<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Art.15 Décret 21 novembre 2003 préc.

<sup>2</sup> Art.112 Loi 70 préc.

<sup>3</sup> Art. L. 621-9-3 LSF :

« Dans le cadre des contrôles et enquêtes mentionnés aux articles L. 621-9 et L.621-9-1, le secret professionnel ne peut être opposé à l'Autorité des marchés financiers ni, le cas échéant, aux entreprises de marché ou aux chambres de compensation, corps de contrôle, personnes ou autorités mentionnés à l'article L. 621-9-2, lorsqu'ils assistent l'Autorité des marchés financiers, sauf par les auxiliaires de justice. Pour l'application de la présente sous-section, les commissaires aux comptes sont déliés du secret professionnel à l'égard de l'Autorité des marchés financiers. »

<sup>4</sup> O. Dufour, « L'AMF joue la carte de la fermeté », LPA, juin 2004, n°130, p.3

318. Dans la même optique, la Loi Boursière pose un ensemble étendu de droits : le droit d'être informé sur le contenu de la décision d'inspection, le droit de réserver ses opinions dans le procès - verbal d'inspection, le droit de ne pas divulguer les informations et données qui relèvent du secret d'Etat, le droit à une indemnité pour pertes, le droit de contester la décision d'inspection et de porter plainte auprès du Directeur de l'Inspection Boursière ou du Président du Comité d'Etat de la Bourse contre les inspecteurs missionnés lorsqu'il y'a des raisons de considérer que ladite décision ou les comportements des inspecteurs étaient contraires à la Loi, le droit de remettre en cause les conclusions d'une inspection ou une décision traitant d'une inspection auprès du Président du Comité d'Etat de la Bourse quand il y'a des raisons de les considérer comme étant illégales, et plus largement, le droit de dénoncer les comportements illégaux de tout membre du service de l'inspection<sup>1</sup>. Le respect des droits de la défense, fondamental pour tout individu, appellera certainement le législateur vietnamien à consacrer au plus vite le droit de se faire assister par un avocat par écrit.

319. En contrepartie, la personne qui fait l'objet d'une enquête de l'AMF de France est tenue de faire preuve de la coopération la plus totale avec les personnes chargées du contrôle ou de l'enquête sous peine d'encourir des sanctions pénales en cas d'entrave à l'enquête ou de renseignements inexacts<sup>2</sup>.

320. Au Vietnam, elle devra également faire preuve d'une coopération pleine et entière et aura les obligations suivantes :

- se conformer à la décision d'inspection,

<sup>1</sup> Art.114 clause 1 Loi 70. Afin de garantir les droits fondamentaux de la personne, les inspections ont une durée limitée dans le temps : art.113 ibid.

<sup>2</sup> Art. L. 642-2 CMF :

« Est puni d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 300 000 euros le fait, pour toute personne, de mettre obstacle à une mission de contrôle ou d'enquête de l'Autorité des marchés financiers effectuée dans les conditions prévues aux articles L. 621-9 à L. 621-9-2 ou de lui communiquer des renseignements inexacts. »

- fournir rapidement les informations et données demandées par les inspecteurs,
- se conformer aux requêtes, rapport d'inspection et décisions traitant de l'inspection,
- signer le procès-verbal d'inspection<sup>1</sup>.

321. En cas de non-respect, la personne mise en cause recevra un avertissement, une amende ou fera l'objet de poursuites pénales selon la gravité de l'obstruction commise<sup>2</sup>.

322. Dans le cadre de l'exercice de leurs missions, les enquêteurs français, comme les inspecteurs vietnamiens, ont la faculté de prendre tout un éventail de mesures aussi diverses que variées. Les premiers ont la possibilité d'entendre toute personne en sus de celle concernée par les investigations s'ils l'estiment nécessaire, et ordonner la conservation de toute information quel qu'en soit le support. Ils peuvent aussi mener des perquisitions et des saisies sous contrôle du président du Tribunal de Grande Instance de Paris.

323. Il convient de souligner, au niveau du droit français, que les visites domiciliaires ont connu une réforme importante avec l'ordonnance n° 2009-233 du 26 février 2009 dans le but de mieux garantir les droits de la défense. Ainsi, l'art. L621-12 CMF modifié s'est accompagné de changements en ce domaine. Le Juge des Libertés et de la Détention (JLD) du TGI dans le ressort duquel sont sis les locaux à visiter, et non plus le Président du TGI compétent, autorise les visites domiciliaires- et les saisies qui les accompagnent généralement - après réception de la demande motivée du Secrétaire Général de l'Autorité des Marchés Financiers. La notification de l'ordonnance du JLD se fait verbalement, ainsi que sur place au moment de la visite, à l'occupant des

<sup>1</sup> Art.114 Loi 70.

<sup>2</sup> Art.130 Loi préc.

lieux, lequel en reçoit copie intégrale et peut, pendant la visite, faire appel à un conseil. En l'absence du mis en cause ou de ses représentants, la notification est réalisée par le biais d'une lettre recommandée avec avis de réception. Les délais et modalités des voies de recours sont fournis lors de chaque notification.

324. Surtout, la personne ayant fait l'objet d'une visite domiciliaire , peut introduire un recours non seulement contre l'ordonnance autorisant ladite visite, sur le fond, mais également en ce qui concerne les modalités de visite et le déroulement des opérations de visite ou de saisie, devant le Premier Président de la Cour d'appel<sup>1</sup>, alors que l'ordonnance pouvait faire antérieurement seulement l'objet d'un pourvoi en cassation, non suspensif de surcroît. L'ordonnance du Premier Président de la Cour d'appel est désormais susceptible d'un pourvoi en cassation, dans un délai de 15 jours et conformément aux règles du code de procédure civil.

325. Les inspecteurs vietnamiens ont eux-aussi la faculté de demander des explications aux personnes qu'ils souhaitent interroger, afin d'avancer dans leurs investigations. Ils peuvent aussi procéder à des perquisitions et saisies à condition qu'il existe des raisons de penser qu'en cas contraire la disparition ou la dispersion d'informations est probable ; c'est le Directeur du groupe d'inspection qui prendra une telle décision, mais celle-ci sera subordonnée à l'approbation écrite du Directeur de l'Inspection Boursière donnée dans les 24 heures qui suivent la demande, et à défaut, les informations, sur quelque support qu'elles soient, devront être restituées à leur propriétaire<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Art. L621-12, al 12 CMF, sur les modalités de mise en œuvre de ce recours

<sup>2</sup> Art. 115 et 116 *ibid*. Il convient de relever que le Président du Comité d'Etat de la Bourse ou le Directeur de l'Inspection Boursière ont la possibilité de demander à l'autorité judiciaire de geler les actifs de l'intéressé et de lui faire suspendre temporairement son activité professionnelle pour ne pas nuire sérieusement aux intérêts de l'Etat ou aux droits et intérêts des autres participants sur les marchés financiers.

326. Des procès-verbaux sont établis dans le cadre des enquêtes et des contrôles françaises<sup>1</sup> et des inspections vietnamiennes<sup>2</sup>, et les résultats de celles-ci font l'objet d'un rapport écrit indiquant les faits relevés susceptibles de constituer des manquements aux autres obligations professionnelles ou une infraction pénale<sup>3</sup>, ainsi que des recommandations sur les moyens de mettre fin aux violations en droit vietnamien<sup>4</sup>. En France, le rapport d'enquête est remis à la personne mise en cause excepté lorsque des faits qui y sont mentionnés sont susceptibles de constituer des délits boursiers. Il est en outre examiné par le collège de l'AMF qui va décider de la suite à lui donner en fonction des éléments qu'il contient. En présence de pratiques nuisibles au bon fonctionnement des marchés et contraires aux dispositions législatives ou réglementaires, cet organe ouvrira une procédure de sanction<sup>5</sup>, voire activera une procédure d'injonction<sup>6</sup> sur proposition du Secrétaire général de l'Autorité<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> Art.15 décret préc.

<sup>2</sup> Art.116 Loi 70

<sup>3</sup> Art.16 décret préc.

<sup>4</sup> Art. 117 Loi 70

<sup>5</sup> Art. L. 621-15. – I CMF :

« Le collège examine le rapport d'enquête ou de contrôle établi par les services de l'Autorité des marchés financiers, ou la demande formulée par le président de l'Autorité de contrôle prudentiel.»

S'il décide l'ouverture d'une procédure de sanction, il notifie les griefs aux personnes concernées. Il transmet la notification des griefs à la commission des sanctions, qui désigne un rapporteur parmi ses membres. La commission des sanctions ne peut être saisie de faits remontant à plus de trois ans s'il n'a été fait pendant ce délai aucun acte tendant à leur recherche, à leur constatation ou à leur sanction.

En cas d'urgence, le collège peut suspendre d'activité les personnes mentionnées aux a et b du II contre lesquelles des procédures de sanction sont engagées.

Si le collège transmet au procureur de la République le rapport mentionné au premier alinéa, le collège peut décider de rendre publique la transmission.

<sup>6</sup> « Art. L. 621-14. - I.CMF :

« Le collège peut, après avoir mis la personne concernée en mesure de présenter ses explications, ordonner qu'il soit mis fin, en France et à l'étranger, aux pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires, lorsque ces pratiques sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles. Ces décisions peuvent être rendues publiques.

<sup>7</sup> Article 17 décret préc.

327. En tout état de cause, le rapport qui fait état de faits vraisemblablement constitutifs d'infractions pénales fera l'objet d'une transmission au Procureur de la République au niveau français. Toutefois, ledit document qui ferait mention de faits pour lesquels le régulateur national ne serait pas compétent sera transmis aux autorités nationales ou internationales compétentes, tandis que celui qui ne relève aucun manquement substantiel entraînera le classement du dossier avec éventuellement formulation d'observations.

328. Du côté vietnamien, le rapport relatif à l'inspection diligentée est transmis à la personne qui a pris la décision d'inspection, c'est-à-dire soit le Directeur de l'Inspection Boursière soit le Président du Comité d'Etat de la Bourse, laquelle doit formuler des conclusions écrites dans un délai de 15 jours à compter de la réception du rapport. Il convient de souligner que lesdites conclusions préconisent notamment les méthodes à appliquer en présence de comportements sanctionnables. Dans tous les cas, les conclusions sont portées à la connaissance du Président de l'Autorité de Régulation Boursière et à la personne qui a fait l'objet de l'inspection ; dans le cas où c'est le Président du CEB qui a pris la décision diligentant l'inspection, ce document est adressé au Ministre des Finances. Dans les 15 jours à compter de la date de réception du rapport par le Directeur de l'Inspection Boursière ou de la date de transmission de son rapport au Ministre, ledit président doit décider de la suite à donner à l'affaire dans le cadre de ses attributions, notamment quant à l'ouverture d'une procédure de sanction<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Art.117 Loi 70 par interprétation extensive, adde art.45 du Décret 36 a contrario

329. Le dossier sera transféré aux autorités judiciaires vietnamiennes dans les 5 jours à compter de la découverte d'indications démontrant la commission d'une infraction pénale. Le Président doit immédiatement enjoindre quiconque commettant des actes contraires aux règles de marché et aux textes en vigueur de cesser ses agissements<sup>1</sup>.

## SECTION 2. LE POUVOIR REGLEMENTAIRE

330. En France, l'exercice du pouvoir réglementaire par l'Autorité des Marchés Financiers est un de ses attributs les plus importants, ce que celle-ci reconnaît elle-même, dès lors qu'elle affirme que tous les « instruments, qui permettent à l'autorité de régulation boursière d'intervenir a priori et a posteriori selon les cas, sont bien entendus complémentaires et interdépendants. Ils participent tous à la régulation si bien qu'il semble difficile d'en privilégier un par rapport aux autres », et, que néanmoins, « on peut considérer que la première tâche, considérable et fondatrice, accomplie par l'AMF en 2004, a concerné la rédaction de son règlement général. Ce corpus de règles, véritable « code » de la régulation de marché en France, intègre et actualise les textes conçus par la COB et le CMF. Evolutif, à l'image des marchés financiers, des acteurs et des produits que l'AMF est chargée de réguler, le règlement général de l'AMF est régulièrement mis à jour et complété au fur et à mesure des évolutions législatives et réglementaires, communautaires et nationales, comme des innovations issues de la pratique<sup>2</sup>. »

331. Il en est de même au Vietnam, et ce, depuis la création du Comité d'Etat de la Bourse, la preuve étant que les attributions réglementaires de

<sup>1</sup> Art. 37 Décret No. 36-2007-ND-CP du Gouvernement sur les sanctions administratives dans le domaine des instruments financiers et des marchés financiers.

<sup>2</sup> Sénat, *Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié (Tome 2 : Annexes)*, « Chapitre VII. Les autorités administratives, le gouvernement et l'administration », 2006. Consultable sur [www.senat.fr](http://www.senat.fr) : Travaux parlementaires > Rapports > Rapports d'office parlementaire

ce dernier sont toujours décrites en premier lieu dans les différents textes qui ont été et sont en vigueur à ce propos. Déjà, le décret 75 du 28 novembre 1996 relatif à l'établissement de l'autorité de régulation vietnamienne chargeait celle-ci d'élaborer les textes juridiques relatifs aux instruments financiers et au marché boursier pour les soumettre à l'homologation des autorités compétentes, d'organiser leur mise en œuvre et prendre les règlements sur les introductions en bourse, les informations délivrées par les acteurs de la Bourse et les impôts et taxes à percevoir. A l'heure actuelle, le pouvoir réglementaire du Comité est mentionné dès l'art.2 de la Décision 112 du 11 septembre 2009<sup>1</sup>.

332. Du côté français, on relèvera que le gendarme de la Bourse français élabore des actes unilatéraux à portée générale auxquels le Droit ne reconnaît pas un effet contraignant –lesquels s'opposent donc aux actes décisives<sup>2</sup> -et néanmoins, force est de constater que ceux-ci influent de plus en plus de façon indirecte sur l'ordonnancement juridique. Le Législateur de France a ainsi fait un constat similaire en ce qui concerne, plus largement les autorités administratives dont l'Autorité des Marchés Financiers fait partie et qui est le suivant: « ...plus encore si l'Autorité administrative en cause a du prestige et de l'autorité, il suffit que, notamment par le biais de son Président, elle formule des observations générales, ou des anticipations, ou des souhaits, pour que le crédit dont elle dispose entraîne le respect de ces formulations générales par les parties prenantes, surtout si nous sommes dans un système auto observé, comme si elles étaient dotées d'une portée normative.<sup>3</sup> » Dès

<sup>1</sup> Il s'agit de la Décision No.112-2009-QD-TTg du Premier Ministre sur les missions, les attributions et l'organisation du Comité d'Etat de la Bourse placé sous le Ministère des Finances, laquelle est entrée en vigueur le 01.11.2009. Avant elle, c'est l'art.2 de la Décision No.63-2007-QD-TTg du Premier Ministre en date du 10 mai 2007 qui déterminait ce pouvoir réglementaire

<sup>2</sup> R.Chapus, Droit administratif général, Montchrestien, coll. Domat – Droit public, 10<sup>e</sup> édition, 1996, Tome 1, n°555 : « un acte unilatéral est une décision lorsque la manifestation de volonté de son auteur se traduit par l'édition d'une norme destinée à modifier l'ordonnancement juridique ou bien, au contraire, à le maintenir en l'état ». L'auteur, par là, consacre le *distinguo* entre actes décisives et ceux non-décisives.

<sup>3</sup> Sénat, id.

lors, il apparaît que de tels actes rendus par l'Autorité des Marchés Financiers constituent par leur essence de véritables soft law.

Aussi il convient dans cette partie d'étudier dans un premier temps le pouvoir réglementaire stricto sensu dont la force obligatoire est incontestable et incontestée (§1), et dans un second temps le pouvoir réglementaire exercé sur le mode des soft law (§2).

### §1. Le pouvoir réglementaire stricto sensu

333. En France, le législateur a imposé expressément que l'Autorité des Marchés Financiers exerce son pouvoir dans un texte unique dénommé le « Règlement général » : « Pour l'exécution de ses missions, l'Autorité des marchés financiers prend un règlement général qui est publié au Journal officiel de la République française, après homologation par arrêté du ministre chargé de l'économie. »<sup>1</sup>

334. En réalité, les attributions de l'Autorité de France relatives au Règlement général sont strictement encadrées. D'une part, ses dispositions sont impérativement homologués par arrêté du ministre de l'économie ce qui sous-entend un certain contrôle par ce dernier, et le Gouvernement a en outre la possibilité de pallier les carences du gendarme des marchés financiers français en ce domaine et en situation d'urgence via l'édiction de décrets<sup>2</sup>.

335. D'autre part, au niveau de la France, la Loi de Sécurité Financière pose un certain formalisme que le régulateur se doit de respecter dès lors qu'il élabore des textes : « Bien que les acteurs de marché participent déjà fortement au collège de l'AMF, qui adoptera les textes avant leur

<sup>1</sup> Article L621-6 CMF

<sup>2</sup> Article L621-7-2 CMF : « En cas de carence de l'Autorité des marchés financiers malgré une mise en demeure adressée par le ministre chargé de l'économie, les mesures urgentes nécessitées par les circonstances sont prises par décret. »

homologation par le ministre, l'Autorité devra procéder à de larges consultations avant de prendre les textes. En faire une obligation dans la loi serait excessivement rigide ; en revanche, l'autorité pourra adopter un code de conduite sur les modalités de consultation (utilisation d'Internet, délais, traitement des réponses...), sur l'exemple du comité européen des régulateurs de valeurs mobilières »<sup>1</sup>.

336. C'est l'article L621-7 CMF- commençant par ces termes : « Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers détermine notamment »- qui délimite principalement l'étendue du pouvoir réglementaire du régulateur boursier français. Il apparaît pertinent, de définir celle-ci par rapport aux différents intervenants sur les marchés financiers.

337. De prime abord, l'Autorité a pour mission, au niveau national, de créer les règles relatives aux émetteurs et qui sont essentiellement des obligations d'information, c'est-à-dire les règles de pratique professionnelle qui s'imposent lorsque ceux-ci font une offre au public ou une introduction en bourse<sup>2</sup>. Ensuite, sa compétence est reconnue pour établir les règles en matière d'offres publiques d'acquisition<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Exposé des motifs, Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de Sécurité Financière

<sup>2</sup> Article L621-7, I CMF :

« Les règles de pratique professionnelle qui s'imposent aux émetteurs lorsqu'ils procèdent à une offre au public ou dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ainsi que les règles qui doivent être respectées lors d'opérations sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations. »

<sup>3</sup> Article L621-7, II CMF :

« Les règles relatives aux offres publiques d'acquisition portant sur des titres financiers admis aux négociations sur un marché réglementé. »

338. De plus, il lui incombe de définir les règles relatives aux professionnels de marché, et plus particulièrement pour ce qui a trait à l'accès ou à l'exercice de leurs activités, pour la plupart de ceux-ci<sup>1</sup>, c'est-à-dire en ce qui concerne les conditions d'agrément et d'exercice de l'activité de sociétés de gestion de portefeuille<sup>2</sup>.

339. L'Autorité des Marchés Financiers française détermine aussi :

- Les conditions d'agrément et d'exercice de l'activité des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs<sup>3</sup>,
- Les conditions d'exercice de l'activité de dépositaire d'organismes de placements collectifs<sup>4</sup>,
- Les conditions d'exercice, par les prestataires de services d'investissement, des services connexes,
- Les conditions d'adhésion aux chambres de compensation et d'exercice des activités des adhérents de ces chambres<sup>5</sup>,
- Les conditions d'exercice des activités de conservation ou d'administration d'instruments financiers<sup>6</sup>,
- Les conditions d'habilitation des dépositaires centraux et les conditions dans lesquelles l'Autorité approuve leurs règles de fonctionnement<sup>7</sup>;

<sup>1</sup> Le Législateur et le ministre chargé de l'économie adoptent les dispositions relatives aux conditions d'agrément des prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion ; v. art. L532 -2 CMF et L532-3 CMF, ainsi que Décret n° 96-880 du 8 octobre 1996 modifié par le décret 2003-1103 du 23 novembre 1996 pour la mise en œuvre détaillée.

<sup>2</sup> Art. L621-7, V, 1° CMF

<sup>3</sup> Art. L621-7, V, 2° CMF

<sup>4</sup> Art. L621-7, V, 4° CMF

<sup>5</sup> Art. L621-7, IV, 2° CMF :

« Les conditions d'adhésion aux chambres de compensation et d'exercice des activités des adhérents des chambres de compensation mentionnées à l'article L. 440-2 »

<sup>6</sup> Art. L621-7, VI, 1° CMF :

« Les conditions d'exercice des activités de conservation ou d'administration d'instruments financiers par les personnes morales qui effectuent des opérations d'offre au public de titres financiers ou d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et les intermédiaires habilités à ce titre dans les conditions fixées à l'article L. 542-1 »

<sup>7</sup> Art. L621-7, VI, 2° CMF

- Les conditions d'exercice de l'activité d'analyse financière et de recherche en investissement par des personnes qui ne sont pas prestataires de services d'investissement<sup>1</sup>,
- Les conditions entourant l'activité de négociation pour compte propre ou pour le compte de tiers par des personnes qui ne sont pas des prestataires de services d'investissement<sup>2</sup>.

340. En ce qui concerne les professionnels de marché, ce Gendarme des marchés financiers européen adopte les règles de bonne conduite que ceux-ci sont tous tenus de respecter : prestataires de services d'investissement, teneurs de compte conservateurs, dépositaires d'OPCVM, dépositaires centraux et gestionnaire de service de règlement-livraison, membres des marchés réglementés n'ayant pas la qualité de prestataires de services d'investissement, entreprises de marché, chambres de compensation, organismes de placement collectif et leurs sociétés de gestion, intermédiaires en biens divers, personnes habilitées à procéder au démarchage, analystes financiers<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Art. L621-7, VIII, 1° CMF

<sup>2</sup> Art. L621-7, IV, 4° CMF

<sup>3</sup> Art. L621-7, III CMF – En vertu de l'art. 621-9 CMF, I., « Ne sont pas soumis au contrôle de l'Autorité des marchés financiers les marchés d'instruments créés en représentation des opérations de banque qui, en application de l'article L. 214-4, ne peuvent pas être détenus par des organismes de placement collectif en valeurs mobilières. »

Le point II du même article énonce la liste des entités ou personnes concernées, ce sont, dans tous les cas : « 1° Les prestataires de services d'investissement agréés ou exerçant leur activité en libre établissement en France ;

2° Les personnes autorisées à exercer l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers mentionnées à l'article L. 542-1, y compris les dépositaires d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières ;

3° Les dépositaires centraux et les gestionnaires de système de règlement et de livraison d'instruments financiers ; 4° Les membres des marchés réglementés mentionnés à l'article L. 421-8 ; 5° Les entreprises de marché ;

6° Les chambres de compensation d'instruments financiers ;

7° Les organismes de placements collectifs et leurs sociétés de gestion ;

8° Les intermédiaires en biens divers ;

9° Les personnes habilitées à procéder au démarchage mentionnées aux articles L. 341-3 et L. 341-4 ;

10° Les conseillers en investissements financiers ;

11° Les personnes, autres que celles mentionnées aux 1° et 7°, produisant et diffusant des analyses financières. »

En outre, le régulateur français est également chargée d'assurer le respect, par les prestataires de services d'investissement mentionnés à l'article L. 532-18, des dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables, dans les conditions prévues aux articles L. 532-19 à L. 532-21.

341. Plus précisément, ce régulateur asiatique détermine aussi « les règles de bonne conduite s'appliquant aux personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des personnes qui produisent et diffusent des analyses financières, à titre de profession habituelle, et les dispositions propres à assurer leur indépendance d'appréciation et la prévention des conflits d'intérêt<sup>1</sup>. »

342. Enfin, en vertu de l'art. L621-7 CMF, il élabore les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des marchés, qu'ils soient réglementés<sup>2</sup> ou non<sup>3</sup> ainsi que des entreprises de marché<sup>4</sup>. Il est en charge de définir les conditions de reconnaissance, de révision ou de retrait de la qualité de marché réglementé d'instruments financiers, les conditions d'autorisation à une entreprise de marché de gérer un système multilatéral de négociation et les règles relatives à son information et à celle du public concernant les ordres et les transactions sur instruments financiers cotés<sup>5</sup>.

343. Du côté vietnamien, la décision 112 de 2009 indique que le Comité d'Etat de la Bourse est tenu de soumettre au Ministre des finances différents textes, afin que ce dernier les soumette à son tour au Gouvernement et/ou au Premier Ministre en vue de leur adoption. Ce sont :

-les projets de loi et les projets de résolution de l'Assemblée Nationale<sup>6</sup>, les projets d'ordonnance et les projets de résolution du Comité

<sup>1</sup> Art. L621-7, VIII, 2° CMF

<sup>2</sup> Art. L621-7, VI, 3° :

« Les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers et les conditions dans lesquelles l'Autorité des marchés financiers approuve les règles de fonctionnement de ces systèmes, sans préjudice des compétences conférées à la Banque de France par l'article L. 141-4. »

<sup>3</sup> Art. L621-7, VII, 3°, c'est-à-dire les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des systèmes multilatéraux de négociation.

<sup>4</sup> Art. L621-7, VII, 4°

<sup>5</sup> Art. L621-7, VII CMF

<sup>6</sup> Le Comité d'Etat de la Bourse est d'ailleurs à l'origine de la Loi sur les Instruments Financiers de 2006.

permanent de l'Assemblée Nationale, les projets de décret du Gouvernement et les projets de décisions du Premier Ministre dans le domaine des instruments financiers et des marchés boursiers ;

-les stratégies, le programme-cadre, le programme relatif aux objectifs nationaux, le plan d'action, ainsi que d'autres plans, programmes et projets importants dans le domaine des instruments financiers et des marchés boursiers ;

Il est également chargé de soumettre au Ministre des Finances, toujours pour examen et adoption, par celui-ci :

-des projets de circulaire et des autres textes juridiques sur les instruments financiers et les marchés boursiers ;

-et des plans de développement annuels relatifs aux marchés financiers.

344. Par ailleurs, l'autorité du Vietnam adopte lui-même les textes directeurs relatifs aux professionnels, ainsi que les règles, les règlements et les autres textes juridiques qu'il estime nécessaires dans la limite de ses compétences<sup>1</sup>. Cette formulation large du pouvoir réglementaire du gendarme boursier vietnamien révèle qu'il peut édicter des règles dans l'ensemble des domaines placés sous sa compétence, c'est-à-dire en ce qui concerne les émetteurs, les professionnels de marché, ainsi que les principes d'organisation et de fonctionnement des marchés et même au-delà des compétences réglementaires de l'Autorité des Marchés Financiers.

345. Enfin, même si les textes ne le mentionnent pas, le Comité consulte lui-aussi les différents intervenants de marché et les associations qui s'intéressent à la Bourse, préalablement à l'élaboration d'un texte juridique. A titre d'exemple, on relèvera qu'il a procédé à une telle consultation en posant un appel à contribution sur son site en

<sup>1</sup> Art.2 Décision 112 du Premier Ministre

ce qui concerne son projet de circulaire sur les opérations d'achat et de revente des titres de capital des entreprises d'investissement<sup>1</sup>.

A coté du pouvoir réglementaire tel que défini classiquement et que l'on vient d'observer, l'Autorité des Marchés Financiers a de plus en plus recours à des actes que l'on peut appréhender comme appartenant au pouvoir réglementaire tel que conçu lato sensu. Il est bon de s'intéresser davantage à la manière dont l'AMF procède quant à l'élaboration de ces actes et de voir si le Comité du Vietnam procède de la même façon (§2).

## §2. Le pouvoir réglementaire lato sensu

346. En plus des actes réglementaires proprement dit, ledit pouvoir englobe aussi la possibilité pour le gendarme des marchés financiers, qu'il soit vietnamien ou français, de prendre des actes non-décisoires à portée générale et impersonnelle, c'est-à-dire qui ne sont pas destinés à une ou plusieurs personnes précisément déterminées<sup>2</sup>. Dès lors, ces actes englobent en France la majeure partie de la doctrine de l'AMF, laquelle connaît une évolution récente. Dans la lignée de son plan stratégique, l'autorité de régulation boursière poursuit ses efforts pour structurer sa doctrine, dans l'optique de la rendre plus lisible. Plus précisément, il s'agit, selon le Gendarme financier national, d'en clarifier le champ et la portée, d'en structurer le processus d'élaboration et d'imposer une mise en forme adaptée de ses textes destinée à conduire à leur

<sup>1</sup> V. site du Comité d'Etat de la Bourse : TIN TUC> Tin Uy Ban Chung khoan UBCKNN lay y kien du thao Thong tu huong dan giao dich mua - ban lai chung khoan cua cong ty chung khoan, 01 octobre 2009.

<sup>2</sup> Le rescrit, qui existe en droit français, est un acte juridique particulier, est exclu de cette étude. Si l'Autorité des Marchés Financiers y recourt, via une publication sous couvert d'anonymat du demandeur, pour informer les acteurs des marchés financiers sur l'application de dispositions du Règlement Général, cet acte ne vaut que pour le demandeur de bonne foi selon l'art.122-3 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers, Pour plus de détails sur cet acte, v. T.Bonneau et F.Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2005, n°273. Il en est de même en ce qui concernent les communiqués par lesquels l'Autorité des Marchés Financiers peut « porter à la connaissance du public les observations qu'elle a été amenée à faire à une société ou les informations qu'elle estime nécessaires », selon l'article L. 621-18 du Code Monétaire et Financier, et qui sont à utiliser avec précaution : v..Bonneau et F.Drummond, op.cit., n° 274

classification rapide et cohérente<sup>1</sup>. A l'heure où ces propos sont couchés sur le papier, la codification de la doctrine ancienne de l'Autorité des Marchés Financiers est en cours et nombreux textes sous leur forme initiale perdurent actuellement. Aussi, il convient, dans la présente étude de s'intéresser aux instructions et aux recommandations (A) avant de se pencher sur les autres types d'actes (B).

#### A. Les instructions et les recommandations

347. Aux termes de l'art. L621-6 alinéa 2 du Code monétaire et financier, l'Autorité de France peut « publier des instructions (...) aux fins de préciser l'interprétation du Règlement général. » Ces actes sont définis comme ayant pour objet de « préciser l'interprétation qui doit être faite des règles de fond et de forme établies par l'Autorité des Marchés Financiers » et ils sont l'occasion pour leur auteur de rappeler quelles sont les règles applicables et comment elles doivent être mises en œuvre »<sup>2</sup>. Ainsi il s'agit de lignes de conduites à respecter.

348. Les recommandations, quant à elles, sont également définies à l'art. L 621-6 CMF français<sup>3</sup>. Si elles apparaissent comme des lignes de conduite à suivre à l'instar des instructions et « remplissent essentiellement une fonction pédagogique de promotion de l'information »<sup>4</sup>, elles se distinguent de ces dernières en ce qu'elles n'ont aucune force obligatoire hormis exception posée par le Législateur<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Autorité des Marchés Financiers, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'Autorité des Marchés Financiers », 7 déc. 2010

<sup>2</sup> A. Ballot-Léna, « Les actes non-décisoires de l'AMF ; Quand le « droit mou » s'endurcit », in colloque Le droit mou, une concurrence faite à la Loi, CEDCACE, Paris XX-Nanterre, Novembre 2004

<sup>3</sup> Comme les instructions, elles ont pour objet de « préciser l'interprétation du règlement général ».

<sup>4</sup> N.Decoopman, *La Commission des Opérations de Bourse et le droit des sociétés*, Préface B. Oppéit, Economica, 1980, p.96 - V. aussi à titre d'illustration : « Orientations de l'Autorité des Marchés Financiers sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise », RDBF n°2, mars/avr.2004, p.121

<sup>5</sup> N.Decoopman, op.cit., p.72 et s.

349. Nonobstant, il convient de souligner du côté français, qu'instructions et recommandations semblent être considérées pareillement par le Législateur. Effectivement, il existe une certaine opposition au sein des actes de l'Autorité découlant des termes de l'al.1 de l'article L.621-6 CMF et de ceux de l'al.2 dudit article, ainsi que T. Bonneau et F. Drummond l'ont fait remarquer à juste titre<sup>1</sup>. Les dispositions du 1<sup>er</sup> alinéa affirment que, « pour l'exécution de ses missions, l'Autorité des marchés financiers prend un règlement général qui est publié au Journal officiel de la République française, après homologation par arrêté du ministre chargé de l'économie », tandis que l'al.2 énonce que : « L'Autorité des marchés financiers peut, pour l'application de son règlement général et l'exercice de ses autres compétences, prendre des décisions de portée individuelle. Elle peut également publier des instructions et des recommandations aux fins de préciser l'interprétation du règlement général. »

350. Au demeurant, force est de constater que, indéniablement, les circulaires et les recommandations du régulateur de la Bourse français ont une certaine portée juridique. D'abord, en raison du rayonnement de l'AMF sur les marchés financiers nationaux et européens, les différents intervenants sur ces marchés sont tenus de respecter ces textes. En outre, le gendarme des marchés financiers est lui-même conduit à les appliquer pour des raisons de sécurité et de cohérence juridique<sup>2</sup>. De surcroît, l'utilité de ces documents juridiques, d'un point de vue pratique, n'est plus à démontrer. Ces remarques sont tout à fait valables à l'égard de l'autorité de régulation financière du Vietnam, pour les textes juridiques de même nature.

<sup>1</sup> T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2005, n°271

<sup>2</sup> En ce sens, O. Dufour, « La C.O.B entend sécuriser la pratique dite de « data room », LPA, 11-12 novembre 2003, N° 225-226, p.1

351. Au Vietnam, le Comité d'Etat de la Bourse prend lui-aussi des instructions qui sont prises sous forme de circulaires. Ils font partie des textes directeurs relatifs aux professionnels des marchés que ce régulateur adopte dans la limite de ses attributions conformément à la décision 112. La circulaire sur les opérations d'achat et de revente des titres de capital des entreprises d'investissement, citée précédemment, en est un exemple.

352. Pour ce qui est des recommandations, le Comité d'Etat de la Bourse ne semble pas en publier pour le moment. Il apparaît judicieux que cette autorité ait recours à de tels actes dans un avenir proche afin d'uniformiser les comportements sur les marchés financiers et prévenir ainsi les comportements répréhensibles.

#### B. Les autres types d'actes

353. En plus de ces instructions et des recommandations consacrées comme telles par le Code monétaire et financier français, il est bon de citer d'autres types d'actes qui s'en rapprochent singulièrement en raison de leur caractère interprétatif d'un règlement et qui seront dorénavant et principalement des positions du point de vue juridique<sup>1</sup>.

354. Ceux-ci présentent des caractéristiques propres qui les distinguent des circulaires et des recommandations en ce qu'ils peuvent aussi venir interpréter une instruction ou une recommandation elle-même ou simplement exprimer l'opinion du gendarme de la Bourse quand celui-ci ne souhaite pas intervenir dans le champ du pouvoir réglementaire stricto sensu. D'autre part, ils ne sont pas pris spontanément par l'autorité de régulation boursière de France, mais en réaction à un grand nombre d'interrogations sur un sujet précis. Ces actes sont diffusés sur le site

<sup>1</sup> Les pratiques de marché admises ne sont relatives qu'aux abus de marché et font naître une présomption de légitimité pour qui s'y conforme

internet de l'Autorité de France afin d'informer le plus largement possible les acteurs de marché.

355. Ces textes, qui appartiennent à la doctrine ancienne du Gendarme des marchés financiers de France, sont en train d'être requalifiés en s'attachant à la nouvelle classification posée. C'est le cas, en particulier, des vade-mecum. On peut citer, à titre d'exemple, le "vade-mecum à l'attention des dirigeants des sociétés cotées sur la diffusion de l'information" de 1993 ,dans lequel l'Autorité des Marchés Financiers expliquait que, "fréquemment interrogée par les émetteurs sur les précautions à prendre en matière de diffusion d'informations", elle avait décidé d'établir un vade-mecum « destiné à servir de guide pratique en la matière » destiné aux dirigeants et responsables de la communication financière des sociétés cotées. Elle précisait également que ce document "ne [contenait] aucune obligation nouvelle, mais il [s'efforçait] de répondre aux souhaits des émetteurs de clarifier les conditions de diffusion des informations susceptibles d'influencer le cours des titres en bourse »<sup>1</sup>.

356. De par le passé, les « positions »<sup>2</sup> de l'AMF étaient présentées le plus souvent comme des « guides » ou des « listes de questions-réponses ». Leur but est d'éclairer une catégorie de personnes qui s'interroge sur un sujet déterminé, et elles étaient également accessibles via son outil en ligne dénommé « foire aux questions ».

357. Ainsi, il existe encore à l'heure actuelle des « Questions-réponses sur les obligations d'information financière des sociétés cotées sur Euronext Paris » qui ont été modifiées le 03 octobre 2008. De même que l'Autorité de France avait annoncé le 15 décembre 2009 la publication d'une liste de questions-réponses sur les interventions pour compte propre des prestataires de services d'investissement en période d'offre

<sup>1</sup> Bulletin COB n°272, septembre 1993, P.7.

<sup>2</sup> <http://www.amf-france.org>, rubrique « Positions de l'AMF »

publique afin de répondre aux interrogations des professionnels sur les nouvelles dispositions entrées en vigueur le 1er octobre 2009 des modifications du Livre II du règlement général de l'AMF portant précisément sur lesdites interventions<sup>1</sup>.

358. En France, la nouvelle classification doctrinale de l'autorité régulatrice boursière conduit cette dernière à élaborer des documents hybrides car de nature duale du point de vue juridique. Ainsi en est-il des « positions-recommandations », qui, comme leur nom l'indique, se composent de positions et de recommandations en leur sein, telle la position-recommandation n°2010-10 du 17 novembre 2010 relative à la communication des sociétés sur leurs indicateurs financiers, ou bien celle publiée sous forme de guide et qui traite du passage du prospectus simplifié au document d'information clé pour l'investisseur. Par ailleurs, l'Autorité des Marchés Financiers assimile maintenant les guides, rapports et les questions-réponses comme étant uniquement des supports auxquels elle a annoncé recourir avec parcimonie pour l'ensemble de sa doctrine afin de garantir la clarté de la doctrine<sup>2</sup>. Gageons qu'il en sera ainsi.

359. Quant au Comité d'Etat de la Bourse, il ne semble pas répondre aux interrogations des émetteurs ou des professionnels de marché par le biais de positions ou de tout autre texte assimilé. Il est d'ailleurs assez curieux de constater que d'autres autorités étatiques font valoir leurs positions pour des sujets qui apparaissent comme étant de prime abord du domaine de compétence du Comité.

<sup>1</sup> Autorité des Marchés Financiers, Communiqué de presse du 15 déc. 2009

<sup>2</sup> Par ex. : AMF, Recommandation n° 2010-13 du 02 déc. 2010, Rapport sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale

360. On peut citer à titre d'exemple la réponse du Gouverneur de la Banque d'Etat du Vietnam sur la participation des établissements de crédit au marché libre national, laquelle a été adressée aux directeurs des antennes municipales et provinciales de la Banque d'Etat ainsi qu'aux présidents des conseils d'administrations des établissements de crédit et est publiée sur le site internet des places financières afin que le plus grand nombre soit informé<sup>1</sup>.

361. Dès lors, il lui appartient de concevoir au moins sur son site une rubrique destinée a minima à ses positions afin de pouvoir informer les différents acteurs des marchés de capitaux tout en leur apportant une information officielle et facilement accessible. Afin que celle-ci soit compréhensible du plus grand nombre, il apparaît, nécessaire, à notre sens, qu'elle soit aussi traduite dans la langue de Shakespeare.

<sup>1</sup> Gouverneur de la Banque d'Etat du Vietnam, Lettre officielle n° 7430-NHNN-TTGSNH du 24 sept. 2009

Conclusion du chapitre.

362. Au vu de notre étude, force est de constater que la France et le Vietnam ont chacun un cadre juridique bien élaboré, sophistiqué, et cohérent, lesquels, au surplus, présentent de nombreuses similitudes dans les domaines du contrôle de l'information et de la surveillance. Le régime juridique qui entoure l'offre au public et l'admission aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation organisé est satisfaisant au niveau français comme vietnamien. La surveillance l'est aussi mais doit être davantage clarifiée au Vietnam en matière d'enquêtes.

363. Pour ce faire, le Vietnam a dû déployer des efforts spectaculaires pour mettre en place de nombreuses réformes importantes en un court laps de temps, et ces dernières méritent d'être soulignées. Avec l'adoption de la Loi sur les instruments financiers, ce pays consacre expressément la notion d'offre au public, et les opérations liées à cette offre se trouvent désormais régulées de manière uniforme.

364. L'enchevêtrement, voire la superposition des différents textes juridiques applicables aux sociétés par actions vietnamiennes –lesquelles auparavant étaient régies par le Décret 144 de 2003-, aux « entreprises actionnarisées », aux établissements de crédit et aux entreprises à capitaux étrangers converties en sociétés par actions ont ainsi disparu au bénéfice d'une meilleure compréhension des mécanismes et du fonctionnement des marchés financiers.

365. Comme en France, il existe désormais des conditions générales et des conditions particulières tenant aux opérations financières en fonction de la nature desdits instruments financiers concernés. La notion de « société faisant une offre au public » est également explicitement adoptée par la Loi 70 du Vietnam. En effet, l'art.25 reconnaît cette qualification aux sociétés qui a déjà fait une offre au public, aux entreprises dont les titres sont cotés auprès des Bourses puisque au

Vietnam l'offre au public est toujours un préalable à la cotation, mais également aux sociétés dont les instruments financiers sont détenus par au moins 100 investisseurs (à l'exclusion des sociétés de placement) et pour lesquelles le capital libéré s'élève au moins à 10 milliards de VND (environ 400000 euros)<sup>1</sup>.

366. Cette conception étendue de la société faisant une offre au public a été retenue au Vietnam dans le but d'étendre les obligations d'information aux entreprises de taille importante - les sociétés actionnarisées en particulier- jusqu'à présent réticentes à s'engager sur les marchés financiers. Les titres diffusés auprès des investisseurs se retrouvent ainsi être de meilleure qualité, le nombre de produits sur les marchés financiers vietnamiens est augmenté, et corrélativement, la volatilité sur ces marchés, liée principalement au petit nombre de sociétés introduites en bourse, se trouve réduite. Le marché de gré-à-gré vietnamien ouvert en 2009 joue d'ailleurs jouer un rôle positif en ce domaine.

367. D'autre part, une nouveauté introduite par le droit positif du Vietnam est que ces sociétés doivent adhérer aux principes de bonne administration des entreprises prévue par la Loi sur les entreprises et défini pour la première fois avec le décret No. 12/2007/QD-BTC daté du 5 septembre 2007 relatif au gouvernement d'entreprise dans les sociétés cotées ; on remarquera que le droit d'information des actionnaires sur les activités de la société et l'interdiction aux membres dirigeants de révéler des informations non-publiées encore sur l'entreprise appartiennent à ces principes.

368. De surcroît, il est bon de noter que la responsabilité par rapport au contenu du prospectus vietnamien est à présent déterminée. Il se dégage des dispositions législatives et des modèles de prospectus que plusieurs

<sup>1</sup> Par son contenu, on peut émettre un rapprochement avec la notion d'appel public à l'épargne passif tel que décrit en comparaison du droit américain par P.-H.Conac in *La régulation des marchés boursiers par la COB et le SEC*, LGDJ, Bibliothèque du Droit Privé, Tome 386, 2002.

personnes peuvent voir leur responsabilité engagée. Pour les titres de capital et les titres d'emprunt, ce sont dans tous les cas, au sein de l'entreprise, le président du conseil d'administration, le directeur général, le directeur financier ou le chef comptable et le président du conseil de surveillance, ainsi que le syndicat et les consultants, qui doivent tous signer le prospectus. Dès lors, il s'agit d'une responsabilité plus étendue qu'en France où seulement le directeur général de la société qui veut diffuser ses titres au public signe le prospectus.

Des améliorations diverses mais nécessaires ont été apportées pour une plus grande transparence de l'information diffusée au niveau du Vietnam. Les formalités tenant aux offres au public et aux admissions à la négociation sur les marchés, en ce qui concerne les titres de capital et les titres d'emprunt, ont été simplifiées car considérées comme trop lourdes et les documents indispensables pour une offre au public de produits d'épargne collective sont déterminés depuis la Loi 70, l'art.10 du décret 144 n'y faisant pas référence auparavant.

369. En outre, un effort de clarté a été fait dans ce pays asiatique en ce qui concerne les informations privilégiées, pour lesquelles l'émetteur est dorénavant tenu de fournir des explications sur la survenance des événements découlant de leur diffusion, et si possible, des solutions pour remédier à la situation problématique générée, d'autre part les informations liées aux franchissements de seuil dans les prises de participation parmi lesquelles les nouvelles dispositions relatives aux obligations d'information<sup>o</sup> des actionnaires majoritaires étaient très attendues .

370. Par ailleurs, le Vietnam continue de réformer son droit de la comptabilité des entreprises adopté en 2003 et son droit sur les audits des sociétés adopté en 2001 dans un souci de transparence et d'une meilleure efficacité. Les normes comptables du pays (Standard Accounting of Vietnam) sont basées sur les normes comptables internationales (International Accounting Standards) et ont été adoptées progressivement et conformément à un plan.

371. Cependant, le système comptable actuel astreint les entreprises étrangères ayant des filiales au Vietnam de mettre en place un double système de comptabilité, excepté pour quelques cas en raison de la reconnaissance par le Ministère des Finances du système comptable d'un pays tel que la France, les USA, ou le Canada. De plus, le système comptable est fondé sur des activités spécifiques plutôt que sur des principes de base, ce qui fait naître des discriminations entre les entreprises locales, étrangères et les sociétés d'Etat au niveau des rapports financiers. Les nouvelles normes adoptées successivement au fil des ans gommant de plus en plus ces disparités en améliorant la comptabilité vietnamienne existante.

372. D'autre part, la Loi sur l'audit indépendant devrait être adoptée en 2011 et entrée en vigueur en 2012. Elle renforcera l'indépendance de l'Association de l'Audit et de la Comptabilité créée sous l'initiative du Gouvernement par le Ministère des Finances et soumettra dorénavant toutes les entreprises sans distinction, sociétés cotées incluses, les services publics et les institutions financières. Au demeurant, on notera que le vide juridique sur l'introduction en bourse des sociétés étrangères au Vietnam sera comblé sous peu sous la forme d'un décret.

373. Le processus d'établissement des marchés financiers vietnamiens en est encore à sa phase préparatoire durant laquelle les conditions nécessaires sont posées, et le Vietnam aura besoin en particulier des perfectionnements suivants.

374. Si la Loi sur les Instruments Financiers conditionne toute prise de participation à une approbation préalable du Comité d'Etat de la Bourse, conformément aux pratiques internationales, un texte autonome qui détermine concrètement les modalités des offres publiques d'acquisition et des offres publiques de retrait est primordial pour garantir une protection efficace des actionnaires minoritaires.

375. De plus, pour une meilleure intégration au sein des marchés financiers mondiaux, l'adaptation dans un avenir proche du prospectus au triptyque à la française faciliterait les procédures d'équivalence et apparaît dès lors comme souhaitable, d'autant plus qu'elle permettrait la mise en place de la procédure de shelf registration et que le résumé contenu dans le prospectus permet une compréhension aisée de l'épargnant.

376. La mise en œuvre de ces mesures serait conforme à la volonté de « développer la Bourse à différents niveaux pour répondre aux besoins qui se présentent concernant l'émission, la cotation et les opérations boursières » manifestée dans la décision relative au développement des marchés de capitaux pour la période 2010-2020 du 02 août 2007.

377. D'autant plus que cette même décision prévoit aussi que la surveillance des acteurs boursiers s'exercera en conformité avec les pratiques internationales, que celle-ci s'intensifiera en respectant la Loi, et que les organes régulateurs verront leur capacité de surveillance et de mise en application des différents textes juridiques renforcée. Il faut donc s'attendre à d'autres changements considérables en matière d'information financière et comptable et relativement à cette surveillance.

378. En France et au Vietnam, le pouvoir de contrôle et le pouvoir réglementaire des autorités de régulation boursières ont des contenus très proches. Pour chacun de ces pays, le cadre juridique de l'émission et de la cotation des instruments financiers est non seulement élaboré, mais de nombreuses similitudes existent aussi entre les règles de ces Etats en ce domaine. Le Vietnam a bien progressé en ce domaine en peu de temps et sait que des améliorations sont nécessairement à accomplir au fil du temps<sup>1</sup>. En se penchant sur les règles relatives à la surveillance, on a pu constater que celles-ci sont également très voisines et l'on peut avancer que le Vietnam ne sera pas en reste pour les perfectionner.

<sup>1</sup> Voir :

-Nguyen Thi Anh Van, « Diffusion de l'information sous la Loi sur les Instruments Financiers de 2006 » [Che do cong bo thong tin theo Luat chung khoan nam 2006] , TC Luat hoc, 2006, n° 8. pp. 60-66

- Thanh Van, «La technologie de l'information dans le domaine des instruments financiers-questions et solutions pour tous les intervenants de marché»[Cong nghe thong tin nganh chung khoan - nhung bai toan giai phap doi voi tung to chuc tham gia thi truong], Chung khoan Vietnam, n°9, 2006, pp. 21-23

-Phạm Nguyen Hoang, « Construire l'information qui renforce le marché boursier (suite) » [Xay dung he thong cong bo thong tin tren thi truong chung khoan (con nua)], Chung khoan Vietnam, n°3, 2005, p. 43-45

-Nguyen The Tho, « La Loi sur les Instruments Financiers garantit la publicité, l'équité, la transparence du marché ainsi que la protection des intérêts légitimes des investisseurs [Luat Chung khoan-Dam bao TTCK hoat dong cong khai, cong bang, minh bach, bao ve quyen va loi ich hop phap cua nha dau tu], Chung khoan Vietnam, n° 7, 2006, pp. 36-38

- Nguyen The Thọ , «Le projet de Loi sur les Instruments Financiers : nouveau contenu et faits marquants »[Du an luat chung khoan: Nhung noi dung doi moi chu yeu va quan trong], Chung khoan Vietnam, n°5, 2006, pp. 6-10.

-Le Nhị Nang, Nguyen Anh Tuan, « Regards sur les 6 années de fonctionnement passées de la Bourse de HCMV », [Trung tam giao dich chung khoan TP. Ho Chi Minh-Tong quan 6 nam hoat dong va phat trien], Chung khoan Vietnam, n°7, 2006, pp. 45-47

379. En outre, force est de constater que le pouvoir réglementaire est à droit constant aussi bien au niveau français<sup>1</sup> qu'au niveau vietnamien, en dépit des différents textes juridiques qui ont été ou sont en vigueur, et qu'il s'applique aussi bien aux émetteurs, aux professionnels de marché qu'au fonctionnement du marché boursier lui-même .

Les deux pays se servent toutefois de ce pouvoir réglementaire de manière différente en raison de la délimitation qui en a été faite par le Législateur. Ainsi, face à des attributions précises et limitées qui ne peuvent se manifester qu'au travers du Règlement Général<sup>2</sup>, l'Autorité des Marchés Financiers use de plus en plus du pouvoir réglementaire lato sensu. Le Comité d'Etat de la Bourse, quant à lui, se limite principalement pour l'instant au pouvoir réglementaire stricto sensu bien que la Loi ne l'ait pas expressément prévu, probablement en raison de la jeunesse de la Bourse et de son expérience peu aguerrie en ce domaine. A notre sens, un recours aux actes non-décisoires serait une bonne chose pour le Comité en raison en particulier de leur rôle pédagogique<sup>3</sup>. Enfin l'édiction d'un Règlement général à l'instar de l'Autorité française, lequel est très complet et détaillé<sup>4</sup>, améliorerait très certainement la transparence des différentes règles applicables en matière financière.

<sup>1</sup> T. Bonneau, « Règlement général », JCP sociétés, novembre 2004, p.28 : pour une analyse structurelle et thématique du projet de Règlement général ; HLN, « Caducité de certaines dispositions du règlement général du CMF et des règlements de la COB », Rev. Droit Bancaire et Financier, mars/avril 2004, p.122

<sup>2</sup> AMF, Communiqué de presse « L'AMF consulte sur son projet de règlement général transposant la 3ème directive anti- blanchiment », 23 sept.2009

<sup>3</sup> P.Bézar, « La Commission des Opérations de Bourse et le droit des sociétés », RJ com., 1982, p.81

<sup>4</sup> T.Bonneau, précité

## **PARTIE 2. L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS ET LE COMITE D'ETAT DE LA BOURSE: UNE REGULATION À GEOMETRIE VARIABLE**

Parce qu'elles ne sont pas parvenues au même stade de développement, les autorités de régulation des marchés financiers de France et du Vietnam connaissent des dissemblances qui sont particulièrement perceptibles lorsque l'on se penche sur les relations qu'elles entretiennent avec les tiers (chapitre 1), et surtout sur leurs aptitudes à réprimer des comportements répréhensibles au marché boursier (chapitre 2).

## **CHAPITRE 1. DEUX INSTITUTIONS QUI SE DISTINGUENT PAR LEURS RELATIONS**

380. Le présent chapitre s'intéresse à la place du Comité d'Etat de la Bourse vietnamien et de l'Autorité des Marchés Financiers française au sein du système étatique de leur pays respectifs (section 1). Cette étude est essentielle en ce qu'elle permet de s'interroger sur l'indépendance de ces régulateurs, de laquelle est majoritairement tributaire l'efficacité – voire la crédibilité- de l'institution. De surcroît, il est bon de garder à l'esprit qu'avec l'impartialité, l'indépendance est une des qualités fondamentales que le « tribunal » doit présenter conformément à l'article 6§1 de la Convention de sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés fondamentales<sup>1</sup> ; ces deux notions que sont l'indépendance et l'impartialité sont d'ailleurs tellement importantes qu'il arrive à la Cour de les retenir comme parfois des éléments de la définition du tribunal lui-même<sup>2</sup>. Ce chapitre s'attache dans un deuxième temps à l'analyse des relations bilatérales nouées par ces autorités du Vietnam et de France avec leurs consœurs étrangers et autres partenaires européens et internationaux (section 2).

<sup>1</sup> Article 6 §1 Convention de sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés fondamentales : « Toute personne a droit à ce que sa cause soit entendue équitablement, publiquement et dans un délai raisonnable, par un tribunal indépendant et impartial, établi par la loi, qui décidera, soit des contestations sur ses droits et obligations de caractère civil, soit du bien-fondé de toute accusation en matière pénale dirigée contre elle. Le jugement doit être rendu publiquement, mais l'accès de la salle d'audience peut être interdit à la presse et au public pendant la totalité ou une partie du procès dans l'intérêt de la moralité, de l'ordre public ou de la sécurité nationale dans une société démocratique, lorsque les intérêts des mineurs ou la protection de la vie privée des parties au procès l'exigent, ou dans la mesure jugée strictement nécessaire par le tribunal, lorsque dans des circonstances spéciales la publicité serait de nature à porter atteinte aux intérêts de la justice. »

Sur la distinction entre l'impartialité objective et l'impartialité subjective, voir n° 658 & s.

<sup>2</sup> Cf. infra, CEDH, 23 juin 1981, Le Compte, Van Leuven et De Meyere c. Belgique, A54

## **SECTION 1. RELATIONS AVEC LES POUVOIRS PUBLICS NATIONAUX RESPECTIFS**

Le statut juridique différencié de l'Autorité des Marchés Financiers et du Comité d'Etat de la Bourse, ainsi que leurs préoccupations quant à l'acquisition d'un pouvoir supplémentaire incarné à travers l'octroi du pouvoir de transaction, sont les thématiques au cœur de cette section.

### **Sous-section 1. Une situation juridique contrastée**

La nature juridique des gendarmes de la Bourse français et vietnamien, avec toutes les implications qui en découlent, et leur indépendance, font l'objet des propos qui suivent (§1-§2).

#### §1. Place au sein de l'appareil d'Etat

Un compte-rendu sur la place de chacune des deux institutions régulatrices des marchés financiers (A) et l'analyse des effets directs de cette situation (B) sont successivement abordés.

##### A. Contexte

381. En vertu de la Loi de Sécurité Financière française, l'Autorité des Marchés Financiers est une autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale<sup>1</sup> et appartient ainsi à une catégorie d'institutions administratives apparemment naissante en droit français. Il apparaît en effet que sa création a été précédée de celle de la Banque de France au statut sui generis, puis suivie de l'apparition de l' Association française de lutte contre le dopage , de l'Autorité de Contrôle des assurances et des mutuelles et de la Haute Autorité de Santé<sup>2</sup>, qualifiées pareillement qu'elle.

<sup>1</sup> Article L621-1 CMF

<sup>2</sup> Le professeur Decoopman y voit même une nouvelle catégorie qui pourrait même se substituer à celle des autorités administratives indépendantes : N. Decoopman, Autorité des Marchés Financiers –Statut , Jurisclasseur, n.6

382. En France, être une autorité, tout comme l'était la COB, le CMF et le CDGF, n'apporte aucun changement par rapport au passé pour le gendarme de la Bourse<sup>1</sup>. En revanche, la qualification d'autorité publique retenue à la place d'autorité administrative est plus intéressante dans la mesure où elle permet « ...psychologiquement, à montrer que le régulateur est indépendant de l'exécutif »<sup>2</sup>

383. Le choix de qualifier l'AMF d'autorité publique indépendante est assez peu significatif par rapport à l'ancien statut d'autorité administrative indépendante de la COB, ces deux catégories étant situées hors de la hiérarchie administrative et étant très difficiles à distinguer. En effet, au niveau national, les autorités administratives indépendantes, tout comme les autorités publiques indépendantes semble-t-il, ont été créées de façon empirique et ponctuellement afin de répondre à des besoins nouveaux de la société. Si les premières regroupent en réalité des organismes aux traits divers, les unes et les autres ont pour unique trait commun de se soustraire au pouvoir hiérarchique, en l'occurrence du Président de la République, du Premier Ministre et des Ministres<sup>3</sup>. Dès lors, l'Autorité des Marchés Financiers n'est pas plus indépendante que les autres autorités administratives indépendantes.

384. La différence entre les autorités administratives indépendantes et les autorités publiques indépendantes réside ainsi dans l'octroi de la personnalité juridique en faveur des dernières, et c'est ce que l'on constate à travers les propos de la doctrine émis à l'occasion de la création du régulateur. Effectivement, l'institution d'un statut juridique sui generis en faveur du gendarme boursier de France a été perçue majoritairement comme une innovation remarquable, voire remarquable.

<sup>1</sup> V. n°. 48 & s.

<sup>2</sup> D.Teyssier, *La régulation des marchés financiers*, thèse, Paris I, 2008, n.67

<sup>3</sup> S'agissant des autorités administratives indépendantes, le Conseil d'Etat dans son rapport de 2001 reconnaît lui-même l'ambiguïté de la notion et définit des critères de détermination qui ne sont que des faisceaux d'indices

Ainsi, le professeur Coquelet souligne que l'originalité introduite par la Loi de Sécurité Financière tient incontestablement à la nature juridique de la nouvelle autorité de marché, qui se trouve dotée d'un statut juridique inédit lui conférant la personnalité juridique<sup>1</sup>. Le Professeur Lambert, quant à lui, fait référence à l'Autorité des Marchés Financiers, comme étant « dotée d'un statut inédit qui lui confère la personnalité morale de droit public »<sup>2</sup>.

385. En France, l'attribution de la personnalité morale au gendarme des marchés financiers répond à différents objectifs exposés par le Législateur : d'abord une souplesse de fonctionnement accrue liée à la capacité d'affecter directement les recettes et de recruter plus facilement du personnel, ensuite la pleine responsabilité de ses actes et enfin une meilleure visibilité internationale de l'AMF en lui permettant de signer directement des conventions internationales en son nom.

386. En outre, il fallait, en particulier du point de vue du Droit français régulariser la situation juridique du gendarme, qui, du temps où il se dénommait COB, pouvait seulement ester en justice par le biais de son président au nom de l'Etat en engageant seulement l'action civile<sup>3</sup> et conclure des conventions juridiques à l'international alors qu'il était dépourvu de la personnalité juridique<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> M.-L. Coquelet, « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'Autorité des Marchés Financiers », LPA, 2003, n° 228, p.6, spéc. p.9

<sup>2</sup> T. Lambert, « la sécurité financière .Bilan et perspectives », LPA, 2004, n° 226-227, p .11

<sup>3</sup> La COB ne pouvait pas se porter partie civile devant les juridictions pénales en vertu de la décision du Conseil constitutionnel n° 89-260 DC, 28 juillet 1989

<sup>4</sup> Sénat (F.Mer), Projet de loi n°166 rectifié, 2002-2003, Sécurité Financière exposé des motifs – Sénat (Ph.Marini), Rapport, 1ere lecture, , n° 206, tome 1, 2002-2003, p.50 et s.

387. D'autres explications ont été également avancées, telle celle selon laquelle l'Autorité des Marchés Financiers n'a pas été qualifiée d'autorité administrative indépendante en raison de la demande expresse du Conseil d'Etat français, lequel, s'étant efforcé de dégager des critères communs à ces autorités dans son rapport de 2001, parmi lesquels l'absence de personnalité morale, ne voulait pas voir ses efforts de classification remis en question<sup>1</sup>. Toujours est-il qu'au final, le régulateur apparaît comme étant « le fruit d'un compromis entre la logique administrative de fonctionnement des marchés qui était souhaitée par Bercy [le Ministère des Finances] et la logique professionnelle défendue par les différents acteurs »<sup>2</sup>, ce qui permet d'effacer la distinction artificielle entre une régulation professionnelle et une régulation administrative<sup>3</sup>.

388. Au demeurant, il importe de ne pas confondre l'AMF, autorité publique indépendante, avec les établissements publics nationaux qui sont également des démembrements fonctionnels de l'Etat, c'est-à-dire dotés d'une personnalité différente de l'Etat. Ils obéissent donc aux mêmes règles en matière de perception des recettes, mais sont néanmoins soumis à l'exercice de son pouvoir de tutelle à la différence de celle-ci.

389. Du côté du Vietnam, il en est tout autrement pour le Comité d'Etat de la Bourse, qui, à la différence du gendarme des marchés financiers, est un organisme placé sous le Ministère des finances, avec pour mission de conseiller et d'assister ledit ministère relativement à l'administration étatique dans le domaine des instruments financiers et

<sup>1</sup> Pour étayer notre propos, v. F.Roussel, « Organisation et missions de l'Autorité des Marchés Financiers », BJB 2004, n°2, p.139 - M.-A. Frison-Roche, Les contours de l'Autorité des marchés financiers, in H. de Vauplane et J.-J. Daigre (dir.), RDBF, Mélanges AEBDF, vol. IV, Revue Banque Edition, 2004, p.165

<sup>2</sup> M.-L. Coquelet, « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'Autorité des Marchés Financiers », LPA, 2003, n° 228, p.6, spéc. p.9

<sup>3</sup> G.Rameix, « L'autorité des Marchés Financiers », LPA, 2003, n° 228, , p.12

du marché boursier<sup>1</sup>. Il s'agit donc d'une Administration classique par rapport à l'Autorité des Marchés Financiers.

Sous la décision antérieure, c'est-à-dire la décision 63 du 10 mai 2007, l'autorité régulatrice était pareillement insérée dans la hiérarchie administrative<sup>2</sup>.

La consécration du statut juridique actuel du gendarme de la Bourse vietnamienne résulte en réalité de l'adoption du décret 66 de 2004<sup>3</sup>.

390. Pourtant, lorsque le CEB a été fondé par le Décret 75/CP de 1996<sup>4</sup>, c'était une agence du Gouvernement- elle était donc amenée à rendre compte de ses actions uniquement et directement au Gouvernement - et ses fonctions comprenaient l'organisation et la régulation des instruments financiers et du marché boursier ; cette autorité régulatrice avait alors la personnalité juridique et avait un statut juridique similaire à celui d'une autorité administrative indépendante de France<sup>5</sup>.

391. C'est en 2004 que le Gouvernement a pris le Décret 66 afin de rendre au niveau national la collaboration entre le Comité d'Etat de la Bourse et le ministère des finances, l'autre institution publique qui concentre les spécialistes en droit des marchés financiers au niveau national, plus efficace en ce qui concerne le développement desdits marchés, s'inspirant par là aussi du modèle japonais. Dès lors, c'est le désir d'assurer une meilleure régulation boursière qui semble avoir motivé le changement de statut juridique du Comité.

<sup>1</sup> Art.1-1 Décision 112 du Premier Ministre en date du 11 septembre 2009

<sup>2</sup> Art.1-1

<sup>3</sup> Décret No. 66/2004/ND-CP du Gouvernement en date du 19 février 2004

<sup>4</sup> Décret 75/CP du 28 novembre 1996

<sup>5</sup> Art.1 al.1 Décret 75/CP et art.75 al.1 décret du 11 juillet 1993

## B. Conséquences

392. Au niveau français, l'autorité de régulation étant dotée de la personnalité juridique, il en résulte d'abord que celle-ci a un patrimoine, contrairement à la COB, ce qui, à notre sens, renforce son caractère d'autorité<sup>1</sup>. Conformément à l'article 49 III de la Loi de Sécurité Financière, l'Autorité des marchés financiers a succédé à la Commission des opérations de bourse et du Conseil de discipline de la gestion financière, et au Conseil des marchés financiers, dans leurs droits et obligations respectifs à l'Etat au titre des activités,. Toujours en vertu de cette disposition, elle a obtenu le transfert de plein droit et en pleine propriété et à titre gracieux de l'ensemble des biens mobiliers et immobiliers attachés aux services relevant de la Commission des opérations de bourse. Bien évidemment, la continuité des contrats de travail en cours a été assurée corrélativement.

393. D'autre part, c'est désormais sur ses biens et actifs que le régulateur des marchés financiers, en France, devra répondre dans l'hypothèse où sa responsabilité propre sera engagée. Auparavant quiconque s'estimait avoir subi un préjudice du fait des agissements ou des manquements de la Commission des Opérations de Bourse devait former son recours directement contre l'Etat et ce dernier était tenu d'en supporter les conséquences financières. Dans la pratique, il s'avère que le régulateur français est condamné au paiement de dommages-intérêts quand l'autorité de régulation commet une faute lourde<sup>2</sup>. Enfin il a aussi la faculté d'agir en justice, aussi bien en qualité de demandeur ou de défendeur.

<sup>1</sup> V. section du chapitre 1, in première partie du présent ouvrage

<sup>2</sup> Par exemple, J.-P. Michau, « Enquêtes nationales et internationales », Bulletin July 1990, N° 11 bis, p.43

394. Au Vietnam, de l'insertion du Comité dans la hiérarchie administrative, il en résulte logiquement que celui-ci ne dispose pas de la personnalité morale à l'instar de feu la Commission des Opérations de Bourse.

395. Par ailleurs, le Droit des marchés financiers vietnamien ne contient apparemment aucune disposition relative à la responsabilité du CEB.

Il est d'ailleurs regrettable que celle-ci soit une des grandes absentes de la Loi sur les Instruments Financiers.

Tout au plus, ce corpus de normes se contente d'affirmer les différents litiges qui naîtraient devront, en cas d'échec de l'obligatoire médiation, être soumis soit à un arbitre économique, soit à un tribunal<sup>1</sup>.

Nonobstant, il semble évident que l'Etat vietnamien verra sa responsabilité engagée puisqu'il n'a dévolu aucune personnalité juridique propre au Comité.

396. Quant à la possibilité d'exercer une action en justice pour le CEB, les textes vietnamiens sont là encore muets sur la question.

Autrement dit, ils n'envisagent pas que le CEB puisse ester en justice. Dès lors, le Comité qui n'a pas la personnalité juridique ne semble en aucun cas pouvoir le faire, ce qui demeure problématique.

<sup>1</sup> Art. 131 Loi sur les Instruments Financiers dont les termes sont très proches de ceux initialement retenus à l'article 79 du décret no. 48/1998/ND -CP en date du 11 juillet 1998

## §2. Indépendance

Le cas de l'Autorité des Marchés Financiers et celui du Comité d'Etat de la Bourse seront successivement examinés (§1) (§2).

### A. Le régulateur français

#### 1. Définition de l'indépendance

397. En Droit français, l'attribution du caractère « indépendant » retenu pour certains organismes à l'instar de la COB ou de l'AMF par le Législateur a généré un débat d'idées depuis qu'il a créé la catégorie des autorités administratives indépendantes<sup>1</sup>. Un certain nombre d'auteurs ont exprimé un malaise au vu de l'emploi conjoint des termes « administratif » et « indépendant » dans la dénomination de ces entités. Selon leurs dires<sup>2</sup>, il était curieux, voire contradictoire, que ces institutions soient qualifiées d'indépendantes alors que la Constitution impliquerait pour elles, en tant qu'administrations, d'être soumises au Gouvernement<sup>3</sup>, y relevant par là-même un hiatus<sup>4</sup>.

398. De nos jours, l'indépendance reconnue aux autorités administratives indépendantes ou aux autorités publiques indépendantes appelle peu de commentaires puisqu'il est communément admis que l'indépendance doit s'entendre au sens d'autonomie, ce que le Conseil d'Etat a relevé d'ailleurs : « Ces autorités ont en commun, selon une définition couramment admise ..., d'agir au nom de l'État sans être subordonnées au Gouvernement et de bénéficier, pour le bon exercice de

<sup>1</sup> Sur la particularité de la récusation en droit français, v. infra, n.92 à 94

<sup>2</sup> C.Teitgen-Colly, « les instances de régulation et la Constitution », Revue du Droit Public et de la science politique en France et à l'étranger, n°1,1990, p.153

<sup>3</sup> L'art.20 de la Constitution pose le principe constitutionnel selon lequel « le Gouvernement dispose de l'administration... »

<sup>4</sup> F.Stasiak, *Nature des autorités de régulation à pouvoirs répressifs et garanties fondamentales de la personne*, thèse, Nancy, 1995, p. 50

leurs missions, de garanties qui leur permettent d'agir en pleine autonomie, sans que leur action puisse être orientée ou censurée, si ce n'est par le juge »<sup>1</sup>. Ce qui, somme toute, correspond à une des acceptions générales de l'indépendance, en vertu de laquelle elle représente « l'autonomie de jugement et d'action (d'un organe administratif ou politique) »<sup>2</sup>.

## 2. Garanties d'indépendance

### a. Garanties statutaires

399. Dans la conception française, l'indépendance vis-à-vis de l'Etat central est essentiellement garantie par le statut de l'institution et de celui de ses membres<sup>3</sup>, et c'est ce qu'on constate pour le cas de l'Autorité des Marchés Financiers. En effet, d'une part, celle-ci échappe à l'emprise du pouvoir hiérarchique du Ministre, elle ne reçoit ni ordre ni instruction du Gouvernement et elle se trouve dispensée du contrôle financier préalable<sup>4</sup>.

400. D'autre part, vis-à-vis des professionnels des marchés financiers, l'indépendance du régulateur repose sur diverses garanties liées au mode d'exercice, par ses membres, de leurs fonctions, et le premier intéressé est le Président du gendarme des marchés financiers français. Aussi, dans cette optique, l'art. L621-2 II 9° du Code monétaire et financier énonce que « [celui-ci] est soumis aux règles d'incompatibilité prévues pour les emplois publics ». De manière plus générale, il est incompatible

<sup>1</sup> Conseil d'Etat, Rapport public 2001, p.257

<sup>2</sup> Microsoft, encyclopédie Encarta 2009

<sup>3</sup> N. Decoopman, Autorité des Marchés Financiers –Statut , Jurisclasseur, n.21

<sup>4</sup> Loi du 10 aout 1922 relative à l'organisation du contrôle des dépenses engagées, consultable sur Légifrance

d'exercer concomitamment les fonctions de membre de la commission des sanctions et de membre du collège<sup>1</sup>.

401. En ce qui concerne les autres membres, une obligation d'information étendue pèse sur eux<sup>2</sup>. Ainsi, tout membre de l'Autorité des marchés financiers doit informer le président :

- « Des intérêts qu'il a détenus au cours des deux ans précédant sa nomination, qu'il détient ou vient à détenir » ;

- « Des fonctions dans une activité économique ou financière qu'il a exercées au cours des deux années précédant sa nomination, qu'il exerce ou vient à exercer » ;

- « De tout mandat au sein d'une personne morale qu'il a détenu au cours des deux années précédant sa nomination, qu'il détient ou vient à détenir ».

Ces informations, tout comme celles concernant le président, sont mises à la disposition des membres de l'Autorité des marchés financiers.

402. De multiples interdictions planent également sur les membres de l'Autorité des marchés financiers. Aucun d'eux ne peut délibérer dans une affaire dans laquelle eux-mêmes ou une personne morale au sein de laquelle ils ont exercé des fonctions ou détenu un mandat, ont/ ont eu un intérêt au cours des deux années précédant la délibération. Aucun d'entre eux ne peut non plus participer à une délibération intéressant une affaire, dans laquelle eux-mêmes ou une personne morale au sein de laquelle ils ont exercé des fonctions/ détenu un mandat, ont représenté une des parties intéressées au cours de la même période<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Art. L.621-2, IV, al.5 CMF

<sup>2</sup> Art.L.621-4 I CMF

<sup>3</sup> Id.

403. Au vu des obligations et interdictions posées à l'encontre des membres du gendarme boursier, et de l'article L.621-4 I alinéa 4 selon lequel le Président prend les mesures appropriées pour assurer le respect de ces obligations et interdictions, le but recherché est surtout de prévenir les conflits d'intérêt.

404. De plus, s'il lui apparaît qu'un des membres semble avoir violé les règles sus-indiquées, le Président peut demander des explications à l'intéressé en l'invitant à lui faire part de ses observations et si, à l'issue des observations recueillies, le manquement est bien avéré, il en informe l'autorité ayant désigné le membre concerné<sup>1</sup>. Les textes et la jurisprudence demeurent muets sur la suite à donner pour le traitement de l'affaire. La solution proposée par un auteur serait l'infliction d'une sanction consistant en une révocation pour faute grave, laquelle est loin d'être dénuée d'intérêt dans la mesure où elle est d'ailleurs le seul cas de révocation possible afin de préserver l'indépendance des membres de l'AMF<sup>2</sup>.

405. Par ailleurs, les règles encadrant le renouvellement des mandats viennent conforter l'indépendance de l'Autorité des Marchés Financiers. Effectivement, son Président ne peut pas voir son mandat renouvelé, et les membres du Collège et de la Commission des sanctions ont la possibilité d'être renouvelés une fois encore dans leurs fonctions, tout en sachant que la moitié de ces membres est irrémédiablement renouvelée par moitié tous les trente mois.

<sup>1</sup> Art. 111-7, al.3 RGAMF

<sup>2</sup> N. Decoopman, Autorité des Marchés Financiers –Statut, Jurisclasseur, n.22

b. Le Commissaire du Gouvernement

406. Quant au Commissaire du Gouvernement qui est un personnage spécifique à l'Autorité des Marchés Financiers française et dont d'aucuns désapprouvent la présence<sup>1</sup>, il apparaît pourtant qu'il n'entrave pas l'indépendance de l'institution par ses interventions. C'est la Loi de Sécurité Financière qui en a opéré la réintroduction.

407. Ce Commissaire, qui a eu un passé tourmenté au sein de l'autorité de régulation nationale, mérite quelques développements sur son histoire. A l'origine, l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 dans sa version initiale a doté la Commission des Opérations de Bourse d'un tel organe, lequel avait le droit de demander une seconde délibération. La Loi n° 89-531 du 02 août 1989 a supprimé le Commissaire du Gouvernement pour renforcer l'indépendance du Gendarme de la Bourse.

408. Par la suite, la Loi n° 96- 597 du 02 juillet 1996 a rétabli ce personnage sous la dénomination de « Représentant du Ministre de l'Economie et des Finances », lequel avait alors seulement deux attributions. Effectivement, il était entendu par le Collège de la COB et il disposait d'un pouvoir de proposition, excepté en matière de décisions individuelles. Le même texte a aussi instauré la mise en place de cet acteur auprès du Conseil des Marchés Financiers et du Conseil de Discipline de la Gestion Financière. Dans le premier cas, ce Commissaire participait aux délibérations des formations disciplinaires et il pouvait exiger une seconde délibération en toutes matières, mais le Conseil des Marchés Financiers était libre de réformer ou non sa décision initiale, tandis que le Commissaire auprès du Conseil de Discipline de la Gestion Financière n'avait pas cette faculté, sa mission s'apparentant en ce dernier cas à celle du gendarme de la Bourse telle que définie par la Loi de 1996.

<sup>1</sup> S.Thomasset - Pierre, L'Autorité des Marchés Financiers : une autorité publique ambivalente, méf. AEDBF, vol. IV, RDBF, 2004, p.417- R.Vatinet, « la Loi de sécurité financière », in « La sécurité financière et l'Etat. Bilan et perspectives. », LPA, nov. 2004, n°226 & 227, p.39

409. En 2001, le Conseil d'Etat, dans son rapport de la même année, a préconisé le retour du Commissaire du Gouvernement en raison de ce que « l'indépendance reconnue aux autorités administratives indépendantes ne doit pas priver le Gouvernement des moyens de faire face à ses responsabilités, qu'il s'agisse du respect des lois, de la prise en compte des orientations politiques générales ou de la sauvegarde de l'ordre public et des intérêts nationaux. » et a admis cette représentation du Gouvernement auprès des autorités à l'image de la COB dès lors qu'il s'est retrouvé pourvu de la faculté de demander une seconde délibération<sup>1</sup>.

410. Dans le même sens, l'exposé des motifs du projet de loi de sécurité financière a reconnu que sa présence est la contrepartie de la forte délégation du pouvoir de l'Etat à l'Autorité des Marchés Financiers<sup>2</sup>. Il en résulte actuellement que : « Le Commissaire du Gouvernement auprès de l'Autorité des marchés financiers est désigné par le Ministre chargé de l'économie. Il siège auprès de toutes les formations sans voix délibérative. Les décisions de la Commission des sanctions sont prises hors de sa présence. Il peut, sauf en matière de sanctions, demander une deuxième délibération dans des conditions fixées par décret en Conseil d'Etat »<sup>1</sup>. Dès lors, la signification de la présence du commissaire du Gouvernement n'est plus la même de nos jours et se justifie par le besoin de cohérence de l'action publique.

411. En revanche, il apparaît nécessaire de relever que l'indépendance du gendarme de la Bourse de France pourrait se retrouver quelque peu malmenée avec l'apparition d'un pouvoir de substitution du Gouvernement depuis l'adoption de la Loi de Sécurité Financière, si celui-ci était mis en œuvre. Il donne, en effet, la faculté au Gouvernement, de prendre par décret les mesures urgentes nécessitées

<sup>1</sup> Conseil d'Etat, Rapport public 2001, p.371

<sup>2</sup> Sénat (F.Mer), Projet de loi n°166 rectifié, 2002-2003, Sécurité Financière exposé des motifs

par les circonstances, en cas de carence<sup>2</sup>, au grand dam de la doctrine, et même de responsables de l'AMF pour qui « cette disposition ...laisse quelque peu perplexe car le pouvoir de substitution ou de réformation qui existe classiquement en matière de police administrative repose sur le principe de la tutelle administrative, principe précisément écarté en matières d'autorités administratives indépendantes »<sup>3</sup>.

412. Par conséquent, l'autonomie de l'autorité de régulation française est perceptible au regard de ses principales règles de fonctionnement, mais surtout car « il revient à l'Autorité des Marchés Financiers d'élaborer sa propre politique et de définir par quels moyens elle entend la mettre en œuvre »<sup>4</sup>. C'est donc principalement au regard de ses prérogatives que l'on peut lui reconnaître une réelle indépendance autant à l'égard de l'Etat que des intérêts privés.

## B. Le régulateur vietnamien

413. Afin de pouvoir se rendre compte de l'indépendance du Comité d'Etat de la Bourse Vietnamien, il semble pertinent de se référer à la jurisprudence de la Cour Européenne des Droits de l'Homme, laquelle a établi une série de critères judiciaires afin de déterminer l'indépendance ou l'absence d'indépendance d'une instance conformément à l'article 6 §1 de la Convention Européenne des Droits de l'Homme, ce qui requiert au préalable de vérifier si l'organisme visé est un « tribunal »<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> Art.L621-3 I CMF

<sup>2</sup> Art.L621-7-1 CMF

<sup>3</sup> F.Roussel, « Organisation et missions de l'Autorité des Marchés Financiers », BJB 2004, n°2, p.139

<sup>4</sup> N. Decoopman, Autorité des Marchés Financiers –Statut , Jurisclasseur, n.6

<sup>5</sup> L'indépendance de l'Autorité des Marchés Financiers à l'aune des critères posés par la Cour Européenne des Droits de l'Homme a déjà fait l'objet d'une étude : Ch. Arsouze, *Procédures boursières : sanctions et contentieux des sanctions*, Joly, 2008, 729p.

L'étude est concevable car le CEB apparaît comme un « tribunal » au sens de l'article 6 §1 de la Convention Européenne des Droits de l'Homme en vertu d'une appréhension matérielle du terme : par "tribunal", cet article « n'entend pas nécessairement une juridiction de type classique, intégrée aux structures judiciaires ordinaires du pays <sup>1</sup> ». Effectivement, selon la jurisprudence de la Cour, un « tribunal » se caractérise au sens matériel par son rôle juridictionnel : « trancher, sur la base de normes de droit et à l'issue d'une procédure organisée toute question relevant de sa compétence »<sup>2</sup>.

414. Or, force est de constater, que c'est bien le cas du régulateur vietnamien, puisque d'une part, il est titulaire des attributions coercitives d'injonction et de sanction qu'il exerce via le respect d'une procédure judiciaire et l'application de normes juridiques, au premier rang desquels figurent les dispositions de la Loi sur les Instruments Financiers ; d'autre part, le droit vietnamien habilite cette autorité de régulation « à prendre des décisions contraignantes dans le domaine en cause »<sup>3</sup>, qui est celui des marchés financiers.

415. Précisons au passage que la Cour de Strasbourg , qui avait été amenée à se prononcer sur la question de savoir si le Conseil de l'Ordre des avocats d'Anvers était un tribunal notamment en raison qu'il était doté de multiples attributions de nature administrative, réglementaire, contentieuse, consultative ou disciplinaire , a répondu en ce sens en reconnaissant qu' « un tel cumul d'attributions ne saurait à lui seul priver une institution de la qualité de « tribunal » pour certaines d'entre

<sup>1</sup> CEDH, 28 juin 1984, Campbell et Fell, série A, n° 80, p. 39, §76. La Cour Européenne des Droits de l'Homme a donné la même définition pour définir la notion de tribunal au regard de l'article 5§4 de la Convention Européenne des Droits de l'Homme : « par "tribunal" l'article 5 par. 4 (art. 5-4) n'entend pas nécessairement une juridiction de type classique, intégrée aux structures judiciaires ordinaires du pays ». : X c. Royaume-Uni, 5 novembre 1981, série A, no 46, §53

<sup>2</sup> CEDH, 29 avril 1988, Belilos. c/ Suisse, Série A, n° 132, §64- CEDH, 22 octobre 1984, Sramek c/ Autriche, Série A, n°84, § 36

<sup>3</sup>CEDH, 28 juin 1984, Campbell et Fell, série A, n° 80, §76

elles »<sup>1</sup>. Ainsi, le gendarme de la Bourse du Vietnam ne aurait se voir nier la qualité de tribunal en raison de ce qu'il met en œuvre son pouvoir de sanction et les autres prérogatives qui lui ont été attribuées en qualité d'autorité de régulation des marchés financiers.

416. Par ailleurs, le tribunal doit également être « établi par la Loi »<sup>2</sup>, la Loi étant admise par la Cour au sens large comme elle l'a fait savoir à de multiples reprises : « la Cour a toujours entendu le terme "loi" dans son acception "matérielle" et non "formelle"; elle y a inclus à la fois des textes de rang infralégislatif et le "droit non écrit."<sup>3</sup> » Et « dans le domaine du paragraphe 2 de l'article 8 de la Convention et d'autres clauses analogues, la Cour a toujours voulu dire que le terme "loi" devait s'entendre dans son acception "matérielle" et non "formelle" ... elle y a inclus à la fois des textes de rang infralégislatif et le "droit non écrit" »<sup>4</sup>. Au niveau du Vietnam, le Comité d'Etat de la Bourse a été établi par un texte infralégislatif, le Décret 75/CP du Gouvernement du 22 novembre 1996, son établissement répond donc au critère de la Cour Européenne des Droits de l'Homme.

417. Afin de décréter l'indépendance ou l'absence d'indépendance du tribunal, le juge de Strasbourg se penche sur les conditions statutaires des membres mais pas seulement. En effet, la Cour se réfère « au mode de désignation et à la durée du mandat des membres, à l'existence de garanties contre des pressions extérieures et au point de savoir s'il y a ou non apparence d'indépendance »<sup>5</sup>. Il convient de prendre successivement ces éléments en considération.

<sup>1</sup> CEDH, 30 novembre 1987, H. c/ Belgique, Série A, n° 127, §50

<sup>2</sup> CEDH, Campbell, id.

<sup>3</sup> CEDH, 24 avril 1990, Huvig c/ France, A176-B, §28

<sup>4</sup> CEDH, 24 avril 1990, Kruslin c. France, A176-A, §29

<sup>5</sup> CEDH, 28 juin 1984, Campbell et Fell, série A, n° 80, §77

418. Lorsque la Cour Européenne des Droits de l'Homme s'intéresse à la durée du mandat afin d'établir l'éventuelle indépendance des membres du tribunal, elle se réfère concomitamment à d'autres éléments qui tiennent aux conditions d'exercice des fonctions dès leur prise initiale. Un mandat de trois ans assorti de la possibilité d'être révoqué pour des motifs limités puisque prévus par la Loi- en l'espèce des motifs qui auraient interdit la nomination des membres ou en cas d'empêchement permanent d'exercer leurs fonctions- n'est pas de nature à altérer l'indépendance du tribunal<sup>1</sup>. Il en va de même du mandat de cinq ans couplé à une quasi-inamovibilité des membres pendant ladite période, ce qui ne met pas non plus en doute l'impartialité de l'organe. Des lors, il apparaît que seule la révocation ou la mobilité décidée par le supérieur de manière purement arbitraire seraient les seuls cas pour lesquels la Cour de Strasbourg dénoncerait l'absence d'indépendance du tribunal<sup>2</sup>.

419. Les garanties contre les pressions extérieures, quant à elles, sont examinées à travers plusieurs points. Premièrement, ce sont celles offertes par la procédure dont plusieurs figurent dans le texte même de l'article 6§1 de la Convention de Sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés Fondamentales<sup>3</sup>. Deuxièmement, les modalités de cette procédure doivent être étudiées au regard de la nature particulière des circonstances entourant leur déroulement et ne sont donc pas forcément identiques à chaque fois<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> CEDH, 22 octobre 1984, Sramek c/ Autriche, Série A, n°84, § 17

<sup>2</sup> CEDH, 23 avril 1987, Ettl c. Autriche, A117, §41

<sup>3</sup> CEDH, 23 juin 1981, Le Compte, Van Leuven et De Meyere c. Belgique, A54, §55

<sup>4</sup> CEDH, 18 juin 1971, De Wilde, Ooms et Versyp, série A no 12, p. 41, § 78

420. De surcroît, la Cour prête une attention particulière à l'éventuelle intervention de tiers par rapport à la décision à prendre ou qui est déjà rendue. Les premiers tiers à qui l'on pense naturellement sont l'Exécutif et les parties, comme l'a fait remarquer depuis assez longtemps la Cour de Strasbourg<sup>1</sup>, ce qu'elle n'a pas hésité à faire savoir à maintes reprises<sup>2</sup>.

421. Mais l'autre tiers que l'on a tendance à oublier, c'est le Législateur ; pourtant, ainsi que la Cour Européenne des Droits de l'Homme l'a constaté, « Le principe de la prééminence du droit et la notion de procès équitable consacrés par l'article 6 s'opposent à toute ingérence du pouvoir législatif dans l'administration de la justice dans le but d'influer sur le dénouement judiciaire d'un litige » et, par suite, porte atteinte à l'indépendance du tribunal<sup>3</sup>.

422. Cette immixtion de tiers par rapport à une affaire est proscrite de manière stricte par la Cour. Celle-ci condamne l'intervention de tiers lors du processus de décision en rejetant l'indépendance de l'organisme qui lui est soumis en examen, excepté lorsqu'une autorité non-juridictionnelle donne à ce dernier des instructions. Ainsi, le fait que la nomination des membres incombe au Gouvernement est insuffisante pour remettre en cause leur indépendance et leur impartialité dès lors qu'ils sont désignés afin de siéger individuellement et que la Loi interdit aux pouvoirs publics de leur donner des instructions<sup>4</sup>. Dans l'arrêt Campbell, la CEDH a ainsi décidé que si le ministre de l'intérieur pouvait donner des directives aux membres des comités anglais qui prononcent les sanctions disciplinaires des détenus, relativement à l'exercice de leurs fonctions en vertu de la Loi nationale, il n'avait pas à leur adresser

<sup>1</sup> CEDH, id.

<sup>2</sup> CEDH, Beaumartin, par exemple

<sup>3</sup> CEDH, 09 décembre 1994, Raffineries grecques Stran et Stratis Andreadis c. Grèce, A301-B, §49

<sup>4</sup> CEDH, 22 octobre 1984, Sramek c/ Autriche, Série A, n°84, § 38

d'instructions dans le domaine de leurs attributions contentieuses, ce qui ne mettait pas en doute leur indépendance<sup>1</sup>

423. Au surplus, un tribunal indépendant ne saurait abdiquer son pouvoir de juger en faveur d'une autorité non – juridictionnelle au risque de voir sa décision remise en cause. Dans cette optique, la Cour de Strasbourg a estimé que le Conseil d'Etat n'a pas respecté l'article 6§1 en demandant au Ministère des Affaires Etrangères français d'interpréter une convention internationale et en s'estimant lié par l'interprétation de ce dernier, d'autant plus que l'interposition de l'autorité ministérielle ne se prêtait à aucun recours de la part des intéressés<sup>2</sup>.

424. Par ailleurs, l'intervention de tiers après le processus de décision peut également être de nature à mettre en doute l'indépendance du tribunal car le pouvoir de rendre une décision obligatoire qui ne peut être modifiée par une autorité non judiciaire au détriment d'une partie est inhérent à la notion même de « tribunal » et peut aussi passer pour un élément de l'indépendance requise<sup>3</sup>.

425. Enfin, le critère de l'apparence d'indépendance sur lequel la Cour européenne base son jugement, est, à notre avis, le plus intéressant en raison de l'application qui en est faite et qui peut en être faite. Ainsi, dans l'arrêt Sramek, la Cour Européenne avait déclaré que l'Autorité régionale tyrolienne des transactions immobilières n'était pas indépendante, car « pour décider si un tribunal peut passer pour indépendant comme l'exige l'article 6, les apparences peuvent revêtir elles aussi de l'importance .... Dès lors qu'un tribunal compte parmi ses membres une personne se trouvant - comme en l'espèce - dans un état de subordination de fonctions et de services par rapport à l'une des parties,

<sup>1</sup> CEDH, Campbell et Fell, série A, n° 80, §79

<sup>2</sup> CEDH, 28 juin 1984, 24 novembre 1994, Beaumartin, §38

<sup>3</sup> CEDH, 19 avril 1994, Van de Hurk c. Pays-Bas, A288, §45 à 47

les justiciables peuvent légitimement douter de l'indépendance de cette personne. Pareille situation met gravement en cause la confiance que les juridictions se doivent d'inspirer dans une société démocratique »<sup>1</sup>.

426. Dans l'arrêt *Belilos*, où la Cour devait statuer sur l'indépendance de la commission de police vaudoise, elle a relevé que si l'unique membre du tribunal était nommé par la municipalité, cela ne remettait pas en cause son indépendance mais en revanche c'est le fait qu'il était un fonctionnaire issu de la direction de police qui mettait en doute son indépendance puisque « Les justiciables [auraient] tendance à voir en lui un membre du corps de police, intégré à une hiérarchie et solidaire de ses collègues » et que « pareille situation risque d'ébranler la confiance que les juridictions se doivent d'inspirer dans une société démocratique »<sup>2</sup>.

427. Dans le même sens, dans l'affaire *Crisan*, la Cour a déclaré que la Commission qui s'était prononcée sur les droits du requérant découlant de son statut de personne persécutée ne constituait pas un tribunal car composée exclusivement de fonctionnaires de la direction du travail et de la protection sociale et de représentants de l'association des anciens détenus politiques et placée sous le contrôle d'une commission centrale formée de représentants des ministères de la justice, du travail et de la protection sociale<sup>3</sup>.

428. De la comparaison des solutions délivrées par la Cour de Strasbourg avec le Droit vietnamien, on peut poser les observations suivantes. Si le choix des autorités sanctionnatrices compétentes que sont le Président du Comité d'Etat de la Bourse et le Directeur de l'inspection Boursière résulte respectivement du choix du Ministre des Finances et du Président de l'autorité de régulation vietnamienne, cela

<sup>1</sup> CEDH, 22 octobre 1984, *Sramek c/ Autriche*, Série A, n°84, § 42

<sup>2</sup> CEDH, 29 avril 1988, *Belilos. c/ Suisse*, Série A, n° 132, §67

<sup>3</sup> CEDH, 27 mai 2003, *Crisan c/ Roumanie*, 42930/98, §24

ne remet pas en cause l'indépendance du gendarme vietnamien des marchés financiers, d'autant plus que le second personnage est choisi en fonction de qualifications et de compétences pré-requises.

429. Effectivement, on peut relever, pour ce qui est des conditions d'exercice des fonctions, que si le texte devant préciser la durée des mandats concernés est en cours d'élaboration, ces conditions se trouvent encadrées par les règles légales régissant les cadres et les fonctionnaires, même en ce qui concerne la révocation de chaque membre du tribunal, laquelle ne peut dès lors être opérée de manière arbitraire<sup>1</sup>.

430. Quant aux garanties contre les pressions extérieures desquelles dispose le gendarme de la Bourse du Vietnam, il est bon d'abord de noter l'existence d'obligations et d'interdictions déontologiques qui pèsent sur son personnel<sup>2</sup>. Ensuite, force est de constater que l'institution est titulaire du pouvoir de sanctionner les comportements répréhensibles dans le domaine des marchés financiers par délégation du Ministère des finances, lequel a lui-même reçu une délégation de pouvoirs de la part du Gouvernement, ce qui implique a priori que le Politique n'a pas à intervenir lorsque le régulateur vietnamien traite et statue en matière contentieuse. De surcroît, le Viet Nam, a adhéré à un grand nombre de traités internationaux et reconnaît même l'application de ces traités en cas de contradiction avec la Loi vietnamienne, ce qui est d'ailleurs expressément proclamé par la Loi sur les Instruments Financiers<sup>3</sup>, et cela constitue, à notre avis, un gage de sécurité sur les marchés financiers ; d'autant plus que dans la situation inverse, c'est la crédibilité du système financier vietnamien qui s'en trouverait affecté.

<sup>1</sup> Loi sur les cadres et les fonctionnaires du 13 novembre 2008, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2010, notamment chapitre IX

<sup>2</sup> Loi sur les cadres et les fonctionnaires du 13 novembre 2008 : section 3, relative à la déontologie et aux règles de communication des cadres et des fonctionnaires, et section 4, relative aux prohibitions planant sur les cadres et des fonctionnaires, du chapitre 2

<sup>3</sup> Art.3 Loi sur les Instruments Financiers du 29 juin 2006

431. Enfin et surtout, il convient de souligner que le Comité de la Bourse du Vietnam conçoit lui-même sa politique et les mesures d'application de cette politique, conformément à la jurisprudence européenne précitée, ce qui démontre qu'elle dispose d'une réelle autonomie fonctionnelle<sup>1</sup>. Par conséquent, le Comité vietnamien est un organe indépendant comme l'Autorité des Marchés Financiers française.

432. Comme toutes autorités de régulation boursière, l'Autorité des Marchés Financiers et son homologue du Vietnam connaissent un accroissement de leurs pouvoirs face d'une part à l'interdépendance croissante des systèmes économiques et financiers nationaux, d'autre part à la multiplication des acteurs financiers. Cependant, cette acquisition de prérogatives supplémentaires et leur mise en œuvre ne se réalisent pas sans anicroches. Cette constatation est particulièrement visible en ce qui concerne le pouvoir transactionnel (Sous-section 2).

### **Sous-section 2. Un accroissement des attributions à un rythme différent : le pouvoir de transiger**

433. Si le Comité d'Etat de la Bourse du Vietnam a été rapidement titulaire du pouvoir de transaction, il n'en a pas été de même pour l'Autorité des Marchés Financiers de France. Les desiderata de cette dernière de disposer d'un pouvoir de transaction se sont manifestés à partir de 2004. C'est en effet dans le premier rapport annuel de l'institution que le Président a appelé de ses vœux la possibilité pour le gendarme de la Bourse de passer des transactions avec les contrevenants à ses règlements et c'est chaque année qu'il a sollicité en ce sens, autant que faire se peut, le Législateur, à travers ses documents et ses différents outils de communication.

<sup>1</sup> V. n° 333 à n°345

434. Dans le système juridique français, la transaction est déjà présente depuis longtemps et ce terme désigne en réalité des mécanismes différents. Ainsi il existe la transaction civile<sup>1</sup>, et cette institution est également instaurée en droit de la concurrence sous des formes pleinement déterminées depuis 2004<sup>2</sup>, pour ne citer que ces types de transaction. Il apparaît toutefois que la transaction française qui se rapproche le plus du modèle existant en matière boursière soit la « comparution sur reconnaissance préalable de culpabilité »<sup>3</sup> mise en place par la Loi No. 2004-204 du 9 mars 2004 portant adaptation de la justice aux évolutions de la criminalité<sup>4</sup>.

435. Nonobstant, ce mode d'arrangement pénal conclu à l'amiable ne pouvait être applicable au cas de l'autorité de régulation boursière de France car ce texte ne concerne pas les délits pour lesquels « la poursuite est prévue par une loi spéciale », comme cela est le cas en droit des marchés financiers national.

En réalité, il apparaît au niveau de chacun de ces deux régulateurs que la transaction consacrée s'inspire de la Législation d'autorités boursières étrangères (§1) et que sa réalisation n'est pas aisée (§2).

<sup>1</sup> Aux termes de l'article 2044 du Code Civil, « la transaction est un contrat par lequel les parties terminent une contestation née ou préviennent une contestation à naître. »

<sup>2</sup> Art. L.464-2, II C .Com

<sup>3</sup> Art. 495-7 à 495-16 Code de procédure pénale. Nombreux sont ceux qui souhaitent que cette procédure soit utilisée en matière économique et financière. L'Autorité des Marchés Financiers a néanmoins, de toute évidence, choisi de dénommer son mécanisme transactionnel « composition administrative » par opposition à la composition pénale de l'art. 41-2 du Code de Procédure Pénale ,prévue pour des délits punis, à titre principal, d'une amende ou d'une peine d'emprisonnement d'une durée maximale de 5 ans, et qui sont limitativement énumérés.

<sup>4</sup> Loi n° 2004-204 du 9 mars 2004 portant adaptation de la justice aux évolutions de la criminalité, dite « Loi Perben II », JORF n° 59, 10 mars 2004

§1. Un pouvoir d'inspiration étrangère

436. On constate un certain silence gardé sur l'identité des régulateurs financiers étrangers dont le cadre juridique a été étudié en vue de doter les homologues vietnamien et français d'un système transactionnel. En fait, le gendarme de la Bourse de Corée du Sud a servi de modèle en la matière pour le Comité d'Etat de la Bourse. Pour ce qui est de l'AMF, lorsque le gendarme des marchés financiers français a fait part pour la première fois de son souhait d'être investi d'une procédure transactionnelle, il n'a nullement indiqué quelles institutions régulatrices étrangères avec le même domaine de compétence, inspireraient l'élaboration d'un tel mécanisme<sup>1</sup>, se contentant de reconnaître que « ... comme l'ensemble de la matière répressive, la discipline de marché se heurte à l'hypertrophie de la procédure et que l'échelle des sanctions, comme le délai global de traitement des affaires, n'est pas toujours en phase avec la réalité de marché. L'introduction dans notre système, à l'instar de ce qui existe chez nos grands partenaires, d'une procédure transparente de transaction, combinée avec un relèvement significatif du quantum de certaines sanctions, constituerait donc une réforme bienvenue. »

437. Nonobstant, on trouve trace des autorités boursières étrangères à partir desquelles le pouvoir transactionnel de l'Autorité des Marchés Financiers a été pensé dans des propos de F. Roussel en 2005, lorsque celle-ci a présenté les grandes lignes de la future procédure. Certaines caractéristiques du système américain ont été estimées satisfaisantes. D'autre part, la procédure de réparation des dommages causés aux victimes instituée par l'Autorité des Services Financiers britannique, le pendant britannique de l'Autorité des Marchés Financiers, n'a pas manqué d'attirer l'attention du régulateur français. Dès lors, les modèles de régulation anglo-saxons semblent être les principaux inspirateurs du mécanisme transactionnel français.

<sup>1</sup> Autorité des Marchés Financiers, Rapport annuel 2004, « lettre au Président de la République », 309 pp.

438. Par la même occasion, l'auteure a davantage développé les raisons amenant l'AMF à vouloir être titulaire du pouvoir de transaction qu'il est utile d'exposer à ce stade. En effet, celle-ci a souligné l'impossibilité matérielle et juridique de la Commission des sanctions de traiter de manière satisfaisante un nombre considérable d'affaires soumises au gendarme des marchés financiers<sup>1</sup>. Or, la crise économique et financière mondiale apparue en 2008 en a accru le nombre et a rendu ainsi pressant l'apparition du pouvoir de transaction au bénéfice du gendarme de la Bourse. Selon F.Roussel, certains dossiers exigent un grand délai administratif quant à leur examen en raison de la complexité particulière des faits et des difficultés juridiques et comptables qui s'y présentent. D'autres affaires, quant à elles, requièrent un traitement prompt alors que leur analyse implique impérativement un contradictoire approfondi rendant la procédure administrative inadaptée en raison de sa durée. Ces difficultés persistent encore aujourd'hui : la mise en place du mécanisme transactionnel reste en suspens (§2).

## §2. Une réalisation dans l'expectative

Il convient d'étudier les réactions des tiers et de l'autorité de régulation face à l'attribution du pouvoir de transiger (A) (B).

### A. Légitimité de l'attribution du pouvoir de transaction ?

439. Au Vietnam où l'autorité de régulation des marchés est en devenir et accroît progressivement ses attributions pour s'adapter aux réalités économiques du pays, l'attribution du pouvoir de transiger n'a pas généré de réactions particulières. En France, par contre, l'allocation d'une procédure de transaction n'a pas été perçue positivement par tous, d'où l'instauration d'un débat d'idées qui a révélé l'opposition de la part de certains auteurs à ce que le régulateur des marchés financiers soit

<sup>1</sup> « Présentation des grandes lignes d'une procédure de transaction conduite par l'AMF (compte- rendu du colloque organisé par l'AEDBF le 8 févr. 2005) », disponible sur [http : www.aedbf\\_asso.fr/colloques/resumetransactionamf.doc](http://www.aedbf_asso.fr/colloques/resumetransactionamf.doc)

doté du pouvoir de transaction. Si d'aucuns ont reproché que la personne à qui des faits seraient reprochés bénéficieraient de droits de la défense imparfaits ou se trouveraient dans une situation de vulnérabilité par rapport à l'Autorité des Marchés Financiers<sup>1</sup>, les remarques ayant mis en avant la finalité différente qui anime cette dernière par rapport à la Securities Exchange Commission américaine paraissent être les plus intéressantes. C'est ce que F. Martin-Laprade et J. Sulman développent à travers leur étude de la procédure de sanction de la SEC et de l'AMF<sup>2</sup>.

440. Ces derniers révèlent que la découverte d'une infraction durant une enquête de la SEC amène cette dernière en pratique à se décharger de l'affaire au profit du Juge Pénal<sup>3</sup>. Dans la situation inverse, c'est-à-dire en l'absence d'infraction pénale, et lorsque les faits répréhensibles requièrent l'allocation de dommages-intérêts d'un montant supérieur au plafond de ses sanctions administratives- lesquelles ne peuvent dépasser le remboursement des profits réalisés- le gendarme de la bourse américaine intente une action au nom des victimes devant un tribunal civil dans le but que ces dernières soient indemnisées au mieux.

441. L'autorité régulatrice américaine peut également à tout moment ouvrir une transaction qui, dans le cas où elle aboutit, va empêcher la mise en place de ces poursuites judiciaires, d'où un avantage certain pour la personne mise en cause. Comme la transaction n'emporte nullement reconnaissance de culpabilité, une transaction avec les victimes est menée parallèlement.

<sup>1</sup> Peltier, « Ne pas transiger sur la transaction » : D., 2005, p. 958

<sup>2</sup> F.M. Laprade et J. Sulman / O. Dufour, « L'AMF bientôt plus puissante que son homologue Américain », LPA n° 39, février 2005, p. 6-7

<sup>3</sup> Le Juge Pénal américain applique d'ailleurs les mêmes textes que la Securities Exchange Commission d'ailleurs

442. Une fois la transaction aboutie et homologuée par un tribunal fédéral, la personne mise en cause verse les sommes convenues au fonds d'indemnisation des victimes prévu à cet effet<sup>1</sup>. Dès lors, les démarches de la SEC lors du processus de sanction s'inscrivent dans une logique réparatrice, en faveur des victimes.

443. Néanmoins, il a été soulevé que le but poursuivi par l'autorité de régulation des marchés financiers française serait tout autre que celui de son pendant américain selon les mêmes auteurs : celle-ci ne se soucierait que d'exercer une action punitive, via les manquements administratifs qu'elle réprime et à l'instar de la juridiction pénale française qui peut se saisir de faits identiques, en général. Dans ces conditions, il apparaissait que la victime serait amenée à se constituer partie civile afin d'obtenir la reconnaissance et la réparation de son préjudice ; dans cette situation l'Autorité des Marchés Financiers ne pouvant l'en empêcher, les transactions qu'elle réaliserait seraient alors vouées à l'échec, faute d'éteindre la poursuite pénale.

444. Plus largement, la problématique soulevée a été cette dualité de traitement des faits répréhensibles en France, lesquels peuvent à la fois constituer un manquement administratif et une infraction pénale. Elle a été perçue comme la faiblesse la plus remarquable et la plus mise en cause par rapport au projet de transaction de l'AMF dite « composition administrative ». En effet, il en découlerait que la transaction qui serait engagée ou déjà réalisée auprès de l'Autorité des Marchés Financiers ne pourrait pas mettre fin aux poursuites pénales, ni aux sanctions pénales dès lors. Etant donné que la plupart des comportements répréhensibles visés entrent dans le champ de compétence du gendarme des marchés financiers, c'est l'attractivité et l'intérêt des transactions qui seraient alors sérieusement diminués (B).

## B. Conception du pouvoir de transaction

### 1. Genèse du mécanisme transactionnel

445. Au niveau du Vietnam, l'attribution transactionnelle du Comité d'Etat de la Bourse est déjà affirmé par principe étant donné que : les différends qui apparaissent lors des opérations en bourse ou des activités de marché peuvent être résolus en recourant à la transaction, à la médiation, à l'arbitrage ou aux tribunaux<sup>1</sup>. En France, l'instauration d'une procédure de transaction en faveur du régulateur des marchés financiers a été pensée sérieusement depuis la requête de l'Autorité des Marchés Financiers. Effectivement, l'élaboration d'un premier projet de loi a eu lieu en avril 2005 et dessinait ladite procédure, le Sénat étant à l'époque lui-même favorable à l'octroi de celle-ci, laquelle aurait constitué un facteur puissant de rapidité et donc de crédibilité de l'autorité<sup>2</sup>.

446. Il a été envisagé à ce moment-là que la notification des griefs par l'Autorité des Marchés Financiers marquerait le départ de toute transaction, le Secrétaire Général en informerait le parquet en présence de faits également qualifiables pénalement eu égard à l'articulation de ses compétences avec les juridictions judiciaires et du respect des droits de la défense, lequel aurait la possibilité de refuser dans la situation où le Procureur aurait déjà exercé l'action publique relativement à la même affaire. La transaction devait faire l'objet d'une homologation de la part du Président du Tribunal de Grande Instance de Paris.

<sup>1</sup> Art.131 Loi sur les Instruments Financiers

<sup>2</sup> Sénat, projet ayant conduit à l'adoption de la Loi No 2005-811 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers du 20 juillet 2005, JO n° 168, 21 juillet 2005

447. Dès lors, il s'en serait suivi dans ces conditions que rien n'aurait empêché le Ministère public d'engager des poursuites pénales en raison de l'atteinte causée à l'ordre public. En ce qui concerne les victimes, celles-ci auraient pu, pour leur part, intenter une action au civil en vue de l'attribution de dommages-intérêts. La transaction aurait ainsi perdu grandement de son intérêt.

448. En outre, la transaction aurait pu également, selon le projet de loi, impliquer lors de sa mise en œuvre, une possible reconnaissance de culpabilité. Or, c'est cette dernière mesure qui a provoqué un tollé puisqu'en cas d'application, elle aurait même été la porte ouverte à l'introduction d'actions devant le Juge civil par les victimes, ou bien elle aurait généré une multiplication des constitutions de partie civile de la part de ces derniers. Elle aurait offert aussi au parquet la possibilité d'exercer davantage l'action publique. Elle n'aurait donc pas permis à la transaction de garantir l'immunité judiciaire au contrevenant, qui est pourtant un de ses atouts escomptés, d'où l'insuccès des démarches parlementaires et l'abandon momentané par les politiques de l'idée d'attribuer un pouvoir de transaction au gendarme de la Bourse français<sup>1</sup>.

449. Cependant, une nouvelle page de l'histoire du pouvoir de transaction a commencé à être écrite en 2007 après que le Président de la République a exprimé le souhait de « lutter contre une pénalisation excessive du droit des affaires », qui selon lui « constitue une source d'insécurité juridique et handicape ainsi l'esprit d'entreprise »<sup>2</sup>. En écho aux aspirations présidentielles, le Ministre de la Justice a donc demandé quelques mois plus tard à Jean-Marie Coulon de « mener une réflexion sur l'ensemble des sanctions pénales qui s'appliquent aux entreprises », de proposer la suppression de telles sanctions au caractère superfétatoire ainsi que de lui soumettre leur adaptation ou leur remplacement par des

<sup>1</sup> Sénat, projet ayant conduit à la Loi No 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie (« Loi Breton »), JO 27 juillet 2005

<sup>2</sup> Discours du Président de la République en date du 30 août 2007 prononcé lors de l'université d'été du Mouvement des Entreprises de France (MEDEF)

procédures civiles ou commerciales ou par des sanctions administratives, disciplinaires ou pécuniaires ». Dans le cas où de telles sanctions coexistaient avec des sanctions pénales, la commission présidée par J-M Coulon devait « s'interroger sur la justification de ce cumul et sur la coordination de ces différents types de sanction »<sup>1</sup>.

450. En 2008, le rapport remis par le groupe de travail Coulon<sup>2</sup> s'est prononcé au-delà de la mission dont il avait été investi et a émis un avis favorable pour l'extension de la transaction au gendarme de la Bourse tout en prescrivant certaines recommandations. D'une part, l'homologation de la transaction par l'autorité judiciaire a été soulignée comme étant indispensable en présence de faits susceptibles d'être doublement qualifiés à la fois sur le plan administratif et sur le terrain pénal. Ce contrôle judiciaire a été également reconnu comme impératif pour le Comité Coulon dans le cas où la sanction visée est de nature à porter atteinte à la liberté individuelle, à l'instar de l'interdiction temporaire d'exercer une activité professionnelle. L'homologation judiciaire est annoncée d'une manière plutôt dubitative dans ce rapport, mais tout de même manifestée pour en faire dépendre l'extinction de l'action publique de manière systématique.

451. En outre, sur le souhait de l'autorité régulatrice française de ce que la signature de la transaction ne vaille pas reconnaissance de culpabilité, le Rapport Coulon a fait valoir un avis mitigé en déclarant que la reconnaissance de la commission de l'infraction, ou à tout le moins celle de la commission des faits, est la contrepartie de l'extinction de la seule action publique. D'où la proposition à ce que le projet de composition administrative de l'Autorité des Marchés Financiers prenne également en compte les droits des victimes à être indemnisées de leurs

<sup>1</sup> R. Dati, « Lettre de mission adressée à Jean-Marie COULON », Paris, le 4 octobre 2007

<sup>2</sup> Jean-Marie Coulon, *La dépenalisation de la vie des affaires*, La documentation française, Coll. des rapports officiels, janvier 2008.

préjudices, en vue d'éviter que ces dernières n'agissent devant les tribunaux pour demander réparation.

## 2. Dévolution transactionnelle impérieuse

452. Le Législateur vietnamien sera amené à poser le procédé transactionnel du Comité d'Etat de la Bourse prochainement. Au niveau national, il convient de souligner que, quelles que soient les critiques plus ou moins pertinentes avancées pour contester l'attribution d'une procédure de transaction à l'autorité de régulation française, elles n'ont pu nullement aboutir à ce que cette dernière ne soit pas dotée de ce pouvoir supplémentaire dont l'utilité se dégage sous la forme de différents avantages. De manière globale, s'il s'agit de permettre de « transiger sans passer par la voie pénale »<sup>1</sup> au niveau financier l'adéquation des sanctions issues des mécanismes transactionnels et leur caractère dissuasif sont aussi connus.

453. Du côté français, le rapport sur la dépénalisation de la vie des affaires, lui-même a fait l'émulation des systèmes transactionnels en présentant ceux-ci comme des alternatives permettant d'éviter le classement ou la poursuite au correctionnel<sup>2</sup>. Par ailleurs, ce sont les gains de célérité apportés par la transaction qui ont motivé la commission Coulon à en recommander la création au profit de l'Autorité des Marchés Financiers<sup>3</sup>. Ainsi, la transaction, qui donne la possibilité de traiter rapidement des affaires se manifestant dans le secteur des marchés financiers, contribuera à renforcer la crédibilité du gendarme de la Bourse français à l'instar de la SEC américaine. Enfin les

<sup>1</sup> R. Dati, « Lettre de mission adressée à Jean-Marie COULON », Paris, le 4 octobre 2007

<sup>2</sup> Rapport Coulon, p.71

<sup>3</sup> Rapport Coulon, p.75

professionnels de marché ont été eux aussi favorables à la reconnaissance de compétences transactionnelles au bénéfice de l'AMF<sup>1</sup>.

454. En conséquence, par l'adjonction de ce nouveau pouvoir transactionnel au gendarme des marchés financiers français, c'est l'amélioration de son efficacité qui est recherchée en voulant réprimer des comportements répréhensibles de manière rapide mais également bien. Effectivement, par le biais de la transaction, l'AMF a la faculté de s'atteler de façon rapide et pertinente à ces agissements et ainsi, de traiter davantage d'affaires.

### 3. Corrélation du pouvoir de transaction et du pouvoir de sanction ?

455. Si au Vietnam, pouvoir de sanction et pouvoir de transaction sont pensés séparément dans leur application, cela ne semble pas être le cas en France puisque le groupe de travail présidé par J.-M. Coulon a préconisé un élargissement des attributions de l'Autorité par la concession d'un pouvoir supplémentaire, à savoir celui de transiger, mais néanmoins, il a aussi suggéré de manière paradoxale, voire contradictoire, une restriction des facultés sanctionnatrices du gendarme des marchés financiers français .

456. Effectivement, son rapport a indiqué qu'il était nécessaire de préserver la compétence sanctionnatrice de l'AMF relativement aux manquements qui ne peuvent constituer en même temps des délits boursiers, ce qui excluait les faits constitutifs d'abus de marché. En revanche, en présence de tels abus, qui sont doublement sanctionnables, le comité Coulon a proposé des modifications substantielles du système actuel qui ne sont pas passées inaperçues.

<sup>1</sup> Par exemple, AMAFI, « Quelles évolutions du pouvoir de sanction de l'Autorité des marchés financiers ? Trente propositions d'un groupe de travail de l'AMAFI – Contribution à la réflexion de place », AMAFI / 09-48 20 juillet 2009 , 128 pp.

457. Si le rapport Coulon avait été suivi, dans un premier temps, l'autorité de régulation de France aurait été tenue de dénoncer dans l'immédiat, c'est-à-dire avant la notification des griefs, les faits qui apparaissent comme constituant à la fois un délit et un manquement, à l'image de la procédure existante aux termes de l'article L.621-201 du code monétaire et financier, ce qui n'est pas novateur. L'art. L621-20-1 CMF affirme, effectivement, que dans le cas où l'Autorité des Marchés Financiers acquiert la connaissance d'un crime ou d'un délit, dans le cadre de ses attributions, elle se doit d'en informer le Procureur de la République le plus rapidement possible, avec communication à ce dernier de tout élément qui pourra l'éclairer.

458. Le rapport avait également prévu que les enquêtes judiciaire et administrative qui s'en suivraient auraient été menées concomitamment avec échange d'informations, de pièces et d'avis de la part de l'Autorité des Marchés Financiers et du Parquet. Mais surtout, l'Autorité aurait alors dû surseoir à statuer – en donnant son avis au passage- dans l'attente de la décision du Procureur de la République sur la suite à donner aux faits litigieux, laquelle n'aurait été prise qu'à l'issue de l'enquête pénale. D'autre part, dans le cas où le Procureur aurait donné son aval pour le déroulement d'une procédure de sanction administrative et que cette dernière n'aurait pas abouti à la répression de la part du régulateur français, il pourrait toujours poursuivre l'auteur des faits répréhensibles.

459. Plus précisément en ce qui concerne les enquêtes, le rapport Coulon avait souligné la nécessité que des équipes communes à l'Autorité des Marchés Financiers et au Parquet mais placées sous l'autorité de ce dernier, soient mises en place avec l'objectif affirmé d'éviter les actes d'enquête ou les auditions redondantes, et ainsi de minimiser la durée des investigations<sup>1</sup>.

460. De telles mesures préconisées par le rapport Coulon ont fait couler beaucoup d'encre en raison qu'elles remettaient en cause le pouvoir de sanction de l'Autorité des Marchés Financiers tel que conçu jusqu'à présent<sup>2</sup>. En particulier, la majorité des auteurs et des praticiens ont relevé d'emblée le rétrécissement du champ d'application des attributions sanctionnatrices de l'autorité de régulation des marchés financiers : celle-ci serait tributaire de la décision du Parquet quant au devenir d'une affaire susceptible de constituer une opération d'initiés, une manipulation de cours ou une fausse information car il appartiendrait à ce dernier et à lui seul de déterminer s'il engage des poursuites ou s'il renvoie l'affaire à l'Autorité des Marchés Financiers. Dès lors, les compétences sanctionnatrices du gendarme boursier seraient réduites comme une peau de chagrin en matière de répression directe.

461. De surcroît, le comité Coulon est apparu aux yeux de certains auteurs comme allant à l'encontre de l'objectif d'efficacité qu'il s'est efforcé de rechercher à travers son rapport en raison de ce qu'il manifeste la volonté de mettre en place une procédure complexe basée sur la primauté donnée au Procureur de la République. Ainsi, pour d'aucuns, il aurait été plutôt préférable de détacher la Commission des

<sup>1</sup> Le Comité Coulon a également recommandé l'instauration d'un système d'échevinage comprenant deux assesseurs supplémentaires spécialistes des marchés financiers et qui s'appliquerait aux formations collégiales de première instance et d'appel, ainsi qu'à la première chambre civile de la Cour d'Appel de Paris car apte à se prononcer sur les recours formés contre les décisions de sanctions de la Commission des sanctions. Afin d'apporter une certaine légitimité quant au choix de ces assesseurs, ce sont le Garde des Sceaux et le Ministre de l'économie et des finances qui en seraient responsables selon son rapport.

<sup>2</sup> Pour ne citer que ceux-ci : B. de Saint Mars, « Le pouvoir de sanction de l'AMF, un élément central de la crédibilité de la Place et de ses acteurs », Bulletin Joly Bourse, 2009, n° 5, p. 351. -Olivia Dufour, « La Commission des sanctions de l'AMF joue la transparence », LPA, 2008 n°216, p. 3

sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers pour la transformer en véritable juridiction de première instance seule compétente pour les manquements et de faire disparaître en parallèle les incriminations pénales des abus de marché ; en conséquence, il aurait fallu intensifier les garanties procédurales du côté du gendarme des marchés financiers<sup>1</sup>.

462. En outre, au niveau de la France, les propositions du rapport sur la dépénalisation de la vie des affaires relativement au cumul des sanctions ont été formulées sans tenir compte du contexte historique entourant la création de l'Autorité des Marchés Financiers et ce sont les carences de la Justice traditionnelle qui ont été, là, pointés du doigt. Le Président Bézard signalait déjà que « les tribunaux sont [...] souvent surchargés, les procédures, lorsqu'elles rendent une expertise judiciaire, sont longues. Des amnisties interviennent » et qu' « ainsi l'arme pénale qui devrait être exemplaire, paraît souvent émoussée », et ce dysfonctionnement judiciaire avait conduit à la création du gendarme de la Bourse<sup>2</sup>. L'Ordre des Avocats, quant à lui, a posé le même constat<sup>3</sup> en soulignant la technicité de la matière financière contrôlée par le régulateur et a précisé que « Si l'on redonne au Parquet son rôle prééminent, dans les mêmes locaux inadaptés, avec un personnel trop peu nombreux, on revient dans la situation insatisfaisante qui a justifié la création de la COB. C'est évidemment incohérent ». Face à ces insuffisances, les efforts des personnels de Justice sont louables, mais, outre l'augmentation de leurs effectifs nécessaire, seule une

<sup>1</sup> H. de Vauplane, J-J Daigre, B.de Saint-Mars et J-P Bornet , Rapport du groupe de travail présidé par M. Jean-Marie Coulon sur la dépénalisation de la vie des affaires , Banque et droit , 2008, p.30 ; Ordre des avocats (Commission pénale), La dépénalisation de la vie des affaires -observations sur le rapport du groupe de travail animé par M. Jean-Marie Coulon, premier président honoraire de la cour d'appel de Paris, p.12 & s.

<sup>2</sup> P.Bézard, « La Commission des Opérations de Bourse (C.O.B) et le droit des sociétés », R.J.com., 1982, première partie, p.50

<sup>3</sup> Ordre des avocats (Commission pénale), La dépénalisation de la vie des affaires -observations sur le rapport du groupe de travail animé par M. Jean-Marie Coulon, premier président honoraire de la cour d'appel de Paris, p.12 & s. Dans le même sens, Ch. Arsouze souligne la contradiction entre le rapport Coulon qui manifeste la volonté d'amplifier la rapidité des sanctions administratives et la réalité historique en vertu de laquelle la lenteur des instances judiciaires a généré la création des autorités administratives indépendantes : Ch.Arsouze, « Réflexions sur les propositions du rapport Coulon concernant le pouvoir de transaction », BJB, 2008, n°3, p.246

généralisation de la mesure du Rapport Coulon relative à la professionnalisation « financière » appliqué à l'ensemble de ce personnel pourrait légitimer une intervention accrue de la part de ces derniers dans le domaine des marchés financiers<sup>1</sup>.

463. D'autre part, le rapport Coulon paraît venir s'inscrire en porte-à-faux contre les dispositions européennes intéressant les marchés financiers qui consacrent le principe de double cumul des sanctions de manière généralisée, tant du point de vue administratif que du point de vue pénal, car la directive « abus de marché » requiert des Etats membres, sans préjudice de leur droit d'imposer des sanctions pénales, de veiller à ce que « conformément à leur législation nationale, des mesures administratives appropriées puissent être prises ou des sanctions administratives appliquées à l'encontre des personnes responsables d'une violation [de ses dispositions] »<sup>2</sup>.

464. Ce document qui sollicite une nouvelle articulation entre le judiciaire et l'administratif se trouve aussi contrarié par la conception française de la règle non bis in idem par rapport au cumul des poursuites et des sanctions pénale et administrative<sup>3</sup>, dont l'application est conditionnée au respect du principe de proportionnalité selon l'interprétation du Conseil Constitutionnel<sup>4</sup>. Par la suite, un arrêt de la Cour Européenne des Droits de l'Homme était venu s'inscrire en conformité avec la position française, et la Cour de Cassation, en se basant sur la réserve de la France faite à l'application du protocole n°7 additionnel à la Convention européenne de sauvegarde des droits de

<sup>1</sup> Cf. « La modernisation de la Cour d'appel de Paris, entre fantasmes et réalité », Lettre des Juristes d'Affaires hors série n°17- déc. 2009/janv. 2010, p.22

<sup>2</sup> Art.14 Directive 2003/6/CE .

<sup>3</sup> V. n°604 à n° 623

<sup>4</sup> D.C. n° 89-260, 28 juillet 1989, § 46, J.O. du 1<sup>er</sup> Août 1989, p.9676 ; R.F.D.A. 1989, p.671 et s . Il a d'ailleurs été reconnu que cette règle a seulement valeur législative.

l'Homme<sup>1</sup>, est arrivée à consacrer la même interprétation de la règle non bis in idem que celle formulée par le Conseil Constitutionnel<sup>2</sup>.

465. Au surplus, l'Autorité des Marchés Financiers de France a fait remarquer l'inconstitutionnalité des mesures proposées par le comité Coulon en ce qui concerne son pouvoir coercitif direct<sup>3</sup>. Pour se faire, elle a évoqué à l'appui de son raisonnement la décision du Conseil Constitutionnel en date du 23 juillet 1975<sup>4</sup>, dans laquelle la saisine portait principalement sur les articles 398 et 398-1 du code de procédure pénale<sup>5</sup>. Ces derniers donnent au Président du Tribunal de Grande Instance la faculté de décider discrétionnairement si un juge unique ou bien une formation collégiale examinera et statuera sur une affaire en matière correctionnelle<sup>6</sup>. Le Conseil Constitutionnel a considéré que ce pouvoir attribué au Président était contraire au principe d'égalité devant la Justice, lequel est une des composantes du principe d'égalité devant la Loi proclamé par la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen et réaffirmé par le préambule de la Constitution<sup>7</sup>. Selon le gendarme de la Bourse national, cet argumentaire était transposable à la réforme suggérée par le groupe de travail Coulon car elle offrait au parquet la possibilité de choisir de son propre chef ainsi qu'en premier et dernier lieu, soit qu'une affaire suive le cours de la Justice traditionnelle, soit qu'elle soit traitée par l'autorité de régulation française.

<sup>1</sup> CEDH, « Oliveira contre Suisse », 30 Juillet 1998, JCP G 1999, I, n°105, spéc. n°14, observations F.Sudre. V. n°604 à n° 623

<sup>2</sup> Cass. Crim., 1er mars 2000, BJB, 2000, p.443, § 92, note N. Rontchevsky ; Dr. pén. 2000, comm. n°75, note J.H. Robert ; Recueil Dalloz 2000, p.229, n°18, note A. Lienhard

<sup>3</sup> Olivia Dufour, « La Commission des sanctions de l'AMF joue la transparence », LPA, 28 octobre 2008, n°216, p. 3

<sup>4</sup> Conseil constitutionnel, Décision n° 75-56 DC du 23 juillet 1975, Journal officiel du 24 juillet 1975, p. 7533

<sup>5</sup> Tels qu'ils sont issus de la loi modificative du 29 décembre 1972

<sup>6</sup> Exception faite des délits de presse

<sup>7</sup> Le Conseil Constitutionnel termine son raisonnement en soulevant l'erreur du législateur qui, selon son interprétation de l'article 34 de la Constitution par rapport aux droits et aux libertés fondamentales, n'avait pas à accorder un tel pouvoir au Président du TGI

466. Mais surtout, au-delà de la diminution importante des pouvoirs d'enquête et de sanction auquel aspire le rapport Coulon à l'égard du régulateur, ont été entrevues les atteintes qui pourraient être portées au statut de l'Autorité des Marchés Financiers en cas de mise en œuvre des mesures conseillés par la commission Coulon . En devenant supplétif au Procureur de la république, lequel dépend hiérarchiquement du pouvoir exécutif, c'est l'indépendance de l'autorité régulatrice qui aurait été elle-même remise en cause<sup>1</sup>. Et le questionnement de l'Ordre des avocats français à ce propos était particulièrement intéressant car il importait également de savoir : « Quel message donnerons-nous au reste de l'Europe, aux autres marchés financiers, à qui nous avons tant vanté les mérites de l'Autorité des Marchés Financiers qu'ils s'en sont inspirés pour leurs propres organes de régulation? »<sup>2</sup>.

#### 4. Réactions des régulateurs

467. Du coté vietnamien, les réflexions en cours sur la mise en place concrète du mécanisme transactionnel n'appelle pas davantage de commentaires<sup>3</sup>. En France, face à toute l'agitation autour d'elle, l'Autorité des Marchés Financiers s'est engagée sur la voie du changement. Au niveau du mécanisme transactionnel qu'elle souhaitait ardemment sous forme de composition administrative, l'AMF en a revendiqué désormais l'attribution avec pour motivation principale d'améliorer la réparation des préjudices des épargnants et des investisseurs<sup>4</sup>. Au vu des informations divulguées, la transaction devait

<sup>1</sup> Par exemple : Ch.Arsouze, « Réflexions sur les propositions du rapport Coulon concernant le pouvoir de transaction », BJB, 2008, n°3, p.246

<sup>2</sup> Ordre des avocats (Commission pénale), « La dépénalisation de la vie des affaires -observations sur le rapport du groupe de travail animé par M. Jean-Marie Coulon, premier président honoraire de la cour d'appel de Paris », précité

<sup>3</sup> L'amélioration des règles juridiques entourant le pouvoir de sanction est actuellement un des objectifs principaux du Comité d'Etat de la Bourse du Vietnam

<sup>4</sup> Autorité des Marchés Financiers, Plan stratégique de l'Autorité des Marchés Financiers, 29 juin 2009, p.2

avoir les caractéristiques suivantes. Celle-ci ne devait être possible qu'en présence de manquements disciplinaires et non de ceux de nature à entraîner une sanction pénale, ce qui excluait une quelconque intervention du Ministère Public, et elle ne devait ne pas avoir de conséquences civiles, afin de garantir l'intérêt de recourir à ce mode de règlement des litiges<sup>1</sup>. Il avait été annoncé qu'elle serait lancée après la clôture de l'enquête et après la notification des griefs par le Collège dont l'un des membres assurerait le suivi. La transaction devait pouvoir ne pas impliquer de reconnaissance de culpabilité comme souhaité par la majorité des professionnels et comme pratiqué aux Etats-Unis en reposant sur une simple description des faits. Son homologation serait assurée par une formation ad' hoc de la Commission des sanctions, et elle ferait l'objet d'une publication impérative qui a été envisagée dès le début du projet de transaction<sup>2</sup>.

468. La loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010<sup>3</sup> a révélé la « composition administrative » sans grande surprise, en créant l'article L621-14-1 CMF. La disposition s'applique aux manquements des intermédiaires financiers, par rapport à leurs obligations professionnelles, qui sont révélés dans le rapport d'enquête ou de contrôle. Le Collège a la faculté de proposer la transaction à l'intéressé simultanément à la notification des griefs et ladite proposition suspend le délai. Le destinataire de la proposition s'engage dans le cadre d'un accord arrêté avec le Secrétaire Général de l'Autorité des Marchés Financiers, à verser au Trésor Public une somme dont le montant maximum est celui de la sanction pécuniaire encourue au titre du III de l'art. L621-15, soit en matière disciplinaire.

<sup>1</sup> Les victimes se trouveraient alors défavorisées puisqu'elles n'auraient plus la possibilité de demander réparation devant les juridictions civiles, mais sans cette condition, la transaction perdrait en intérêt, donc en viabilité : O. Dufour, « L'Autorité des Marchés Financiers tire les leçons de la crise », LPA, 2009, n°135, p.4- O. Dufour, « La Commission des sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers joue la transparence », LPA, 2008, n° 216, p. 3 - Ch. Arsouze, « Réflexions sur les propositions du rapport Coulon concernant le pouvoir de transaction », BJB, 2008, n°3, p.246- AGEFI, « Le droit des affaires fait peau neuve », consultable sur le site de l'Agefi

<sup>2</sup> O. Dufour, « L'AMF affiche une politique de fermeté », LPA, n° 116, 2005, p. 3-4 – O. Dufour, « Et si le gendarme boursier transigeait ? », LPA, n° 39, 2005, p. 3-4

<sup>3</sup> Loi n° 2010-1249 dite Loi de régulation bancaire et financière, JO n° 0247, texte n°1

Pour homologation, l'accord est soumis au Collège, puis à la Commission des sanctions en cas de validation préalable du Collège. L'accord est ensuite rendu public. En l'absence d'accord homologué ou en cas de non-respect de celui-ci, la notification des griefs est transmise à la Commission, et la procédure classique reprendra son cours. Les décisions du Collège et celles de la Commission sont soumises aux voies de recours. Un décret en Conseil d'Etat viendra fixer les modalités d'application de l'art L621-14-1CMF et donc conditionne l'application de celui-ci.

469. C'est en matière de sanction que les changements sont bien perceptibles au niveau de l'AMF. La procédure de récusation en est une manifestation particulièrement notable. Plus précisément, la possibilité de récuser le rapporteur ou l'un des membres de la Commission des sanctions appelé à statuer s'offre depuis quelques années vis-à-vis de l'AMF. En vertu de la Loi n° 2007-1174 du 17 décembre 2007, tout auteur de faits répréhensibles qui se prévaut d'une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité d'un des membres de ladite commission est en droit de solliciter la récusation de l'individu concerné<sup>1</sup>. La procédure de récusation constitue donc une avancée quant au règlement des conflits d'intérêt potentiels au sein de l'autorité régulatrice<sup>2</sup>.

470. Ce droit de récuser trouve pour origine une série d'arrêts du Conseil d'Etat ayant relevé le manque d'impartialité subjective de la Commission de l'Autorité des Marchés Financiers. La violation du principe d'impartialité avait d'abord été relevée car l'un des membres de la Commission des sanctions avait fondé une société avec d'autres personnes dont l'une des personnes poursuivies, et qui plus est, ce mis en cause avait été salarié de l'entreprise concernée. La Haute Juridiction avait été amenée à conclure que le membre de la Commission ne pouvait

<sup>1</sup> Art. 621-15 CMF, tel qu'introduit par la Loi n° 2007-1174 du 17 décembre 2007 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans les domaines économique et financier.

<sup>2</sup> Le Décret n° 2008-893 du 02 septembre 2008 a introduit les art. R 621-39-1 à R 621-39-10 dans le Code Monétaire et Financier.

participer à la délibération visée en raison du lien existant entre lui et l'une des personnes mises en cause, en l'occurrence un lien d'affaires<sup>1</sup>. Dans une autre espèce, un des membres de la Commission avait appartenu au comité exécutif d'un groupe bancaire dont l'une des filiales était impliquée dans un différend financier avec la société poursuivie et l'existence de ce litige avait été portée notamment à la connaissance d'un autre membre du comité exécutif. Le Conseil d'Etat a reconnu la méconnaissance du principe d'impartialité en soulevant de manière laconique l'existence d'un doute sur la connaissance éventuelle qu'aurait pu avoir indirectement le membre de la Commission de cette information<sup>2</sup>. Une autre affaire avait permis à la Cour suprême administrative de dégager la même solution en matière d'impartialité en raison de ce que le rapporteur chargé d'instruire l'affaire devant la Commission des sanctions avait exercé des fonctions d'encadrement au sein d'une société concurrente à celle à laquelle la personne poursuivie avait recours à titre quasi-exclusif pour passer ses ordres de bourse<sup>3</sup>.

471. En France, la procédure de récusation est la suivante. La demande de récuser à l'encontre du rapporteur doit être formée dans le délai d'un mois à compter de la notification de sa désignation<sup>4</sup>, celle qui viserait un autre membre de la Commission est tributaire d'un délai de quinze jours à compter de la notification de la composition de ladite commission<sup>5</sup>. Néanmoins, si le motif de la récusation n'a pas été porté à la connaissance du mis en cause dans les délais précités, cette requête

<sup>1</sup> Conseil d'Etat, 27 octobre 2006, Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers n°30, novembre 2006, p.141, spéc. p.144. Consultable également sur le site du Conseil d'Etat

<sup>2</sup> Conseil d'Etat, 30 mai 2007, Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers, n°37, juin 2007, p.289

<sup>3</sup> Conseil d'Etat, 26 juillet 2007, Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers n°44, février 2008, p.255.

Le Conseil d'Etat a aussi relevé l'absence de disposition permettant de récuser le rapporteur de la Commission des sanctions.

<sup>4</sup> Art. R.621-39-2, 1° CMF

<sup>5</sup> Art. R.621-39-2, 2° CMF

est à introduire avant la fin de la séance<sup>1</sup>. Concrètement, celle-ci consiste, soit en un acte écrit remis au secrétariat de la Commission des sanctions contre récépissé, soit il s'agit d'une déclaration consignée par le secrétariat dans un procès-verbal et elle est impérativement accompagnée de pièces justificatives au risque d'encourir l'irrecevabilité<sup>2</sup>. Une copie de la demande est remise par le secrétariat au membre intéressé<sup>3</sup>, lequel est tenu de faire part de ses opinions par écrit dans un délai de huit jours<sup>4</sup>. Dans le cas où ce dernier refuse la récusation, la Commission se réunit pour statuer en invitant l'auteur de la demande à sa séance en vue de présenter des observations orales<sup>5</sup>. La décision est notifiée à ce dernier et au membre concerné et l'acceptation de la requête se trouve concrétisée par la désignation d'un remplaçant<sup>6</sup>. Les actes accomplis par le membre récusé avant qu'il ait eu connaissance de la demande ne peuvent, quant à eux, pas être contestés<sup>7</sup>.

472. Outre le processus de récusation, le décret n° 2008-893 du 02 septembre 2008 introduit le représentant du Collège dont l'instauration a permis de délester le rapporteur de certaines tâches afin de mieux garantir le principe d'impartialité<sup>8</sup>. En effet, celui-ci a la faculté de présenter des observations au soutien des griefs notifiés lors de la séance d'examen de l'affaire tandis que le rapporteur se contente simplement de présenter son rapport. Avec la Loi de régulation bancaire et financière, les règles qui le concernent sont mieux précisées<sup>9</sup>. Le représentant est un

<sup>1</sup> Art. R.621-39-2, 3° CMF

<sup>2</sup> Art. R.621-39-4 CMF

<sup>3</sup> Art. R.621-39-5 CMF

<sup>4</sup> Art. R.621-39-7 CMF

<sup>5</sup> Art. R.621-39-8, al.2 CMF

<sup>6</sup> Art. R.621-39-8, al.4 et 5 CMF

<sup>7</sup> Art. R.621-39-9 CMF

<sup>8</sup> Art. R.621-39 et R.621-40 CMF

<sup>9</sup> Nouvel art. L621-15, I CMF. Sur l'origine de la réforme, cf. : Assemblée Nationale, projet de loi de régulation bancaire et financière, 10 juin 2010, JO No 56 bis A.N. (art.2 quater)

membre du Collège qui a pris part à la décision d'ouverture de la procédure de sanction. Il assiste à l'audience sans voix délibérative<sup>1</sup>, et, en plus de toujours pouvoir présenter ses observations relativement aux griefs, il a la possibilité de proposer une sanction. Ainsi, le rapporteur se trouve pleinement libéré de sa mission passée d'accusateur public.

473. Hormis le procédé de récusation, il faut souligner que la Commission elle-même a organisé des colloques à visée didactique sur ses actions dans le souci d'une meilleure transparence<sup>2</sup>. La publication d'un recueil annuel compilant ses décisions ainsi que les arrêts rendus par la Cour d'appel de Paris, la Cour de Cassation et le Conseil d'Etat sur recours de ses décisions<sup>3</sup>, a été annoncé comme destiné à éclairer l'interprétation du Règlement général.

474. Par ailleurs, le gendarme de la Bourse français a obtenu le rehaussement du plafond de ses sanctions applicables aux prestataires en cas de manquements à leurs obligations professionnelles ainsi qu'aux auteurs de manipulations de marché. Le contrevenant est désormais passible devant le régulateur français d'une sanction pécuniaire augmenté de 10 fois, c'est-à-dire dont le montant ne pourra dépasser 15 millions pour les personnes physiques ou 100 millions d'euros pour les personnes morales<sup>4</sup>, étant précisé que les montants respectifs étaient auparavant de 1,5 millions d'euros et de 10 millions d'euros actuellement.

<sup>1</sup> Ce membre aura également la possibilité de se faire assister ou représenter par les services de l'Autorité des Marchés Financiers

<sup>2</sup> Le premier colloque a eu lieu le 13 octobre 2008, le second s'est tenu le 28 septembre 2009

<sup>3</sup> Autorité des Marchés Financiers, *Recueil des décisions de la Commission des sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers et des juridictions de recours 2007*, La Documentation française, Paris, juill.2008, 439 pp.

<sup>4</sup> Art. L621-15, III CMF. Sur la mesure à l'état de projet, voir : Assemblée Nationale, projet de loi de régulation bancaire et financière, 10 juin 2010, JO No 56 bis A.N : art.2 quater

475. De plus, afin de garantir un plus grand respect des droits de la défense, l'autorité de régulation a adopté une charte sur les droits et les devoirs des enquêteurs, et davantage de contradictoire devrait être introduit en amont de la notification des griefs pendant le déroulement de la procédure de sanction. L'avenir nous dira si la réforme attendue par les avocats, lesquels souhaitent que les personnes mises en cause aient la faculté de faire valoir leurs arguments préalablement à la notification des griefs, se produira.

476. En tout état de cause, les relations bilatérales extranationales des autorités de régulation de France et de Vietnam, ainsi que les relations que celles-ci entretiennent avec leurs pouvoirs publics nationaux respectifs, sont des points tout aussi importantes à analyser que le pouvoir de transiger, d'où l'étude suivante (section 2).

## **SECTION 2. RELATIONS BILATERALES EXTRANATIONALES**

Des autorités de régulation financières et d'autres organismes étrangers ont noué des relations avec l'Autorité des Marchés Financiers et le Comité d'Etat de la Bourse (§1) (§2).

### §1. Coopération avec les autorités d'autres Etats

477. En se penchant sur la législation française, on constate que l'Autorité des Marchés Financiers a la faculté de coopérer activement avec ses homologues étrangers en matière, d'une part d'échanges d'informations et de savoir –faire, d'autre part, en matière de surveillance, de contrôle et d'enquêtes<sup>1</sup>. Les autorités étrangères se doivent d'être dotées de compétences analogues et être astreintes au secret professionnel à l'instar de l'Autorité des Marchés Financiers. De plus, lorsque ces activités sont exercées pour le compte d'autorités d'un Etat qui n'est ni membre de la Communauté européenne, ni partie à l'accord sur l'Espace économique européen, elles sont exercées sous réserve de réciprocité. Il convient aussi de souligner que pour mener à bien ses activités de coopération, le gendarme des marchés financiers de France a la possibilité de conclure des accords organisant ses relations avec ses pendants étrangers.

478. Au Vietnam, le pouvoir du Comité d'Etat de la Bourse en matière de coopération est défini de manière plus large puisque ce régulateur a pour mission de mener la coopération internationale dans le domaine des instruments financiers et du marché boursier, avec pour seule limite de

<sup>1</sup> Art. L632-1 à art. L 632-11 CMF et Article L632-16 CMF. Sur le rôle des enquêtes dans les relations internationales du régulateur : J.P. Michau, « Enquêtes nationales et internationales », BJB, 1990, n°11 bis, p.43

se conformer aux textes juridiques en vigueur et de respecter la délégation de pouvoir du Ministre des finances<sup>1</sup>.

479. Toutefois, le régulateur boursier français a conclu un grand nombre de conventions bilatérales avec ses homologues étrangers, à la différence du Comité du Vietnam. Ces autorités signataires avec l'AMF sont, en termes de nombre, situés en premier lieu en Europe. Il s'agit de celles de Belgique, d'Espagne<sup>2</sup>, d'Italie, du Portugal, d'Allemagne, de Hongrie, de Suisse, de Pologne, de Tchécoslovaquie, de Lituanie, de Monaco et du Royaume-Uni. D'autres se trouvent en Asie, plus précisément en Chine, en Malaisie, à Singapour, en Turquie, en Corée du Sud, en Israël, et dans les Emirats Arabes Unis<sup>3</sup>. Des autorités de régulation sont localisées également sur le continent américain, c'est-à-dire aux USA, au Canada, au Mexique, en Argentine, au Brésil et au Chili. Par ailleurs, quelques unes qui coopèrent avec l'Autorité des Marchés Financiers appartiennent au continent africain et assurent leur mission de régulation en Tunisie, au Maroc, en Algérie, en Egypte et pour les pays de l'Union Economique et Monétaire de l'Ouest Africain. Enfin, l'Australian Securities Commission a aussi signé un memorandum of understanding avec l'AMF<sup>4</sup>. L'intégration forte des marchés financiers au niveau international a incité cette dernière à conclure des accords avec de ses homologues du monde entier. Force est de constater également que l'ancienneté de son existence par rapport au Comité d'Etat de la Bourse vietnamien lui a permis d'approfondir davantage sa coopération avec des pendants européens et internationaux.

<sup>1</sup> Art.2 Décision 109 du Premier Ministre en date du 11 septembre 2009

<sup>2</sup> Pour plus d'informations sur la Comisión Nacional del Mercado de Valores d'Espagne, créée par la Loi Boursière N° 24/1988 du 28 juillet 1988, consulter son site : <http://www.cnmv.es/index.htm>

<sup>3</sup> La Dubai Financial Services Authority (DFSA) incluse

<sup>4</sup> Conclusion en date du 14 mars 1995

480. En effet, l'autorité de régulation du Vietnam a signé des accords bilatéraux de coopération avec la Korea Financial Supervisory Commission de Corée du Sud , la China Securities Regulatory Commission, la Malaysian Securities Commission, la Monetary Authority of Singapore, la Thailand's Security and Exchange Commission<sup>1</sup>, le Securities and exchange Board of India, l'United Arab Emirates 's Securities and Commodities Commission, la Securities and Futures Commission de Hong Kong et la Financial Services Authority britannique, seul régulateur européen actuellement . Il est vrai que ce gendarme boursier est soucieux de s'intégrer économiquement en premier lieu dans la zone asiatique ; néanmoins, des démarches engagées en vue de la conclusion de conventions avec l'Allemagne, la Pologne, la Tchécoslovaquie, l'Autriche, l'Australie, Taiwan et le Japon, permettront, lorsqu'elles aboutiront, sa meilleure intégration dans le système économique et financier mondial.

## §2. Coopération liée au développement de l'autorité de régulation

481. Les propos qui vont suivre intéressent un aspect de la coopération du gendarme de la Bourse du Vietnam, qui, à la différence de l'Autorité des Marchés Financiers, requiert l'acquisition de connaissances et de savoir-faire étrangers afin d'accroître sa performance. Il s'agit donc de la coopération pédagogique, laquelle s'opère majoritairement avec des partenaires privés, en particulier les associations, et dont il est fait peu écho, ce qu'on ne peut que regretter.

<sup>1</sup> Le Vietnam a bénéficié d'une assistance importante du régulateur thaïlandais, en particulier relativement au Centre des Transactions Boursières de HCMV devenu par la suite la Bourse de HCMV

482. Eu égard au sujet de la présente thèse, les commentaires exposés ci-après ont trait à la coopération entre l'Association Française de la Gestion Financière (AFG)<sup>1</sup>, qui représente les professionnels de la gestion d'actifs en France, et le Comité d'Etat de la Bourse du Vietnam. Ce type d'assistance se révèle être digne d'intérêt à plusieurs titres.

483. De prime abord, l'AFG est la seule association française, à notre connaissance, à s'être engagée vers une coopération durable avec l'homologue vietnamien de l'AMF en matière financière<sup>2</sup>. Ensuite, elle participe à l'amélioration du cadre réglementaire et déontologique applicable aux professionnels de la gestion, ses actions s'inscrivent alors dans la même lignée que les mesures politiques prises par le régulateur des marchés financiers national en ce sens.

484. En outre, cette association contribue à la promotion du modèle français et à une meilleure compréhension de l'industrie européenne de la gestion d'actifs à l'étranger puisqu'elle offre la possibilité à ses partenaires émergents d'échanger et de tirer avantage de la régulation française et européenne en ce domaine, ainsi que de partager avec eux l'expertise française sur la gestion d'actifs.

485. Une coopération naissante s'est amorcée en décembre 2007, lorsque l'AFG a organisé à Paris un stage de formation qui a été suivi par des membres du personnel du gendarme des marchés financiers vietnamien<sup>3</sup>, avec l'objectif d'apporter un éclairage aussi bien théorique que pratique de l'industrie française de l'industrie française de la gestion d'actifs. Le stage a été aussi l'occasion, pour les participants

<sup>1</sup> Sur l'activité de l'AFG, v. AFG, 2009- *Pour une épargne utile au financement de l'économie*, 36 pp

<sup>2</sup> L'Autorité des Marchés Financiers a été d'ailleurs de la partie dans une certaine mesure.

<sup>3</sup> Des officiels de l'agence de participation de l'Etat vietnamien, la State Capital Investment Corporation (SCIC), et des dirigeants de sociétés financières vietnamiennes ont également fait partie de la délégation accueillie. Pour information, la State Capital Investment Corporation, se dénomme en vietnamien TÔNG CONG TY DẦU TƯ VÀ KINH DOANH VỐN NHA NƯỚC Elle a été créée par la Décision du Premier Ministre No. 151/2005/QĐ-TTg en date du 20 juin 2005 et elle a commencé à fonctionner officiellement à partir du 1er août 2006.

vietnamiens, de rencontrer, des représentants de l’Autorité des Marchés Financiers, d’Euronext, de l’Agence de participation de l’Etat français et de sociétés de gestion financières.

486. En 2009, une autre étape a été franchie, avec encore le soutien du groupe Prévoir, une société d’assurance française implantée au Vietnam. Effectivement, l’AFE a organisé en janvier un séminaire de formation à Hanoi, auquel des représentants du Comité d’Etat de la Bourse et de la SCIC ont assisté, et qui a eu pour mérite de mettre en lumière, d’une part, le contrôle, les risques et la déontologie des sociétés de gestion, d’autre part, les processus d’investissement. Il a donné lieu à la remise du diplôme de l’Association aux participants.

Dans la même continuité, cette dernière a organisé un autre séminaire de formation sur le risque en octobre 2009, les intervenants vietnamiens du précédent séminaire ayant manifesté un vif intérêt à ce sujet.

487. L’Association Française de la Gestion Financière s’attelle pour l’heure à l’élaboration d’un protocole de coopération avec le Centre de formation et de recherche en science des valeurs mobilières (SRTC), l’institut de formation du régulateur boursier du Vietnam, afin de mettre en place une formation certifiante pérenne dans l’asset management.

488. Cette formation va permettre au Vietnam, pays émergent mais prudent, qui cherche à attirer vers lui les capitaux nécessaires à son développement, de disposer d’outils sûrs pour accorder la licence professionnelle que tout professionnel de la finance est tenu d’obtenir s’il veut exercer son métier dans cette contrée du Sud –est asiatique .

Elle permettra aussi aux Vietnamiens titulaires de la certification de l’AFG de pouvoir travailler directement en France via le système de l’équivalence des diplômes, et il en sera de même pour les professionnels français décidant d’aller exercer leurs compétences au Vietnam.

Conclusion du chapitre

489. Au niveau international, la coopération de l'Autorité des Marchés Financiers française avec ses homologues étrangers est plus étendue que celle du Comité d'Etat de la Bourse du Vietnam. Ce dernier compte aussi de manière notable sur la coopération bilatérale pour son développement, à la différence de son pendant français.

490. Du point de vue interne, le CEB et l'AMF n'entretiennent pas les mêmes rapports avec les pouvoirs publics respectifs de leurs pays en raison de leur statut juridique propre, le régulateur français disposant de la personnalité morale tandis que l'autorité de régulation du marché boursier vietnamien constitue un démembrement de l'Etat. Néanmoins, cela n'affecte pas leur indépendance pour autant.

491. A travers le cas du pouvoir de transaction que ces gendarmes des marchés financiers cherchent à acquérir ou à consolider, on a pu constater que l'acquisition de nouvelles attributions dépend de l'intervention des instances nationales propres à chaque pays, principalement de celles qui incarnent le Politique, mais également de leur volonté et de leurs efforts accomplis en ce sens.

492. L'étude du pouvoir transactionnel a permis également de mettre en lumière la politique récente de l'Autorité des Marchés Financiers, dans laquelle la prise en compte des intérêts des victimes constitue à notre avis l'un de ses fers de lance prometteurs pour apporter davantage de légitimité à ses actions, notamment en matière de sanctions. Cette démarche est à encourager autant auprès des autorités de régulation française et vietnamienne, d'autant plus que l'opiniâtreté ne peut que s'avérer payante dans une échéance plus ou moins proche.

493. Sans aller jusqu'à qualifier les autorités régulatrices que sont l'Autorité des Marchés Financiers et le Comité d'Etat de la Bourse, de quasi-juridictions, étant donné que ce sont des organismes non-juridictionnels, force est de constater que tous deux participent à rendre la justice, et cette fonction n'est pas des moindres car d'une bonne justice dépend l'équilibre, voire la paix d'une Nation.

494. Si la Justice traditionnelle conserve une utilité réelle pour sanctionner les comportements répréhensibles sur les marchés financiers, l'autorité régulatrice est tout aussi fondée dans ses interventions sanctionnatrices et ces deux types d'institutions se complètent alors<sup>1</sup>. Mais « les magistrats ont des missions de plus en plus lourdes données par les pouvoirs publics et ne sont peut-être pas demandeurs faute de moyens de défendre leurs positions en tout cas d'aller de l'avant »<sup>2</sup>

495. En outre, la Justice judiciaire française applique trop strictement la distinction entre les poursuites civiles et les poursuites pénales et sous-estime encore trop les victimes<sup>3</sup> même si des réformes ont été amorcées. Dès lors, l'intervention répressive du gendarme de la bourse apparaît tout à fait adéquate.

496. La prise en considération des intérêts des victimes par ces organismes de régulation s'inscrit en conformité avec les missions du Juge, que les régulateurs boursiers sont amenés à remplir. Les juges effectivement, ne sont pas et n'ont jamais été « la bouche qui prononce

<sup>1</sup> P.Bézar, « Le Juge et le marché boursier : conclusion », LPA, n°71, 15 juin 1994

<sup>2</sup> Id.

<sup>3</sup> Un des cas les plus visibles est celui des victimes d'infractions pénales, pour lesquelles il arrive souvent qu'en dépit du jugement condamnant leurs auteurs à réparation, elles ne peuvent obtenir satisfaction en raison de la difficulté à faire exécuter la décision de justice. La Commission d'indemnisation des victimes d'infraction pénales (Civi : Article 706-4 Code de Procédure Pénale) et le Service d'assistance au recouvrement des victimes d'infractions (Sarvi) ont été créés pour les dédommager. Or, toutes les infractions ne sont pas concernées et encore faut-il pour les victimes remplir un certain nombre de conditions, ainsi que de s'engager dans une autre procédure longue et fastidieuse au cours de laquelle il sera impératif de démontrer à nouveau son « statut » de victime. Actuellement l'accès à la Civi est limité aux préjudices les plus graves.

les paroles de la Loi ; des êtres inanimés qui n'en peuvent modérer ni la force ni la rigueur » en dépit des aspirations des révolutionnaires français<sup>1</sup>. D'autre part, « le juge ne doit en aucun cas faillir dans sa mission, mais il doit toujours intervenir à bon escient. Il ne doit pas abuser de sa position procédurale supérieure à la seule fin de marquer son existence »<sup>2</sup>. Il doit également faire preuve d'une certaine humanité<sup>3</sup>. Surtout il doit écouter les différentes parties en présence avant de se prononcer ; aussi, « A coté des droits de la défense, il y'a le droit du défendu qui est d'être traité en homme, quoi qu'on lui reproche », mais il y'a également « les victimes [qui] attendent d'un procès davantage qu'une réparation matérielle de leur préjudice : la restauration de leur dignité bafouée.<sup>4</sup>»

497. En tant qu'autorités publique indépendante, l'Autorité des Marchés Financiers est une des créations originales du système juridique français, au même titre que le juge d'instruction, le magistrat seul capable d'instruire à charge et à décharge des preuves, et donc, le mieux à même de traiter d'affaires particulièrement complexes. Ses démarches en vue d'indemniser les victimes d'actes répréhensibles sur les marchés de capitaux contribuent, à notre sens, à accentuer sa spécificité par rapport aux instances judiciaires traditionnelles et ne peuvent que lui servir à s'affirmer davantage dans le paysage judiciaire et financier français.

<sup>1</sup> Montesquieu, *De l'Esprit des lois*, XI, 6, t.1, p.176- F. Ost, *Dire le droit, faire justice*, éd. Bruylant, Coll. Penser le droit, 2007

<sup>2</sup> P.Bézar, « Le nouveau visage du juge économique et financier », p.147

<sup>3</sup> P.Bézar, « Colloque de la Baule : le juge de l'économie – synthèse », *Revue de jurisprudence commerciale* n°11, octobre 2003, p .177. « Le juge n'est pas un robot et on peut penser et espérer que le temps n'est pas venu et qu'il ne viendra jamais où la justice serait rendue par des robots. le juge est un homme au service des hommes. il ne doit jamais l'oublier dans la délicate fonction qu'il exerce. Il doit être conscient de la portée de ses décisions et de leurs conséquences pour la vie des hommes, des entreprises et des marchés. La pire des attitudes pour un juge est de trancher dans la précipitation par automatisme, sans s'efforcer de comprendre et adapter la solution à la réalité humaine et économique. Le risque est majeur à une époque où on invite le juge à « évacuer » le plus grand nombre de procédures » Cette remarque sur le juge économique est tout aussi pertinente pour les autres magistrats.

<sup>4</sup> P.Truche, *Juger être jugé*, Fayard, 2001, p.185

Il est à espérer que les gendarmes de la Bourse de France et du Vietnam accentueront leurs actions en faveur des victimes dans un souci de meilleure régulation, cela ne peut qu'apporter davantage de crédit à chacune de ces institutions.

## **CHAPITRE 2. DES POUVOIRS REPRESSIFS ASSYMETRIQUES.**

498. La nécessité de moraliser et d'assurer l'intégrité des marchés financiers n'est pas récente au niveau communautaire. Dès 1977, le code de conduite européen concernant les transactions relatives aux valeurs mobilières « [formule], sur le plan européen, les normes d'un comportement loyal qui contribuent au fonctionnement efficace des marchés de valeurs mobilières ... et qui assurent une bonne protection des intérêts du public... », et demande obligatoirement la répression des mauvaises pratiques par les autorités nationales compétentes<sup>1</sup> en vue de permettre la sanction de tous les intervenants « indéliçables » sur les marchés financiers.

499. S'en est suivie au plan européen une étape fondamentale avec l'adoption en 1989 de la directive concernant la coordination des réglementations relatives aux seules opérations d'initiés par le Conseil qui a permis aux Etats membres d'harmoniser leurs dispositions nationales sur l'« insider trading »<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> 77/534/CEE: Recommandation de la Commission, du 25 juillet 1977, portant sur un code de conduite européen concernant les transactions relatives aux valeurs mobilières JOCE n° L 212, 20 août 1977, p.37.

<sup>2</sup> Directive 89/592/CEE du Conseil, du 13 novembre 1989, concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés, JOCE n° L 334, 18 novembre 1989, p. 30.

500. Puis un grand pas a été récemment franchi à partir de l'élaboration de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché dite « directive abus de marché »<sup>1</sup> car elle concerne la répression de ces actes illicites qui peuvent être commis par n'importe quel acteur de marché, et pour lesquels la répression doit s'entendre ici au sens large, c'est-à-dire, bien évidemment sur le terrain pénal mais aussi au niveau administratif.

501. Plus précisément, la directive 2003/06/CE a été rapidement complétée par différents textes européens afin de garantir toujours plus la sécurité des marchés financiers. Il s'agit de la directive 2003/124/CE de la Commission qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché ]<sup>2</sup>, de la directive 2003/125/CE de la Commission, du 22 décembre 2003 relative à la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts<sup>3</sup>. La directive 2004/72/CE de la Commission, du 29 avril 2004 qui a trait aux pratiques de marché admises, à la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, à l'établissement de listes d'initiés, à la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et à la notification des opérations suspectes fait également partie du dispositif en vigueur<sup>4</sup>. C'est aussi le cas du règlement 2273/2003 de la Commission du 22

<sup>1</sup> Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, *JO L 96 du 12.4.2003*, p. 16-25

<sup>2</sup> Directive 2003/124/CE de la Commission, du 22 décembre 2003, portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, *JO L 339 du 24.12.2003*, p. 70-72.

<sup>3</sup> Directive 2003/125/CE de la Commission, du 22 décembre 2003, portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts, *JO L 339 du 24.12.2003*, p.73-77.

<sup>4</sup> Directive 2004/72/CE de la Commission, du 29 avril 2004, portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes, *JO L 162 du 30.04.2004*, p.70-75.

décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers<sup>1</sup>

502. Dotée d'un corpus de règles élaboré dès ses débuts dans le domaine de la répression des infractions financières<sup>2</sup>, le droit français des marchés financiers n'a pas muté de façon spectaculaire en écho à ces évolutions textuelles européennes, alors que tel n'est pas le cas de la même discipline en ce domaine au Vietnam. Il est vrai qu'en un peu plus d'une décennie, ce dispositif répressif asiatique a été amendé bon nombre de fois en vue de faire face aux problèmes qui se sont présentés sur le marché boursier et on peut distinguer trois périodes majeures de réformes en ce domaine.

503. Depuis les origines du système boursier, les Vietnamiens ont perçu la nécessité d'avoir des dispositions qui puissent permettre la sanction des comportements qui menaceraient son intégrité. C'est donc sans grand étonnement que le Décret 48/1998 comportait des dispositions répressives, certes primaires au sens premier du terme, mais liées au manque d'expérience du Vietnam dans le domaine boursier. Le Décret 22/2000 relatif au traitement administratif des violations de la réglementation boursière l'a assez rapidement complété.

504. Avec l'adoption du Décret 144/ 2003/ND-CP, du Décret 161/2004/ND-CP sur la répression des manquements administratifs dans le domaine des instruments financiers et du marché boursier, et la Circulaire 130-TT-BTC du 29.12.2004, le droit vietnamien de la répression a été davantage complété.

<sup>1</sup> Règlement (CE) no 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers, JO L 336 du 23.12.2003, p. 33–38

<sup>2</sup> BEZARD P., « Le nouveau visage de la Commission des Opérations de Bourse », Revue internationale de droit comparé, 1989, n° 4, p.929.

505. Mais c'est avec l'élaboration de la Loi sur les instruments financiers en 2006, du Décret 36-2007-ND-CP<sup>1</sup>, de la circulaire 97-2007-TT-BTC<sup>2</sup> en 2007 et de la Circulaire Interministérielle 46/2009/TTLT-BTC-BCA de 2009 sur le traitement des violations en droit dans le domaine des instruments financiers et de la Bourse que le cadre répressif sur les marchés financiers a connu une refonte totale qui se manifeste en particulier par l'explicitation des concepts utilisés et par un effort d'inventaire et de classification des comportements sanctionnables sur le marché.

506. Jadis clairement désigné comme étant le titulaire du pouvoir de sanction par les art. 4-1 et 9-1 de l'ordonnance de 1967 aujourd'hui abrogés<sup>3</sup>, le Gendarme de la Bourse français voit aujourd'hui ledit pouvoir expressément mentionné à l'art. L621-15 CMF qui ouvre la sous-section 5 du chapitre unique sur l'AMF dans ledit code, tandis que la sous-section précédente traite des contrôles et des enquêtes de l'institution, ce qui, somme toute, conforte l'idée selon laquelle sa mission de surveillance et son pouvoir de sanctionner sont considérés comme complémentaires<sup>4</sup>.

507. Au Vietnam, surveillance et sanction sont également deux concepts étroitement liés. Aux débuts de la Bourse vietnamienne, le Décret 75/CP donnait pouvoir au Comité de révoquer les licences des différents intervenants sur le marché boursier tout en le chargeant de la surveillance de ces derniers. A partir de 2003 et de l'adoption du Décret

<sup>1</sup> Décret 161/2004/ND-CP du Gouvernement en date du 8 mars 2007 sur la répression des manquements administratifs dans le domaine des instruments financiers et du marché boursier

<sup>2</sup> Circulaire d'application du Décret 161/2004/ND-CP du Gouvernement en date du 8 mars 2007 sur la répression des manquements administratifs dans le domaine des instruments financiers et du marché boursier

<sup>3</sup> Ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse

<sup>4</sup> L'art. L621-9 CMF détaille l'étendue de la mission de surveillance de l'AMF. V. supra partie 1, ch.2, section 1, sous-section 2, « surveillance des acteurs boursiers »

90/2003/ND CP<sup>1</sup>, le Gendarme de la Bourse Vietnamienne a le devoir de contrôler, d'examiner et de surveiller tous les participants du marché ainsi que de sanctionner les violations des dispositions relatives aux instruments financiers et au marché boursier. Le texte actuellement en vigueur, en l'occurrence la Décision 112/2009/QD-TTg du 11 septembre 2009 sur les attributions, les devoirs, les pouvoirs et l'organisation du Comité d'Etat de la Bourse affirme que ce dernier est en charge des inspections et de la surveillance, de sanctionner les manquements administratifs et de traiter des plaintes et dénonciations relatives aux instruments financiers et à la Bourse. Ainsi mission de surveillance et pouvoir de sanctionner semblent être considérés distinctement.

Quelle est la nature de ces pouvoirs répressifs ? Quelles sont leurs modalités de mise en œuvre ? C'est ce que nous examinerons successivement (sections 1 et 2).

<sup>1</sup> Décret 90/2003/ND CP

## **SECTION 1. LA NATURE DES POUVOIRS REPRESSIFS.**

Il convient de se pencher d'une part sur les comportements incriminés (sous-section 1), d'autre part sur l'étendue des pouvoirs répressifs (sous-section 2).

### **Sous-section 1. Les comportements incriminés**

508. Les premières infractions sur les marchés de capitaux que le droit européen a visées sont relatives aux agissements répréhensibles des initiés. Effectivement, ce n'est qu'en 1989 avec l'adoption de la directive concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés par le Conseil<sup>1</sup> que de telles pratiques ont été interdites uniformément sur le territoire européen en partant d'un constat évident : « le marché secondaire des valeurs mobilières joue un rôle important dans le financement des agents économiques; ... pour permettre à ce marché de jouer son rôle de manière efficace, toutes les mesures doivent être prises en vue d'en assurer le bon fonctionnement; ...le bon fonctionnement du marché en question est dans une large mesure tributaire de la confiance que celui-ci inspire aux investisseurs; ... cette confiance repose, entre autres, sur la garantie donnée aux investisseurs qu'ils sont placés sur un pied d'égalité et qu'ils seront protégés contre l'utilisation illicite de l'information privilégiée; les opérations d'initiés, en raison du fait qu'elles apportent des avantages à certains investisseurs par rapport aux autres, sont de nature à remettre en question cette confiance et peuvent de ce fait porter atteinte au bon fonctionnement du marché; ... dès lors qu'il convient de prendre les mesures nécessaires pour lutter contre les opérations en cause. » .

<sup>1</sup> Directive 89/592/CEE préc., p 30.

509. La même motivation a conduit à l'élaboration de la directive 2003/6/CE, laquelle affirme qu' « un marché financier intégré et efficace exige l'intégrité du marché. Le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la confiance du public en ces marchés sont des préalables indispensables à la croissance économique et à la prospérité. Les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés <sup>1</sup>».

510. Pour autant, la transposition de ce texte n'a pas eu d'impacts profondément novateurs sur le droit de la répression boursière de France d'un point de vue matériel, conduisant principalement à un élargissement du champ d'application des incriminations boursières.

511. L'abus de marché est défini de manière souple par la directive « abus de marché » afin que chaque Etat membre de la Communauté européenne et de l'EEE puisse élaborer des règles de conduite adéquates. En effet, elle se contente simplement d'affirmer que la notion d'abus de marché recouvre les opérations d'initiés et les manipulations de marché<sup>2</sup>. En droit français, c'est le Règlement Général qui offre une vision de l'abus de marché plus précise en déterminant son champ d'application<sup>3</sup>. Ainsi, l'auteur d'une telle infraction peut être une personne physique ou morale, ou une quelconque entité. Elle attrait aux instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé<sup>4</sup> ou pour lesquels une demande d'admission sur ledit marché est en cours, ainsi qu'aux instruments admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé. L'abus peut-être aussi réalisé par rapport à des

<sup>1</sup> Considérant 2 Directive 2003/6/CE préc.

<sup>2</sup> Considérant 12 Directive 2003/6/CE

<sup>3</sup> Art.611-1 RGAMF

<sup>4</sup>Le marché réglementé peut-être français ou appartenir à un autre Etat, à la condition que ce dernier soit membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'EEE

instruments financiers non admis à la négociation sur un des marchés ou systèmes précités, mais dont la valeur dépend d'un instrument financier admis aux négociations sur ledit marché ou système. De surcroît, peu importe que l'opération visée soit exécutée sur ou hors marché en présence d'instruments financiers cotés sur un marché réglementé, ce qui n'est pas le cas lorsque les instruments font l'objet d'une cotation sur un système multilatéral de négociation organisé.

512. La France, en précurseur, s'est dotée d'un arsenal pénal dans le domaine boursier dès 1970 pour les délits d'initié et la diffusion de fausses informations fausses ou trompeuses<sup>1</sup>, et, pour ceux de manipulation des cours, dès 1988<sup>2</sup>. Puis, en bonne élève européeniste, elle a adopté des dispositions sur le délit de communication d'information privilégiée en 1989<sup>3</sup>; elle a de plus élaboré un dispositif de répression administrative des communications de fausses informations et des comportements d'initié en 1990<sup>4</sup>.

513. De plus, ce pays présente l'originalité de consacrer la double incrimination des sanctions, tant du point de vue administratif que du point de vue pénal, bien avant que la directive « abus de marché » n'exige des Etats membres, « sans préjudice de leur droit d'imposer des sanctions » de s'assurer que « conformément à leur législation nationale, des mesures administratives appropriées puissent être prises ou des sanctions administratives appliquées à l'encontre des personnes responsables » d'une violation de ses dispositions<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Loi du 23 Décembre 1970

<sup>2</sup> Loi du 22 janvier 1988

<sup>3</sup> Loi 2 Août 1989

<sup>4</sup>Règlement n°90-02 relatif à l'obligation du public en date du 05 juillet 1990 et règlement n°90-08 du 25 juillet 1990 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée

<sup>5</sup>Art.14 Directive.

514. Quant au Vietnam, il a pris des dispositions dans le domaine répressif avant la mise en place de la Bourse : en 1998, le Décret 48 consacrait déjà son chapitre IX aux opérations d'initié, aux manipulations des cours et aux informations fausses ou trompeuses et ce pays a lui aussi adopté le principe de la dualité des sanctions.

Nous nous attacherons d'abord à l'étude des opérations d'initié (§1) avant de nous étendre sur les autres opérations répréhensibles (§2).

### §1. Les opérations d'initié

Ce sont en général les opérations réalisées par certains sur les titres d'une société en ayant eu accès à des informations alors inconnues du public<sup>1</sup>. D'un point de vue administratif, une opération d'initié constitue un manquement (A) ; d'un point de vue pénal, il s'agira d'une infraction (B).

#### A. Le manquement

515. De prime abord, force est de constater que les opérations d'initié, constituent des manquements administratifs sanctionnés par les autorités régulatrices française et vietnamienne des marchés financiers et qu'elles reposent sur l'utilisation d'informations privilégiées.

516. L'AMF donne plusieurs définitions complètes de l'information privilégiée. Les définitions particulières appellent peu de commentaires. Ainsi, relativement aux instruments dérivés sur produits de base, une information privilégiée est « une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs de ces instruments dérivés et que les utilisateurs des marchés sur lesquels ces instruments dérivés sont négociés s'attendraient à

<sup>1</sup> Sur cette protection préventive des instruments financiers par rapport à la divulgation d'informations privilégiées, v. n° 264 à n°280

recevoir conformément aux pratiques de marché admises sur ces marchés, lorsque cette information :

- Est périodiquement mise à la disposition de leurs utilisateurs ou ;
- Est rendue publique en application de la loi, des règlements ou des règles de marché, de contrats ou d'usages propres au marché du produit de base sous-jacent ou au marché d'instruments dérivés sur produits de base concernés »<sup>1</sup>.

517. L'Autorité a également prévu une définition de l'information privilégiée par rapport aux personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers. Il s'agit de « toute information transmise par un client qui a trait aux ordres en attente de ce client, est d'une nature précise, se rapporte directement ou indirectement, à un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou à un ou plusieurs instruments financiers et serait susceptible, si elle était rendue publique, d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés »<sup>2</sup>.

518. En revanche, il apparaît intéressant de se pencher sur la définition générale de l'information privilégiée, une information privilégiée présentant quatre caractéristiques propres<sup>3</sup>. En effet, c'est avant tout « une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés. » L'information sera reconnue précise si « elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible

<sup>1</sup> Article 621-2 RGAMF

<sup>2</sup> Article 621-3 RGAMF

<sup>3</sup> Art. 621-1 RGAMF

d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés. » Le gendarme des marchés financiers français a également précisé que cette information, au cas où elle était rendue publique, « serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement.»

519. Dès lors, il en résulte que l'information privilégiée se distingue des informations communiquées au public, ou à l'Autorité des Marchés Financiers dans le cadre de sa mission de surveillance. D'abord, elle intéresse un ou plusieurs instruments financiers. C'est aussi une information marquée du sceau du secret, précise, et sensible. Mais, sans nul doute, c'est son caractère sensible qui prête le plus à débat. Preuve en est les décisions de l'Autorité des Marchés Financiers, qui, pour se faire, se réfère à l'effet significatif sur le cours dégagé comme critère déterminant par l'ESMA du temps où il se prénomme encore CESR, eu égard à la finalité de la directive 2003/06 qui est de protéger l'intégrité des marchés et de renforcer la confiance des investisseurs<sup>1</sup>, et/ou à la théorie de l'investisseur raisonnable de la directive d'application 2003/124/CE<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> 1.10 &s., *Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, juillet 2007, CESR/06-562b; le CESR lie ce critère avec celui de l'investisseur raisonnable tout en accordant à ce dernier une importance particulière puisque pris aussi en considération pour ce qui est de la sensibilité de l'information (cf. 1.8)

<sup>2</sup> Art.1 Directive 2003/124/CE du 22 déc. 2003. L'investisseur raisonnable serait susceptible de tenir compte de cette information dans sa décision d'investissement. L'art.621-1 al.3 RGAMF fait également référence à cette théorie

520. Dans l'affaire Kelly Nortène<sup>1</sup>, l'AMF a estimé que « si elle avait été connue du public, l'information en cause, en ce qu'elle révélait que la situation financière de Nortène était particulièrement fragile et que la société risquait de façon imminente d'entrer en voie de procédure collective, aurait été de nature à déterminer un investisseur raisonnable à ne pas investir sur le titre Nortène ou à se désengager de positions prises sur celui-ci et à avoir, en conséquence, une influence défavorable sur le cours du titre Nortène ». Dans la décision Parrot<sup>2</sup>, il a été reconnu que l'information sur la croissance modérée du chiffre d'affaires réalisée par ladite société au troisième trimestre 2007 et sur l'incidence du ralentissement correspondant sur la possibilité de réaliser les objectifs pour l'exercice annoncé au 31 juillet 2007 avait fait l'objet d'un communiqué de presse seulement en date du 13 novembre 2007 et était ainsi « de nature à être utilisée par un investisseur raisonnable comme l'un des fondements de ses décisions concernant le titre Parrot », et, par suite, à avoir une influence sensible sur le cours du titre, et ce d'autant qu'elle ne correspondait pas aux attentes du marché. ». Puis dans sa décision Infogrames<sup>3</sup>, l'autorité financière a considéré que « l'information était, par nature, susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre Infogrames ; qu'en effet, tout investisseur raisonnable informé d'une dégradation importante du chiffre d'affaires de la société Infogrames, correspondant de surcroît à la période déterminante des fêtes de fin d'année, aurait pu utiliser cette information comme fondement de sa décision de ne pas investir dans cette société ou de s'en désinvestir ». D'autre part, elle a estimé que « par nature, l'annonce du projet de la société de lancer une OPA amicale aurait été susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre DPAM objet de l'offre et aurait constitué une information qu'un investisseur raisonnable pouvait utiliser comme l'un des fondements de ses décisions » dans l'affaire relative à l'entreprise H. Partner

<sup>1</sup> Décision, Autorité des Marchés Financiers, 5 mars 2009

<sup>2</sup> Décision, Autorité des Marchés Financiers, 9 juin 2009

<sup>3</sup> Décision, Autorité des Marchés Financiers, 12 nov. 2009

Distribution<sup>1</sup>. Tandis que dans la décision EADS<sup>2</sup>, dans laquelle il était reproché à sept dirigeants d'EADS et d'Airbus d'avoir cédé leurs actions connaissant des retards dans la fabrication de l'Airbus A380, le régulateur français a estimé que « dans le contexte existant à la date des faits reprochés », l'information relative à ces retards ne portait pas sur un « ensemble de circonstances suffisamment précis pour qu'un investisseur raisonnable l'utilise comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement et qu'elle ait été susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre EADS ».

521. Sur l'évaluation de la sensibilité de l'information, la position de l'AMF est en ligne avec la position de la Cour de Justice de l'Union Européenne dans son arrêt Spector. La Cour a reconnu que l'aptitude à influencer de manière sensible sur les cours doit s'apprécier, a priori, à la lumière du contenu de l'information en cause et du contexte dans lequel elle s'inscrit. L'arrêt précise également qu'« il n'est donc pas nécessaire, afin de déterminer si une information est privilégiée, d'examiner si sa divulgation a effectivement influé de façon sensible sur le cours des instruments financiers auxquels elle se rapporte.<sup>3</sup> » La CJUE s'était prononcée dans la présente affaire car elle avait été saisie à l'occasion d'un contentieux portant sur une opération d'initiés par la cour d'appel de Bruxelles, dans le cadre du recours préjudiciel en interprétation des art. 2§1, art. 1<sup>er</sup>§1 et 14 §1 de la directive 2003/06/CE.

522. Par ailleurs, force est de constater que pour que le manquement soit établi, le gendarme financier français est tenu de démontrer que la personne sur laquelle pèse les soupçons était détentrice de l'information privilégiée, et pour se faire, elle recourt de plus en plus à un faisceau d'indices graves, précis et concordants conformément à une jurisprudence bien établie et toujours plus élaborée, et en raison de

<sup>1</sup> Décision, Autorité des Marchés Financiers, 14 janv. 2010

<sup>2</sup> Décision, Autorité des Marchés Financiers, 27 novembre 2009

<sup>3</sup> CJUE, 23 déc. 2009, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck c. CBFA

l'absence de preuve tangible. On retiendra à ce propos la référence faite pour la première fois à cette méthode par la Chambre commerciale de la Cour de Cassation en 2010<sup>1</sup>. Dans cet arrêt, ladite Cour fait sienne l'affirmation de la Cour d'Appel de Paris dans son arrêt du 8 avril 2009<sup>2</sup>, selon laquelle, si la détention d'une information privilégiée peut être démontrée, à défaut de preuve directe, par un faisceau d'indices graves, précis et concordants, sans qu'il soit nécessaire d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information privilégiée est parvenue jusqu'à la personne qui l'a exploitée, encore faut-il que le rapprochement de ces indices les établisse sans équivoque, même si elle a annulé cette décision pour défaut de base légale.

523. En France, l'article 622-1 RGAMF énonce les agissements constitutifs de manquements d'initiés<sup>3</sup>. Est ainsi visée la communication d'une information privilégiée à une autre personne en dehors du cadre normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions ou à des fins autres que celles à raison desquelles elle lui a été communiquée<sup>4</sup>. La recommandation à une autre personne d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base d'une information

<sup>1</sup> Cass. Com., 1<sup>er</sup> juin 2010, 09-14.684

<sup>2</sup> Paris, 1<sup>ere</sup> Ch., Section H, 08 avr. 2009

<sup>3</sup> Sur ce point, l'AMF a été fidèle à la lettre de la directive « abus de marché », laquelle prescrit dans son considérant 18 que « L'utilisation de l'information privilégiée peut consister dans l'acquisition ou la cession d'instruments financiers alors que la partie concernée savait ou aurait dû savoir que l'information détenue avait un caractère privilégié. À cet égard, les autorités compétentes devraient déterminer ce qu'une personne normale et raisonnable saurait ou aurait dû savoir compte tenu des circonstances. En outre, le simple fait que les teneurs de marché, les organismes habilités à agir en qualité de contrepartie ou les personnes habilitées à exécuter des ordres pour des tiers disposant d'une information privilégiée se bornent, dans les deux premiers cas, à mener leurs activités légitimes d'achat et de vente d'instruments financiers ou, dans le dernier cas, à exécuter un ordre conformément aux règles qui leur sont applicables, ne devrait pas en soi être. L'utilisation de l'information privilégiée peut consister dans l'acquisition ou la cession d'instruments financiers alors que la partie concernée savait ou aurait dû savoir que l'information détenue avait un caractère privilégié. À cet égard, les autorités compétentes devraient déterminer ce qu'une personne normale et raisonnable saurait ou aurait dû savoir compte tenu des circonstances. En outre, le simple fait que les teneurs de marché, les organismes habilités à agir en qualité de contrepartie ou les personnes habilitées à exécuter des ordres pour des tiers disposant d'une information privilégiée se bornent, dans les deux premiers cas, à mener leurs activités légitimes d'achat et de vente d'instruments financiers ou, dans le dernier cas, à exécuter un ordre conformément aux règles qui leur sont applicables, ne devrait pas en soi être réputé constituer une utilisation de cette information privilégiée. ».

<sup>4</sup> Art.622-1, 1° RGAMF

privilégiée, les instruments financiers auxquels se rapportent cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés, est aussi prohibée<sup>1</sup>.

524. Le troisième et dernier comportement dénoncé est l'utilisation - par une personne détenant une information privilégiée, qui sait ou aurait du savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée - d'une telle information en acquérant ou en cédant, « ou en tentant d'acquérir ou de céder, » pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés<sup>2</sup>. La transposition de l'art.2 de la directive Abus de marché a conduit à un élargissement du champ des comportements appréhendés en permettant au droit français de passer du concept d'« exploitation », tel qu'issu du règlement COB n° 90-08<sup>3</sup> à celui d'« utilisation » de l'information privilégiée.

525. Dans sa décision Spector<sup>4</sup>, la CJUE a apporté des précisions importantes sur l'interprétation de la notion d'« utilisation » de l'information privilégiée, laquelle donne matière à débats depuis sa consécration par le droit européen. L'art. 2.1 de la Directive 2003/6/CE affirme que « les Etats membres interdisent à toute personne visée au deuxième alinéa qui détient une information privilégiée d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant [...] les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ». La question était de savoir si

<sup>1</sup> Art.622-1, 2° RGAMF

<sup>2</sup> Art.622-1 RGAMF

<sup>3</sup> Art.2 dudit règlement, relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, 17 juillet 1990, JO 20 juill.1990

<sup>4</sup> Arrêt Spector préc., 23 déc.2009 . A.Liénard, « Par cette décision, très attendue, la CJUE confirme l'objectivation de la notion d'utilisation d'une information privilégiée. Est ainsi implicitement validée la position de la Commission des sanctions de l'AMF : Site Dalloz Actualité 4 janvier 2010 - S. Torck , – « L'état se desserre autour des initiés », BJB, 01 mars 2010, n° 2, p. 92 – B. Garrigues, « La Cour de Justice de l'Union et la sanction des Abus de marché », BJB, 01 mars 2010, n° 2, p. 79

l'opération d'initié est constituée par le seul fait que l'initié primaire<sup>1</sup> utilise l'information privilégiée dont il est détenteur ou bien s'il était nécessaire que la décision d'utilisation de l'information privilégiée ait été prise en connaissance de cause. La Cour a répondu que le fait qu'un initié primaire réalise une opération sur les titres auxquels se rapporte cette information implique que cette personne a « utilisé » cette information au sens de la disposition précitée, sous réserve du respect des droits de la défense et, en particulier, du droit de pouvoir renverser la présomption. Il en résulte que pèse sur l'initié primaire une présomption réfragable de mauvaise foi, laquelle implique l'absence d'élément moral dans la réalisation du manquement d'initié et conduit à la reconnaissance d'une conception objective mais aménagée dudit manquement. Un autre tempérament à l'automatisme du manquement d'initié consiste à exclure la présomption lorsque l'utilisation de l'information privilégiée s'inscrit en conformité avec les objectifs de la directive Abus de marché que sont la protection de l'intégrité des marchés et le renforcement de la confiance des investisseurs et qui dès lors, ne saurait constituer une utilisation indue d'informations privilégiées<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Les initiés primaires et secondaires sont, par transposition de l'art.2 de la directive 2003/6/CE, mentionnés à l'art.622-2 RG, lequel cite les membres des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ; les personnes participant au capital de l'émetteur ou qui a accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, de sa participation à la préparation et à l'exécution d'une opération financière ; et les personnes dont les activités sont susceptibles d'être qualifiées de crimes ou de délits. Ce regroupement contestable car peu cohérent – v. D. Martin & K. Angel, « Réflexions sur la mise à disposition du public d'une information privilégiée », BJB, 01 mai 2010 n° 3, p. 274 - devrait entraîner une modification de la directive 2003/6/CE

<sup>2</sup> §55 arrêt Spector : « afin de ne pas étendre la prohibition prévue à l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 au-delà de ce qui est approprié et nécessaire à la réalisation des objectifs poursuivis par cette directive, certaines situations peuvent requérir un examen approfondi des circonstances de fait permettant de s'assurer que l'utilisation de l'information privilégiée revêt effectivement le caractère indu que ladite directive vise à proscrire au nom de l'intégrité des marchés financiers et de la confiance des investisseurs ». Adde §61 même arrêt : « la question de savoir si un initié primaire qui détient une information privilégiée «utilise cette information» au sens de l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 doit être déterminée à la lumière de la finalité de cette directive, qui consiste à protéger l'intégrité des marchés financiers et à renforcer la confiance des investisseurs, confiance qui repose, notamment, sur l'assurance qu'ils seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation indue d'informations privilégiées. Seule une utilisation contraire à cette finalité constitue une opération d'initié prohibée. »

526. Sur ce point l'application de la décision Spector en droit des marchés financiers français est plutôt timide, ce qu'on ne peut que regretter, et ce, en raison de l'attachement des autorités françaises compétentes à l'habituel motif impérieux d'utilisation de l'information privilégiée en tant que fait justificatif permettant d'écarter le manquement<sup>1</sup>, pour continuer de servir de fondement aux décisions. Dans l'affaire Société Vinci, la Cour d'appel de Paris a reconnu qu'il s'agissait en l'espèce d'un « manquement objectif qui ne requiert pas la recherche de l'intention de son auteur ou de sa bonne foi lors de l'opération incriminée, la commission des sanctions n'était, au rebours de ce que soutient la requérante, qui invoque le contexte du programme de rachat de ses propres titres, pas tenue de rechercher par surcroît si l'information privilégiée avait été déterminante des opérations effectuées »<sup>2</sup>. Néanmoins, à propos de la société Cyberdeck, la chambre commerciale de la Cour suprême a déclaré que « dès lors qu'est établie la matérialité du manquement défini par l'article 622-1 du règlement général de l'AMF, il appartient à la personne mise en cause à ce titre de démontrer que l'opération incriminée a été justifiée par un motif impérieux ; qu'ayant retenu, par motif expressément adopté, que ne constituait pas un tel motif la nécessité, invoquée par M. X..., d'obtenir des fonds pour pouvoir souscrire à l'augmentation du capital de la société, la cour d'appel, qui n'avait pas à procéder à d'autres recherches, a légalement justifié sa décision »<sup>3</sup>. C'est avec l'arrêt Kelly Nortène<sup>4</sup> qu'on trouve une véritable application de la décision de la

<sup>1</sup> La décision la plus restrictive de ce fait justificatif est l'affaire Prologue Software & autres du 28 février 2008 : « l'obligation d'abstention pesant sur tout détenteur d'une information privilégiée revêt un caractère absolu, de sorte que, sauf à justifier d'un motif impérieux relevant de la contrainte ou de la force majeure, le simple fait d'opérer sur le titre concerné caractérise le manquement ». Décision définitive depuis rejet du pourvoi en cassation par arrêt du 15 juin 2010. On relèvera que « l'information relative au chiffre d'affaires 2004 présentait toutes les caractéristiques d'une information privilégiée et que la connaissance que Vinci avait de cette information à partir du 20 janvier 2005 lui imposait une obligation absolue d'intervention sur ses titres jusqu'à la publication du communiqué du 3 février 2005 ».

<sup>2</sup> Paris, Pole 5- Ch.5-7, Société Vinci S.A / Autorité des Marchés Financiers, 23 févr.2010, n°2009/08268

<sup>3</sup> Cass.Com., 23 mars 2010, n° 09-11.366

CJUE. La société Kelly avait cédé sa participation au capital de la société Nortène -qui lui avait demandé une aide financière- via plusieurs opérations de cessions continues et régulières avant et après avoir été détentrice d'informations privilégiées sur la mauvaise situation financière de Nortène , laquelle risquait une procédure collective. La juridiction judiciaire de Paris reconnaît et applique l'arrêt Spector en l'espèce en soulignant que le droit français va dans le même sens, mais elle n'examine pas les faits à l'aune des objectifs poursuivis par la directive Abus de marché et surtout, elle conserve le motif d'impérieuse nécessité dans son raisonnement<sup>1</sup>.

527. Du côté vietnamien, les comportements d'initiés sont également prohibés. En effet, le Législateur du Vietnam interdit d'utiliser des informations privilégiées pour acheter ou vendre des instruments financiers pour son compte ou le compte d'un tiers, de diffuser de telles informations ou de conseiller autrui d'acheter ou de vendre des instruments financiers sur la base d'informations privilégiées<sup>2</sup>.

528. En outre, l'«information privilégiée» est définie comme étant l'information portant sur une société ou un fonds faisant une offre au public ou dont les instruments financiers sont cotés, qui n'a pas été divulguée, et qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir un impact majeur sur le cours des instruments financiers concernés<sup>3</sup>.

529. Une personne est interdite de se servir d'informations privilégiées pour acheter ou de vendre des titres pour son compte ou pour le compte d'un tiers afin de recevoir une commission sur un gain illégal obtenu à partir d'informations privilégiées<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> « Mais considérant que dès l'instant où M.T a été mis en possession des informations privilégiées, il était ainsi que sa société dans l'obligation de s'abstenir d'intervenir sur le titre concerné, sauf nécessité impérieuse ».

<sup>2</sup>Art.9 LIF

<sup>3</sup> Art.6 clause 32 LIF.

<sup>4</sup> II.1.10 Circulaire No. 97-2007-TT-BTC du 08 Août 2007 relative à la mise en œuvre du Décret 36 sur les manquements administratifs dans le domaine boursier

530. Les personnes considérées comme étant détentrices d'informations privilégiées sont :

- les membres du conseil d'administration et du conseil de surveillance, le directeur ou le directeur adjoint, le directeur général et le directeur général adjoint ;
- les actionnaires majoritaires;
- les Commissaires aux Comptes;
- les autres personnes ayant accès aux informations privilégiées au sein de la société ;
- les prestataires de services d'investissement et leurs employés ;
- les collaborateurs des PSI et leurs employés ;
- et toute personne qui accède directement ou indirectement à des informations privilégiées.

531. En conséquence, la distinction traditionnelle entre initiés ayant accès directement aux informations privilégiées et initiés ayant accès de manière indirecte à de telles informations semble exister également en droit vietnamien. Néanmoins, la notion d' « impact majeur » sur le cours des titres d'une société paraît délicate à cerner, même si elle semble se rapprocher de celle à laquelle la COB de France avait recouru jadis. Les textes juridiques actuels ne définissent pas ce concept qui semble impliquer que le cours d'un instrument financier se trouve affecté de manière significative et non sensiblement comme en droit français. Etant donné qu'il n'existe pas non plus de jurisprudence établie à ce propos, un éclaircissement est à apporter rapidement en vue de pallier cette lacune.

## B. Les infractions

Non seulement les comportements d'initié sont réprimés administrativement mais ils sont aussi sanctionnables sur le terrain pénal. Au niveau du droit français, il existe deux incriminations pénales qui sont le délit d'initié (1) et le délit de communication d'information privilégiée (2).

## 1. Le délit d'initié

532. Cette infraction se trouve définie à l'article L 465-1 alinéa 1 du code monétaire et financier, selon lequel « Est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1500 000 euros dont le montant peut-être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait, pour les dirigeants d'une société mentionnée à l'article L.225-109 du code de commerce, et pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé, ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations. » Est également sanctionnable, par un an d'emprisonnement et une amende de 150 000 euros « dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit », le fait pour toute personne autre que celles visées par le même article, « possédant en connaissance de cause des informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, directement ou indirectement, une opération ou de communiquer à un tiers ces informations, avant que le public en ait connaissance. Lorsque les informations en cause concernent la commission d'un crime ou d'un délit, les peines encourues sont portées à sept ans d'emprisonnement et à 1 500 000 euros si le montant des profits réalisés est inférieur à ce chiffre.<sup>1</sup> »

<sup>1</sup> Art. L465-1 al.3 CMF

533. Dès lors, les personnes morales et physiques peuvent être condamnées pour avoir commis un délit d'initié, à titre d'auteur ou de complice. En vertu de la Loi de régulation bancaire et financière, le délit se retrouve étendu aux agissements répréhensibles commis lors d'opérations sur des quotas d'émission de gaz à effet de serre. En outre, les initiés primaires, appelés aussi « initiés de première main » ou « initiés par nature », sont considérés comme tels en raison de leurs fonctions qui leur donnent accès à des informations précises au sein de la société. Ce sont, aux termes de l'art. L.225-109 C.Com, les présidents, directeurs généraux, membres du directoire d'une société, les personnes physiques ou morales exerçant dans cette société les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance, ainsi que les représentants permanents de ces personnes morales qui exercent ces fonctions. Sur ces personnes pèsent une présomption réfragable de connaissance de l'information privilégiée.

534. Tandis que les initiés primaires font partie d'une liste limitative, il en va autrement des initiés secondaires, définis comme les personnes qui, à l'occasion de leur profession disposent d'informations privilégiées, de manière plus ou moins directe, et pour lesquelles la commission de l'infraction d'initié n'est pas présumée. La jurisprudence française participe à l'élaboration de la liste des initiés secondaires.

535. Quant au complice d'un délit d'initié, il se verra sanctionner sur le fondement de l'art.121-7 al.1 du code pénal sur la complicité, en vertu duquel « Est complice d'un crime ou d'un délit la personne qui sciemment, par aide ou assistance, en a facilité la préparation ou la consommation. ». La preuve de son intention délictueuse, consistant à avoir permis à l'initié de se servir d'une information privilégiée dans le cadre d'une opération passée, est à rapporter.

536. Par ailleurs, reprenant la solution dégagée par la Cour de cassation dans l'arrêt Péchiney de la Cour de Cassation en date du 26 octobre

1995, la loi du 15 novembre 2001<sup>1</sup> a consacré la notion de recel de délit d'initié en sanctionnant le bénéficiaire d'une information privilégiée qui, en connaissance de cause, réalise une opération sur le marché et a ainsi créé une troisième catégorie d'initié<sup>2</sup>.

537. L'information privilégiée à laquelle l'initié recourt pour commettre son délit doit répondre à 4 caractéristiques posées à l'art. 621-1 RGAMF relativement aux manquements d'initiés, conformément à une jurisprudence constante et bien établie, c'est-à-dire qu'elle doit :

- être précise et non pas une simple rumeur ;
- être confidentielle ;
- avoir une influence sensible sur le cours du produit ;
- et être déterminante des opérations réalisées.

## 2. Le délit de communication d'information privilégiée

538. Plus facile à démontrer que le délit d'initié, le délit de communication d'information privilégiée est défini à l'article L 465-1 alinéa 2 du code monétaire et financier qui affirme qu'« Est puni d'un an d'emprisonnement et de 150 000 euros d'amende, le fait, pour toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de la communiquer à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions. » Dans ce contexte, le tiers ne réalise pas d'opérations, c'est son imprudence ou sa négligence qui lui sont reprochés comme en droit pénal ; aussi on ne retrouve pas l'élément intentionnel du délit d'initié.

<sup>1</sup> Article 33 de la loi 2001-1062 du 15 novembre 2001 sur la sécurité quotidienne

<sup>2</sup> Cass. Crim .26 octobre 1995, RJDA, 1995, n°857

539. Tout en étant conscient de l'urgence à punir pénalement les auteurs d'opérations d'initiés, le Vietnam, quant à lui, n'a pour l'instant pas élaboré d'incriminations pénales en ce domaine. Le droit français offre des définitions satisfaisantes qui constitueraient un bon modèle à ce propos. La conception d'une définition vietnamienne du délit d'initié permettra de sanctionner les auteurs de délits intentionnels qui ont utilisé ou communiqué une information privilégiée afin que des opérations sur le marché soient réalisées avant que le public ait eu connaissance de cette information. En raison de l'absence d'élément intentionnel constitutif du délit d'initié, la consécration du délit de communication d'information privilégiée va offrir la possibilité de réprimer ceux qui, communiquent des informations hors du cadre normal de leurs fonctions, par imprudence ou négligence, garantissant ainsi une protection large des marchés financiers contre les opérations d'initié.

540. Dans un souci d'efficacité optimale de la répression pénale des délits d'initié, les quatre caractères de l'information privilégiée sont à prévoir dans le code pénal du Vietnam, à savoir la précision de ladite information, sa confidentialité, mais aussi la spécificité qu'une telle information soit de nature à influencer sur le cours des titres ainsi qu'à être « déterminante des opérations réalisées ».

## §2. Les manipulations de marché

La communication d'informations erronées et la manipulation des cours sont ici visées (A) (B), la France ayant préservé cette distinction tandis que la directive Abus de marché, en son article 1.2), les dénomme, indistinctement, comme étant des manipulations de marché .

### A. La diffusion de fausse information

Comme les opérations d'initié, elle est sanctionnable à la fois sur le plan administratif et celui pénal (1) (2).

#### 1. Le manquement

541. Le Règlement Général de l'AMF formule une interdiction générale de diffuser de fausses informations à l'article 632-1 alinéa 1 : « Toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses ».

542. Un comportement spécifique est également visé par le même article, à savoir « le fait d'émettre, sur quelque support que ce soit, un avis sur un instrument financier ou indirectement sur l'émetteur de celui-ci, après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de tirer profit de la situation qui en résulte, sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, le conflit d'intérêts existant ».

543. La diffusion de fausse information , en droit français , ne peut être reconnue en tant que manquement, que pour les transactions impliquant des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur de tels marchés a été présentée, ou bien en présence d'une offre au public de titres financiers

544. Le législateur vietnamien semble, pour sa part, avoir bien cerné la notion de fausse information. D'abord, il interdit les agissements directs ou indirects par des moyens frauduleux sur le marché, la communication d'informations fausses, et reconnaît comme répréhensibles l'omission de communiquer des informations essentielles qui causent un sérieux malentendu et compromettent des offres au public et des cotations, des transactions boursières, des activités d'intermédiation ou le marché boursier ; ensuite il précise que la diffusion de fausses informations, dans le but de convaincre ou provoquer l'achat ou la vente d'instruments financiers, ou bien la diffusion d'informations imprécises ou inexactes relativement à des événements qui ont un impact majeur sur les cours, sont sanctionnables<sup>1</sup>.

545. Néanmoins, il est fortement souhaitable que les autorités compétentes vietnamiennes prévoient, comme c'est le cas en France et au sein des autres pays de l'UE un traitement spécial pour le métier de journaliste<sup>2</sup>, qui garantira la liberté d'expression et la liberté de la presse tout en permettant une auto réglementation de la fonction.

<sup>1</sup> Art.9 Loi Boursière

<sup>2</sup> Art. 632-1, al.3 Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers

## 2. L'infraction

546. Le délit de diffusion de fausse information est mentionné à l'article L. 465-1 alinéa 3 du code monétaire et financier, lequel dispose que « Est puni des peines prévues au premier alinéa le fait pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de nature à agir sur les cours ». En conséquence, ne sera reconnu coupable que celui qui aura diffusé sciemment une information trompeuse dans le public.

547. Du côté vietnamien, la mise en oeuvre de cette infraction pénale est actuellement recherchée. La doctrine a perçu un rapprochement possible, en présence de transactions boursières, avec le délit de publicité mensongère, défini à l'article 168 CP, comme « Le fait, pour une personne, d'effectuer une publicité mensongère pour ses produits ou services ... [punissable] dès lors que ce fait a causé de graves conséquences ou que l'auteur était en état de réitération après avoir fait l'objet d'une sanction administrative ou pénale prononcée pour un même fait, sans avoir été réhabilité. » Mais elle s'est très vite aperçue là aussi que la diffusion de fausses informations sur le marché implique en raison de sa spécificité l'adoption d'une qualification propre, comme ce fut le cas en France pour le délit de manipulation de cours.

548. En se basant sur le modèle français, le Vietnam sera assuré d'une mise en oeuvre efficace du délit de diffusion de fausse information. La qualification d'«information fausse ou trompeuse» va permettre de sanctionner l'information qui, sans être exacte, est communiquée de telle manière qu'elle est susceptible d'induire autrui en erreur, et non pas le fait de laisser se répandre une fausse information sans démenti. Cette information doit concerner les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou les

perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé. De plus, elle doit avoir un impact sur les cours, donc en raison de la qualité des destinataires de l'information ou bien en raison de leur nombre

## B. La manipulation de cours

### 1. Le manquement

549. Le manquement de manipulation de cours a un domaine d'application plus restreint que le manquement d'initié en droit des marchés financiers français, puisque, à la différence de ce dernier, il n'intéresse pas les instruments financiers non admis à la négociation sur un marché réglementé «ou sur un système multilatéral de négociation organisé, mais dont la valeur dépend d'un instrument financier admis aux négociations sur un tel marché ou système<sup>1</sup>. »

550. Après avoir posé une interdiction générale des manipulations de cours, l'article 631-1 RG AMF de France en définit les comportements répréhensibles:

« 1° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres :

a) Qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers ou ;

b) Qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel, à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné ;

<sup>1</sup> Art. 611-1 RGAMF

2° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés donnant une image fictive de l'état du marché ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice.

551. Des pratiques typiquement constitutives de manipulations de cours sont également décrites par la même disposition. Dans un premier temps, est ainsi visé, le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur le marché d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitables. Ensuite, le Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers met en avant « le fait d'émettre au moment de l'ouverture ou de la clôture ou, le cas échéant lors du fixage, des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers du marché ayant pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché ou pour effet d'induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours concernés. »

552. En France, ces pratiques n'étant pas pour autant exhaustives, l'AMF pose également une série d'indices à prendre en considération en vue de déterminer leur existence. Ces derniers sont mentionnés à l'art. 631-2 du Règlement relativement aux agissements décrits au 1° de l'art. 631-1<sup>1</sup>, ainsi qu'à l'art. 631-3 pour ce qui est des comportements qui figurent au 2° de l'art. 631-1 du Règlement Général<sup>2</sup>.

553. Par ailleurs, il existe des aménagements à une reconnaissance systématique des manquements de manipulations des cours. Dès lors, si la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres démontre « que les raisons qui l'ont poussée à le faire sont légitimes et que ces opérations ou ces ordres sont conformes aux pratiques de marché

<sup>1</sup> Article 631-2 RGAMF :

« Sans que ces éléments puissent être considérés comme formant une liste exhaustive ni comme constituant en eux-mêmes une manipulation de cours, l'AMF prend en compte, pour apprécier les pratiques mentionnées au 1° de l'article 631-1 :

1° L'importance de la part du volume quotidien des transactions représentée par les ordres émis ou les opérations effectuées sur l'instrument financier concerné, en particulier lorsque ces interventions entraînent une variation sensible du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ;

2° L'importance de la variation du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ou dérivé correspondant admis à la négociation sur un marché réglementé, résultant des ordres émis ou des opérations effectuées par des personnes détenant une position vendeuse ou acheteuse significative sur un instrument financier ;

3° La réalisation d'opérations n'entraînant aucun changement de propriétaire bénéficiaire d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé ;

4° Les renversements de positions sur une courte période résultant des ordres émis ou des opérations effectuées sur le marché réglementé de l'instrument financier concerné, associés éventuellement à des variations sensibles du cours d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé ;

5° La concentration des ordres émis ou des opérations effectuées sur un bref laps de temps durant la séance de négociation entraînant une variation de cours qui est ensuite inversée ;

6° L'effet des ordres qui sont émis sur les meilleurs prix affichés à l'offre et à la demande de l'instrument financier, ou plus généralement de la représentation du carnet d'ordres auquel ont accès les participants au marché et qui sont annulés avant leur exécution ;

7° Les variations de cours résultant des ordres émis ou des opérations effectuées au moment précis ou à un moment proche de celui où sont calculés les cours de référence, les cours de compensation et les évaluations.

<sup>2</sup> Art. 631-3 RGAMF :

« Sans que ces éléments puissent être considérés comme formant une liste exhaustive ni comme constituant en eux-mêmes une manipulation de cours, l'AMF examine, pour apprécier les pratiques mentionnées au 2° de l'article 631-1 :

1° Si les ordres émis ou les opérations effectuées par des personnes sont précédés ou suivis de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses par ces mêmes personnes ou des personnes qui leur sont liées ;

2° Si les ordres sont émis, ou les opérations effectuées, par des personnes avant ou après que celles-ci, ou des personnes qui leur sont liées, produisent ou diffusent des travaux de recherche ou des recommandations d'investissement qui sont faux ou biaisés ou manifestement influencés par un intérêt significatif. ; c'est-à-dire [ s'il y'a scalping] »

admisses sur le marché réglementé concerné », de tels manquements ne sont pas constitués<sup>1</sup>.

554. Au surplus, par respect du Droit européen, le législateur français a prévu des exemptions. Aussi, les opérations effectuées par un émetteur sur ses propres titres dans le cadre de programmes de rachat, tant que ces opérations respectent autant le contenu du règlement n° 2273/2003 de la Commission européenne du 22 décembre 2003 que les objectifs posés par ce texte, échappent aux dispositions réprimant les manipulations de cours<sup>2</sup>. Il en est de même en ce qui concerne les mesures de stabilisation des instruments financiers, sous réserve que ces opérations s'effectuent conformément aux dispositions du règlement précité<sup>3</sup>.

555. Le Vietnam, lui, interdit de s'entendre sur l'achat et la vente de valeurs mobilières afin de créer une offre et une demande fausse, négocier des instruments financiers en agissant de manière concertée ou en persuadant autrui d'acheter et de vendre continuellement dans le but de manipuler le cours des instruments financiers, ou bien encore de combiner ces pratiques ou de recourir à d'autres méthodes de transactions boursières pour manipuler le cours des titres<sup>4</sup>.

## 2. L'infraction

556. Le délit de manipulations de cours est défini à l'article 465-2 du code monétaire et financier qui dispose que « Est puni des peines prévues au premier alinéa de l'article L465-1 le fait pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée,

<sup>1</sup> Art. 1.2) a) Directive 2003/6/CE. Sur la détermination de la conformité aux pratiques de marché, cf. les critères de la Directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil

<sup>2</sup> Art. 631-5 RGAMF –AMF, Position relative à la mise en œuvre du rachat d'actions , 19 nov. 2009

<sup>3</sup> Art. 631-7 à 631-10 Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, qui posent aussi des limitations dans le temps et des conditions de prix

<sup>4</sup> Art.9 LIF

une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché d'instruments financiers en induisant autrui en erreur. » Cette infraction requiert donc un élément moral consistant en la volonté de l'auteur, par ses agissements, d'entraver le fonctionnement régulier du marché en induisant autrui en erreur, et peu importe le résultat de ses actes illicites.

557. Au Vietnam, le délit de manipulation boursière est en cours de définition. Comme le droit français qui a introduit cette infraction dans les années 1920 afin de lutter contre la spéculation illicite<sup>1</sup>, le pays a perçu sa similarité avec le délit général de spéculation, lequel aux termes de l'art.160 CP vietnamien consiste à abuser de la situation de pénurie ou à créer artificiellement une situation de pénurie en période de catastrophes naturelles, d'épidémies ou de guerre en vue de s'accaparer des marchandises en grande quantité afin de les revendre et de faire des bénéfices illégitimes avec de graves répercussions sur le marché.

558. Cependant, celui-ci s'est également rendu compte que ce délit, s'il peut servir de fondement juridique pour sanctionner un certain nombre de comportements illicites de manipulations pratiqués lors des transactions boursières, est également difficile à mettre en œuvre eu égard aux éléments objectifs et subjectifs caractérisant l'infraction générale de spéculation<sup>2</sup> et aux spécificités propres des opérations boursières.

<sup>1</sup> La loi du 3 décembre 1926 à travers l'article 419 2° du Code Pénal français incriminait la hausse ou la baisse artificielle des prix des denrées, des marchandises, effets publics, résultant d'une action sur le marché dans le but de se produire un gain qui ne serait pas le résultat du jeu naturel de l'offre et de la demande.

<sup>2</sup> Les fluctuations importantes du marché Vietnamien dans tous les domaines depuis 2008, dont la manifestation la plus visible en est l'augmentation rapide de l'inflation, rendent la définition actuelle du délit de spéculation encore plus surannée, car limité aux seuls éléments objectifs que sont les situations de pénurie en période de catastrophes naturelles, d'épidémies ou de guerre. En vue de pallier rapidement l'urgence de la situation, le Gouvernement va édicter un décret qui prévoit des sanctions dissuasives quant aux fraudes dans le domaine des biens et des services.

559. Dès lors, à charge pour le Vietnam de rendre punissable l'exercice ou la tentative d'exercice d'une manœuvre susceptible d'entraver le fonctionnement régulier du marché boursier en induisant autrui en erreur, ce qui permettra d'exclure du champ d'application les mensonges et impliquera l'existence de l'intention délictueuse dans la définition de l'infraction de manipulation des cours.

560. De plus, la doctrine vietnamienne s'est interrogée sur l'application possible, aux manipulations de cours, de l'art.159 CP qui concerne les affaires illégales, et de l'art. 165 CP relatif aux actes volontaires contraires aux réglementations de l'Etat relatives à la gestion économique, et qui ont de graves conséquences, dans l'hypothèse de fausses informations diffusées lors de l'offre au public ou de l'admission aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation organisé.

561. Des auteurs vietnamiens ont fait les constats suivants. Le délit de l'art.159 CP s'applique dans le cas où l'affaire n'est pas enregistrée, ne correspond pas au contenu enregistré ou est faite sans autorisation spéciale, tandis que le droit positif vietnamien requiert la demande d'une autorisation. Il peut donc s'appliquer lorsqu'une société a fait des affaires dans une branche professionnelle pour laquelle une entreprise n'est pas enregistrée auprès de l'autorité compétente. L'art. 165 du code pénal du Vietnam, quant à lui, concerne les individus qui, par abus de ses fonctions ou de ses pouvoirs, dérogent volontairement aux réglementations de l'Etat relatives à la gestion économique.

562. Or, après réflexions, il s'avère que ces délits sont difficilement applicables au traitement pénal des opérations financières réalisées sans le visa du Comité d'Etat de la Bourse. Il est ressorti en particulier que, l'art.165 CP ne peut pas s'y appliquer, étant donné que de telles opérations ne constituent pas une branche professionnelle. L'élaboration d'infractions boursières spécifiques au Vietnam est plus que jamais d'actualité.

## **Sous-section 2. Etendue des pouvoirs répressifs**

Du point de vue du droit des marchés financiers, l'instauration d'une procédure de sanction unique applicable aux différents intervenants a été rejetée en France comme au Vietnam. Il en résulte que les poursuites (§1) et les sanctions (§2) se trouvent placées sous le signe de la pluralité.

### §1. Pluralité quant aux poursuites

L'examen du Droit positif permet de constater qu'aussi bien les auteurs des poursuites (A), que les autorités compétentes en ce domaine (B) sont multiples.

#### A. Les auteurs des poursuites

563. Au niveau de l'Autorité des Marchés Financiers de France, les initiateurs d'une procédure de sanction sont clairement désignés par la Loi<sup>1</sup>. D'une part, le Président de l'Autorité de Contrôle Prudentiel dispose de l'opportunité d'être à l'origine d'une telle procédure en saisissant le Collège, d'autre part, c'est la Direction des enquêtes et de la surveillance des marchés qui transmet le rapport d'enquête ou de contrôle au Collège, cette dernière situation étant la plus fréquente en pratique.

564. En France, lorsque le Collège décide de l'ouverture d'une procédure de sanction, il transmet le dossier, préalablement notifié à la personne mise en cause<sup>2</sup>, à la Commission des sanctions, laquelle va désigner un rapporteur chargé de procéder à toutes diligences utiles et requérir le concours des services de l'Autorité des Marchés Financiers si besoin pour instruire le dossier.

<sup>1</sup> Art. L621-15 CMF

<sup>2</sup> Art. 18 Décret No. 2003-1109 du 21 nov..2003 relatif à l'AMF

565. Toujours au niveau français, on relèvera que devant les juridictions répressives, outre le ministère public qui peut agir pour que des délits boursiers soient réprimés, les victimes de ces infractions ont la faculté d'exercer les droits qui leur sont reconnus en leur qualité de partie civile. Depuis 2002, ce droit a été accueilli avec le cas d'un actionnaire qui s'était constitué partie civile contre un administrateur de la société dont il détenait des titres en raison d'un préjudice personnel<sup>1</sup>.

566. C'est ainsi que la Cour de Cassation a été amenée à statuer en ces termes : « Attendu que, pour qu'une constitution de partie civile soit recevable devant la juridiction d'instruction, il suffit que les circonstances sur lesquelles elle s'appuie permettent au juge d'instruction d'admettre comme possible l'existence du préjudice en relation directe avec une infraction à la loi pénale ; Attendu que pour confirmer l'ordonnance du juge d'instruction ayant déclaré irrecevable la constitution de partie civile du [requérant], notamment du chef de délit d'initié, les juges du second degré énoncent que le juge d'instruction a relevé à juste titre que « la cession d'actions, par des administrateurs disposant d'informations privilégiées, si elle peut porter atteinte au fonctionnement normal du marché, ne cause par elle-même aucun préjudice personnel et direct aux autres actionnaires de la société ni à la société elle-même » ; Mais attendu qu'en statuant ainsi, alors qu'à le supposer établi, le délit d'initié est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires, la chambre de l'instruction a méconnu le sens et la portée des textes susvisés et du principe ci-dessus rappelé ».

<sup>1</sup> Cass. crim., 11 déc. 2002, (affaire A. Géniteau c/ X.) Bull. crim., 2002, p. 825, BJB, 2003, §23, p. 149, note F. Stasiak

MERVILLE A-D, « la constitution de partie civile des actionnaires en cas d'abus de pouvoir et de délit d'initiés : deux approches distinctes ? », in « Chronique de Droit financier n° III (3<sup>ème</sup> partie) », LPA, août 2003, n° 155, p.3

567. De plus, si les actions collectives à l'instar des « class actions » à l'américaine n'existent pas pour l'heure, néanmoins, depuis les nouveaux articles L452-1 et L452-2 CMF de France, le droit positif offre la possibilité aux associations d'agir désormais en justice pour les préjudices individuels de leurs membres ou l'intérêt collectif des investisseurs devant toutes les juridictions, y compris par voie de constitution de partie civile, et ce, en raison de pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires en vigueur plusieurs conditions sont posées et limitent en réalité le nombre d'associations habilitées. Effectivement, l'Article L452-1 reconnaît que l'objet statutaire de chaque association doit expressément mentionner la défense des investisseurs en titres financiers ou en produits financiers. Dès lors, sont concernées :

-les associations agréées, après avis du ministère public et de l'Autorité des marchés financiers, justifiant de six mois d'existence et de deux cents membres cotisant individuellement au minimum pendant cette même période, et dont les dirigeants remplissent des conditions d'honorabilité et de compétence ;

-les associations qui répondent aux critères de détention de droits de vote définis par l'article L. 225-120 du code de commerce et ayant communiqué leurs statuts à l'Autorité des marchés financiers.

L'association qui veut demander en justice que la personne responsable respecte le droit positif, cesse ses agissements irréguliers ou en supprime les effets, engagera une procédure de référé devant le Président du TGI du siège social de la société en cause. Ce dernier est également compétent pour connaître des exceptions d'illégalité<sup>1</sup>.

568. L'Article L452-2 CMF français, quant à lui, apporte quelques précisions intéressantes supplémentaires quant aux investisseurs. Dans le cas où ceux-ci, lorsqu'il s'agit de personnes physiques, ont subi des préjudices individuels causés par le fait d'une même personne et qui ont

<sup>1</sup> A cette occasion, « il peut prendre, même d'office, toute mesure conservatoire et prononcer, pour l'exécution de son ordonnance, une astreinte versée au Trésor public. »

une origine commune, ils ont la possibilité, à condition d'être au moins deux, de donner mandat à une association afin que cette dernière agisse en réparation devant toute juridiction, au nom de ces investisseurs. Le mandat doit être donné par écrit par chaque investisseur mais l'association ne peut les solliciter via les médias pour l'obtenir. Toutefois, par dérogation, seule l'association régulièrement agréée et qui agit en réparation devant le juge civil ou le juge commercial, peut recourir à ces moyens de publicité à cet effet. Pour se faire, elle est tenue de transmettre certains documents propres à la société au président du tribunal<sup>1</sup>. Retenons aussi que l'investisseur qui a donné son accord à l'exercice d'une action devant une juridiction pénale est considéré comme exerçant les droits reconnus à la partie civile en application du code de procédure pénale : article L452-3.

569. Par ailleurs, les associations ne sont pas les seules à pouvoir faire valoir les droits d'investisseurs qui ont subi un préjudice, le régulateur boursier ayant lui aussi la faculté d'intervenir lorsque cette hypothèse est réalisée. En effet, aux termes de l'art. L.621-16-1 CMF issu de l'article 16 de la loi sécurité financière, l'AMF, parce qu'elle est chargée de veiller à l'applicabilité des bonnes règles des marchés financiers, a vu son influence s'étendre sur les différents intervenants financiers via la possibilité qui lui est reconnue d'exercer les droits de la partie civile lorsque des poursuites sont engagées dans le cadre des art. L465-1 et L 465-2 CMF, c'est-à-dire en présence de délits d'initiés, d'utilisations d'informations privilégiées, de communication d'informations privilégiées, de diffusion de fausses informations ou trompeuses de nature à influencer le cours ou bien de manipulation de cours.

<sup>1</sup> « Les associations visées à l'alinéa précédent établissent chaque année un bilan, un compte de résultat et une annexe, dont les modalités d'établissement sont précisées par décret et qui sont approuvés par l'assemblée des adhérents. »

570. Néanmoins, cette opportunité d'exercer les droits de la partie civile afférente au Gendarme de la Bourse française est consacrée dans des conditions restrictives puisque ce dernier a droit d'agir que si des poursuites sont déjà engagées devant les juridictions pénales pour des délits boursiers, c'est-à-dire de manière incidente mais pas au principal.

571. De plus, en vertu de la loi, l'AMF ne peut pas, à l'égard d'une même personne et s'agissant des mêmes faits exercer concomitamment les droits de la partie civile et ses pouvoirs de sanction qu'elle tient du code monétaire et financier. Cette nouvelle disposition s'inscrit en conformité avec la décision du Conseil Constitutionnel n° 89-260 du 28 juillet 1989<sup>1</sup>. En l'espèce, le Conseil Constitutionnel a déclaré la Loi du 2 juillet 1989 relative à la sécurité et à la transparence des marchés financiers inconstitutionnelle, afin de ne pas porter atteinte au principe du respect des droits de la défense, en raison de ce que ce texte avait voulu accorder à la COB la faculté d'exercer les droits de la partie civile sans forcément justifier d'un intérêt distinct de l'intérêt général en présence d'infractions boursières.

572. En effet, le Conseil s'était aperçu que « que l'autorité qui peut exercer, dans l'intérêt général, les poursuites, recueillir des charges et, le cas échéant, prononcer des sanctions dans le cadre d'une procédure administrative, se voit reconnaître à propos des mêmes faits, s'ils constituent les éléments d'une infraction pénale, le pouvoir d'intervenir et de se constituer partie civile et d'user de tous les droits afférents à cette qualité sans pour autant justifier d'un intérêt distinct de l'intérêt général ; qu'elle peut ainsi déclencher l'ouverture de poursuites pénales, intervenir dans le cours de l'instruction, participer aux débats de l'audience, demander l'allocation de dommages-intérêts et exercer les voies de recours » ; dès lors, le respect des droits de la défense faisait obstacle à ce que ladite autorité puisse à l'égard d'une même personne et s'agissant des mêmes faits concurremment exercer les pouvoirs de

<sup>1</sup> D.C. n° 89-260, 28 juillet 1989, § 46, J.O. du 1<sup>er</sup> août 1989, p.9676 ; R.F.D.A. 1989, p.671 et s..

sanction et la faculté d'intervenir et d'exercer tous les droits de la partie civile.

573. Au demeurant, l'AMF ne semble pas pouvoir déposer plainte avec constitution de partie civile en vue de voir l'action publique être mise en mouvement à la lumière du nouvel art. L621-16-1 CMF. En revanche, cela ne l'empêche nullement de se constituer partie civile pour des faits dont elle serait personnellement victime, en se basant sur l'art. 2 CPP<sup>1</sup>

574. Au Vietnam, la Loi sur les instruments financiers consacre la compétence du Président du Comité d'Etat de la Bourse pour apprécier les conclusions d'une inspection, pour entendre toute personne mise en cause par l'inspection et pour prendre les mesures appropriées dans le cadre de ses attributions<sup>2</sup>. L'art. 45 du Décret 36, lui, énonce la compétence du Ministre des Finances quant à la supervision et l'inspection du traitement des manquements administratifs. Il semble donc que le Président du gendarme de la Bourse soit le seul à décider de l'ouverture d'une procédure de sanction administrative.

575. Sur le terrain pénal, le Parquet Populaire du Vietnam a l'obligation de poursuivre tous ceux qui ont commis des délits boursiers. En l'absence de jurisprudence vietnamienne relative aux droits des victimes d'exercer l'action civile devant le juge pénal, il semble que les victimes d'infractions boursières peuvent se référer à l'art. 84 du Code de procédure pénale, lequel reconnaît à toute personne le droit de poursuivre un contrevenant au niveau pénal.

<sup>1</sup> Article 2 code procédure pénale :

« L'action civile en réparation du dommage causé par un crime, un délit ou une contravention appartient à tous ceux qui ont personnellement souffert du dommage directement causé par l'infraction. La renonciation à l'action civile ne peut arrêter ni suspendre l'exercice de l'action publique, sous réserve des cas visés à l'alinéa 3 de l'article 6. »

<sup>2</sup> Art.117 Loi sur les Instruments Financiers

576. A la différence de son homologue français, et bien que le Comité d'Etat de la Bourse ait été mis en place à l'instar de l'Autorité des Marchés Financiers dans le but majeur de contribuer au financement de l'économie nationale, le Droit des marchés financiers vietnamien a consacré louablement l'indemnisation des victimes, reconnaissant ainsi au régulateur boursier Vietnamien son rôle de protecteur des épargnants et pas seulement de l'épargne. La Loi sur les Instruments Financiers consacre en des termes généraux le droit à réparation des victimes par le biais d'actions individuelles ou collectives, en indiquant que l'évaluation des dommages ou de la perte de valeur et les procédures d'indemnisation doivent être conformes aux dispositions textuelles de droit commun<sup>1</sup>.

577. Du côté vietnamien, La circulaire 46 du 11 mars 2009 prévoit aussi la possibilité pour le contrevenant, qui, avant qu'un abus de marché ne soit découvert, indemnise rapidement les victimes et s'efforce de limiter les conséquences de la violation qu'il a commise, de ne pas voir sa responsabilité pénale engagée<sup>2</sup>.

578. Les textes d'application de la Loi sur les Instruments Financiers ne mentionnant pas les modalités de mise en œuvre de ce droit à l'indemnisation, il apparaît pertinent que le Comité du Vietnam pallie ces lacunes le plus rapidement possible en adoptant un texte spécifique à ce propos, ce qui contribuera à asseoir d'avantage sa légitimité auprès des épargnants. Les associations devraient aussi avoir la possibilité d'ester en justice afin de faciliter l'indemnisation des victimes, bien légitime, comme c'est le cas en France.

<sup>1</sup> Art.132 Loi sur les Instruments Financiers

<sup>2</sup> Art .3.3 Circulaire 46

## B. Les autorités compétentes

579. En France, la Loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 a posé plusieurs innovations relativement à l'exercice des poursuites afin de répondre à des objectifs multiples: garantir que les autorités de poursuites, que sont l'AMF et les juridictions pénales, soient clairement informées des poursuites éventuelles exercées par l'une ou l'autre d'entre elles, dans le but de permettre une meilleure articulation des poursuites administratives et pénales en présence de délits boursiers, et ainsi de pouvoir limiter les situations de doubles poursuites aux faits les plus graves ou qui nécessitent des investigations complexes.

580. Tout d'abord, le Tribunal de Grande Instance de Paris se voit reconnaître une compétence exclusive nationale pour la poursuite, l'instruction et le jugement des délits boursiers tels que définis aux art. L465-1 et L465-2 CMF, et sa compétence est également étendue aux infractions connexes<sup>1</sup>.

581. Par ailleurs, la transmission d'informations et de pièces entre l'AMF et ladite juridiction de Paris se trouve facilitée par l'adoption de nouvelles dispositions. Ainsi l'art. L621-15-1 CMF tel qu'issu de sa dernière rédaction mentionne que le collège de l'AMF doit transmettre immédiatement au Procureur de Paris tout rapport d'enquête ou de contrôle indiquant des faits susceptibles de constituer un délit boursier et que ce dernier a l'obligation d'informer sans délai l'AMF, s'il décide de mettre en mouvement l'action publique sur les faits, objets de la transmission. Si le Procureur de la République près du TGI de Paris décide de procéder au classement sans suite du rapport ainsi transmis, il apparaît judiciaire qu'il en informe le régulateur boursier même si la Loi ne l'indique pas expressément.

<sup>1</sup> Nouvel art. L704-1 CPP, tel qu'il résulte de l'art. 15 I de la Loi du 1er août 2003 précité

582. En outre, le magistrat français peut transmettre à l'AMF, d'office ou à la demande de cette dernière, la copie de toute pièce d'une procédure relative aux faits, objet de la transmission en vertu du 3<sup>e</sup> alinéa de l'art L621-15-1 CMF. Une telle transmission, à notre sens, ne peut que s'avérer bénéfique puisqu'elle témoigne d'un souci d'efficacité et de célérité dans le traitement de l'affaire, couplé à la volonté de concourir à une meilleure manifestation de la vérité en permettant notamment à l'autorité régulatrice des marchés financiers française de disposer des nouveaux éléments recueillis dans le cadre de la procédure pénale qui l'aideront à mener à bien sa procédure.

583. En France, les autres innovations apportées par la LSF de 2003 à souligner sont relatives aux informations échangées entre l'AMF et les juridictions pénales sur des infractions autres que celles boursières. Effectivement, le nouvel art. L621-20-1 CMF pose l'obligation suivante à l'Autorité de France: « Si, dans le cadre de ses attributions, l'Autorité des marchés financiers acquiert la connaissance d'un crime ou d'un délit, elle est tenue d'en donner avis sans délai au procureur de la République et de transmettre à ce magistrat tous les renseignements, procès-verbaux et actes qui y sont relatifs... »

584. Quant à l'art. L621-20 CMF qui a été réécrit par l'art.18 de la Loi sécurité Financière française, celui-ci précise que « Pour l'application des dispositions entrant dans le champ de compétence de l'Autorité des marchés financiers, les juridictions civiles, pénales ou administratives peuvent appeler le président de celle-ci ou son représentant à déposer des conclusions et à les développer oralement à l'audience sans préjudice des dispositions de l'article L. 466-1 », c'est-à-dire lorsque la procédure pénale trouverait pour origine ou aurait été nourrie d'éléments transmis par le Gendarme de la Bourse .

585. Du côté vietnamien, l'articulation des poursuites administratives et pénales se trouve nouvellement réglementée par la Circulaire 46 du 11 Mars 2009 qui traite des abus de marché<sup>1</sup>. Le C.E.B, pour le Ministère des Finances, et le Département de Police chargé des enquêtes sur les atteintes à l'Ordre Public, à la Gestion Economique et à l'Administration Publique<sup>2</sup>, qui agit pour le compte du Ministère de la Sécurité Publique, sont tenus de coordonner leurs actions quant à la prévention, la détection et la sanction de tels abus<sup>3</sup>. Ils doivent qualifier ces abus eu égard à leur nature juridique qui peut-être civile, économique, administrative ou pénale afin de déterminer la juridiction compétente et d'appliquer les textes juridiques adéquats.

586. La transmission rapide d'informations et de pièces entre l'autorité de régulation boursière de ce pays d'Asie du Sud-est et ce corps d'investigation de la police est également prévue de façon continue par la Circulaire 46. En particulier, le Comité d'Etat de la Bourse du Vietnam a l'obligation de transmettre tout dossier révélant des faits

<sup>1</sup> Circulaire Interministérielle n°46/2009/TTLT-BTC-BCA du Ministre des Finances et du Ministre de la Sécurité Publique en date du 11 Mars 2009 sur le traitement des violations en droit dans le domaine des instruments financiers et de la Bourse, littéralement ; texte entré en vigueur le 20 Avril 2009

<sup>2</sup> Il s'agit d'une des structures qui composent la Police Populaire. Cette police comprend des agences d'investigation distinguées en deux groupes. Le premier est constitué par les agences policières d'investigation de la Police Populaire, avec à sa tête l'agence policière d'investigation du Ministère de la Sécurité Publique, dont le Département de Police chargé des enquêtes sur les atteintes à l'Ordre Public, à la Gestion Economique et à l'Administration Publique est une des composantes, et qui est compétente pour les infractions les plus graves relatives aux infractions mentionnées aux chapitres XII à XXII du Code Pénal vietnamien ; ce sont les atteintes à la vie, à la santé, à la dignité et à l'honneur de la personne, les atteintes aux libertés et à la démocratie, les atteintes à la propriété atteintes au cadre juridique du mariage et de la famille, les atteintes aux règles de la gestion économique, les crimes et délits contre l'environnement, les infractions en matière de stupéfiants, les infractions contre la paix publique ou l'ordre public, les atteintes à l'administration publique commises par des particuliers, les atteintes à l'administration publique commises par des personnes exerçant une fonction publique et les entraves à l'exercice de la justice. Les agences policières d'investigation au niveau provincial ainsi que celles au niveau des districts complètent ce premier ensemble. Le second groupe comporte les agences de sécurité chargées des investigations de la Police Populaire, c'est-à-dire l'agence de sécurité chargée des investigations du Ministère de la Sécurité Publique et les agences de sécurité chargées des investigations au niveau provincial avec une compétence reconnue pour les infractions mentionnées aux chapitres XI et XXIV, ainsi qu'aux articles 180,181,222,223,230,231,232,236,263,264,274 et 275 du Code Pénal. Voir l'ordonnance n°23 de l'Assemblée Nationale du 20 Août 2004 sur l'organisation des investigations pénales pour plus de précisions

<sup>3</sup> I 1 et II 1 de la Circulaire 46 du 11 mars 2009

susceptibles de constituer des infractions pénales aux autorités compétentes dans les cinq jours à compter de la découverte de ces faits<sup>1</sup>.

587. Dans le cas où le Comité d'Etat de la Bourse se déclare compétent pour infliger une sanction administrative, il doit en informer le Département chargé des enquêtes. Si ledit département conclue au contraire que les faits sont punissables pénalement, lui et le gendarme de la Bourse du Vietnam sont tenus d'échanger leurs pièces et informations avant que le Département décide d'engager d'éventuelles poursuites pénales.

588. En réalité, il ressort du système pénal vietnamien que le Ministère Public Vietnamien veille à l'application de la Loi lors des activités d'investigation afin de garantir que les activités des agences d'investigations soient accomplies dans le respect des dispositions du code de procédure pénale et de celles de l'ordonnance sur l'organisation des investigations pénales du 20 août 2004. En outre, ces agences sont tenues d'agir selon les demandes et décisions du Parquet à l'instar de la Police Française<sup>2</sup>. Dès lors, comme le Parquet populaire exerce l'action publique et contrôle les activités judiciaires dans le but de garantir l'application stricte et uniforme de la Loi<sup>3</sup>, le Département de police concerné informe en réalité le Parquet, lequel va décider d'éventuelles poursuites, comme en Droit français .

<sup>1</sup> I 2.2 a Circulaire 46 et Circulaire Interministérielle. 03/TTLT-VKSNDTC-TTrCP-BCA- BQP du Parquet Populaire Suprême, de l'Inspection du Gouvernement, du Ministère de la Sécurité Publique et du Ministère de la Défense en date du 23 mai 2006 relative à la coordination quant à la détection, la recherche et la sanction des comportements répréhensibles pénalement et dont la poursuite est lancée à l'initiative des inspections. L'art.2.1 confirme bien la compétence de l'agence policière d'investigation du Ministère de la Sécurité Publique

<sup>2</sup> Art.6 de l'Ordonnance 23 du 20 Août 2004

<sup>3</sup> Loi No. 34/2002/QH10 du 2 avril 2002 sur l'organisation du parquet populaire

## §2. Pluralité des sanctions

Non seulement le Régulateur financier, qu'il soit français ou vietnamien, peut prendre des sanctions de nature différente (A), mais une sanction prononcée par le Juge de France ou celui du Vietnam, peut aussi être appliquée à tout auteur d'une violation boursière (B).

### A. La dualité des sanctions du régulateur

589. En droit des marchés financiers français, c'est avec la Loi du 02 août 1989 relative à la sécurité financière et à la transparence des marchés, que la Commission des Opérations de Bourse (COB) s'est trouvée titulaire du pouvoir d'infliger des sanctions administratives aux auteurs de manquement à ses règlements, donc à tous les acteurs boursiers. Concurrément, d'une part l'art. L622-16 CMF reconnaissait au Conseil des Marchés Financiers la capacité d'infliger des sanctions disciplinaires aux prestataires de services d'investissement et aux autres professionnels qui manqueraient à leurs obligations professionnelles définies par les lois et règlements, d'autre part le Conseil de Discipline et de la Gestion Financière (CDGF) pouvait également prononcer des sanctions disciplinaires.

590. Depuis, la LSF a donné naissance à l'AMF en fusionnant la COB, le Conseil des Marchés Financiers et le CDGF, et lui a confié les compétences autrefois dévolues à ces trois autorités financières<sup>1</sup>. Plus précisément, elle indique que la Commission des sanctions est compétente pour sanctionner les manquements des prestataires habilités à leurs obligations déontologiques ainsi que les manquements des conseillers en investissements financiers aux lois, règlements et obligations professionnelles les concernant. Par conséquent, cette

<sup>1</sup> Art. L621-15 II CMF

commission est à présent la seule à disposer du double pouvoir de sanction administratif et disciplinaire, et cette « super » compétence sanctionnatrice dans les mains d'une seule et unique institution aurait pu laisser penser que le cumul entre les sanctions administratives et disciplinaires aurait dorénavant disparu.

591. Pourtant il n'en est rien puisque l'autorité de régulation des marchés financiers français n'hésite pas à infliger cumulativement une sanction administrative et une sanction disciplinaire. Ainsi, dans une décision du 27 mai 2004, la Commission des sanctions a prononcé un blâme et une sanction pécuniaire de 500 000 euros à l'encontre d'un prestataire qui avait accepté de la part de certains de ses clients la constitution de positions importantes au moyen d'ordres stipulés à règlement livraison différé (SRD) sans respecter les conditions de couverture prévues par la réglementation<sup>1</sup>.

592. D'autant plus qu'au niveau disciplinaire, il existe plusieurs catégories de sanctions qui peuvent être prononcées<sup>2</sup>. Lorsque la commission des sanctions statue en ce domaine, les sanctions encourues par toute personne sont l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif d'exercer au niveau professionnel, ainsi que le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle pour une personne physique.

593. En outre, une sanction pécuniaire peut être prononcée en sus ou en remplacement, et dont le quantum a connu des variations au fil du temps. Après avoir été d'un montant de 1,5 million d'euros (ou bien correspondant, soit au quintuple des profits réalisés en présence d'une personne physique mise en cause, soit au décuple si une personne morale était impliquée), le plafonnement des sanctions a été rehaussé à 10

<sup>1</sup> Décision « Banque Transatlantique » du 27 mai 2004, Banque et Droit n°96, juillet-août 2004, p.36, obs. H. de Vauplane et J.J. Daigre

<sup>2</sup> Art. L621-15, III CMF

millions d'euros pour les personnes morales<sup>1</sup>. Depuis la Loi de régulation bancaire et financière, il connaît une évolution puisque tout contrevenant est désormais passible devant le régulateur français d'une sanction pécuniaire au montant augmenté de 10 fois, c'est-à-dire dont le montant ne peut dépasser 100 millions d'euros pour les contrevenants, ou 15 millions pour les sanctions encourues par les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des professionnels, c'est-à-dire les préposés ou salariés des prestataires habilités, en cas d'abus de marché<sup>2</sup>. Rappelons, en ce qui concerne ces personnes physiques et dans cette hypothèse, que la sanction pécuniaire peut aussi correspondre, au maximum, au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ; elle ne peut dépasser 300 000 euros ou le quintuple des profits éventuellement réalisés dans les autres cas.

594. En France, les sommes obtenues à partir des condamnations sont versées au fonds de garantie auquel est affiliée. La personne sanctionnée ou au fonds de garantie auquel est affiliée la personne morale sous l'autorité ou pour le compte de qui agit la personne sanctionnée. A défaut, c'est le Trésor public qui est le récepteur de ces sommes.

595. Au niveau de ce pays européen, les sanctions administratives, elles, ont connu une évolution quant à leur définition. Effectivement, elles étaient auparavant définies comme des « atteintes aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou au traitement des investisseurs ou à leur intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles »<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 dite de modernisation de l'économie

<sup>2</sup> Nouvel art. L621-15 III CMF. Sur la mesure dans sa rédaction originelle, cf. Assemblée Nationale, projet de loi de régulation bancaire et financière, 10 juin 2010, JO N°56 A.N : art.2 quater

<sup>3</sup> Article L621-14 CMF ancien

596. Elles sont aujourd'hui présentées –transposition du droit européen oblige- comme constituant des manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché. Ces pratiques relèvent de la compétence de l'Autorité des Marchés Financiers dès lors qu'elles sont commises sur le territoire français et concernent des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé d'un autre Etat membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée<sup>1</sup>. La sanction uniquement pécuniaire, ne peut excéder les montants tels qu'autorisés également en matière disciplinaire<sup>2</sup>.

597. Lorsque l'on observe le Droit vietnamien, on se rend compte que la Loi sur les Instruments Financiers prévoit la possibilité pour le gendarme de la Bourse du pays d'infliger une mesure disciplinaire et une sanction administrative à quiconque ayant porté atteinte à la transparence des marchés : art.118. Plus précisément, il existe deux types de sanctions prononcées à titre principal : l'avertissement, et l'amende.

598. Selon la nature et la gravité du manquement , le Comité d'Etat de la Bourse du Vietnam peut prononcer en sus une ou plusieurs peines complémentaires qui peuvent être le retrait temporaire ou définitif de la licence d'exploitation ou de la licence d'activité pour un prestataire en service d'investissement, mais aussi la suspension d'opérations voire l'annulation de l'émission si après 45 jours la déficience n'est pas remédiée, ou bien la confiscation de l'entier revenu gagné à partir du

<sup>1</sup> Article L621-14 CMF nouveau

<sup>2</sup> Art. L 621-15, III CMF. Cf. supra

manquement lorsqu'un tel gain a été réalisé ainsi que des instruments financiers utilisés à cette fin<sup>1</sup>. Ces peines complémentaires sont prononcées lorsqu'il existe des circonstances aggravantes, lesquelles impliquent que le contrevenant ait commis un certain nombre d'actes répréhensibles mais n'a pas encore fait l'objet d'une sanction administrative. Ces circonstances aggravantes sont énoncées à l'art.6 du décret 36 et supposent une conduite délibérée de la part du contrevenant. Certaines revêtent un caractère objectif puisqu'il s'agit de la préméditation, de la contrainte exercée sur autrui, des mesures prises en vue de dissimuler un manquement. D'autres sont personnelles : ainsi en est-il de l'état de récidive, de l'abus de position sociale ou d'attributions pour commettre une atteinte à la transparence du marché ou bien lorsque les faits reprochés ont été commis en dépit de l'avertissement formulé par la personne autorisée de cesser ses agissements, ou bien lorsqu'une procédure de sanction administrative est déjà en cours contre le contrevenant.

599. Concomitamment, des circonstances atténuantes sont prévues au Vietnam et l'autorité de régulation doit les prendre en considération. Ainsi sont considérées comme de telles circonstances :

- les démarches entreprises pour atténuer les effets du manquement, empêcher l'abus de marché de continuer ou en réparer les conséquences spontanément ou bien encore payer l'indemnisation pour les pertes et dommages résultant de la commission de tels actes ;
- l'aveu spontané et le repentir sincère quant à l'abus commis;
- le manquement commis sous la contrainte ou en état de dépendance matérielle ou spirituelle,
- le manquement commis en raison d'un manque de connaissance,
- le manquement commis par un tiers.

<sup>1</sup> Art.119 Loi sur les Instruments Financiers et art.7 Décret 36

600. Par ailleurs, le chapitre II du décret 36 détaille les différentes sanctions administratives pour tous les comportements répréhensibles en droit des marchés financiers vietnamiens, abus de marché inclus ; ce sont aussi bien les actes commis par n'importe quel intervenant que ceux commis par une catégorie professionnelle déterminée, et que ce soit pour les peines prononcées à titre principal ou à titre complémentaire. Il indique également les mesures destinées à remédier aux conséquences de tels actes.

601. Quant à la circulaire 97, celle-ci affirme que la décision de sanction doit être prise en se référant à l'acte constitutif de la violation, aux types de sanctions et aux différentes échelles de peines mentionnées au chapitre II du décret 36- avec prise en considération des peines complémentaires- et souligne la nécessité de prendre les mesures destinées à remédier aux conséquences des violations<sup>1</sup>. L'existence éventuelle de circonstances aggravantes étant également à considérer quant au prononcer de la sanction<sup>2</sup>, il semble a priori possible de prononcer une ou plusieurs peines complémentaires en sus de celles obligatoirement prévues pour chaque manquement par le décret 36 en pareilles situations.

602. Dans tous les cas, les barèmes relatifs au montant quant à l'amende se trouvent fixés en fonction des différents types de violations administratives commises en droit des marchés financiers. Une amende de 10 millions VND minimum, mais qui peut être aussi d'un montant représentant 1 à 5% de la somme illégalement perçue, s'applique en présence de violations relatives aux dispositions sur les offres publiques de titres<sup>3</sup>. Pour ceux qui commettent une violation des dispositions sur les sociétés faisant une offre publique de titres

<sup>1</sup> Section I , point 2 circulaire 97

<sup>2</sup> Art.6 décret 36 et point 3 circulaire 97

<sup>3</sup> Section 1 du Chapitre 2 décret 36

financiers, les amendes s'étendent de 5 millions VND à 20 millions VND<sup>1</sup> tandis que ceux qui ne respectent pas les dispositions sur la cotation encourent une amende d'un montant de 20 à 70 millions VND<sup>2</sup>. En ce qui concerne les actes commis au mépris des dispositions ayant trait aux infrastructures de marché<sup>3</sup>, l'amende est de 20 millions VND ou d'un montant qui représente une à cinq fois le gain illégalement recueilli. Pour toute violation des dispositions sur les activités dites d'affaires sur les titres, c'est-à-dire commises par les prestataires agréés qui sont les entreprises d'investissement, les sociétés gestionnaires de fonds ou SICAV, et par les personnes placées sous leur autorité ou travaillant pour leur compte, les amendes vont de 5 à 70 millions<sup>4</sup>. Celui qui viole les dispositions sur l'information permanente est passible d'une amende de 10 à 50 millions VND<sup>5</sup> tandis que la personne qui ferait de même à l'égard des dispositions sur l'information périodique encourt une amende de 5 à 20 millions VND<sup>6</sup>. De surcroît, quiconque viole les dispositions sur l'enregistrement des instruments financiers, le dépôt, la compensation et le paiement et sur les banques de garde se verra infliger une amende de 10 à 70 millions VND.

603. En ce qui concerne les transactions en bourse, l'amende applicable à une personne physique est de 20 millions VND au minimum et peut aller jusqu'à 50 millions VND<sup>7</sup>, alors qu'elle est de 50 à 70 millions VND si le contrevenant est une personne morale. Les art. 26, 27 et 28 du décret 36, qui concernent respectivement les fausses informations, les

<sup>1</sup> Section 2 du Chapitre 2 décret 36

<sup>2</sup> Section 3 du Chapitre 2 décret 36

<sup>3</sup> Section 4 du Chapitre 2 décret 36

<sup>4</sup> Section 5 du Chapitre 2 id.

<sup>5</sup> Section 8 du Chapitre 2 ibid.

<sup>6</sup> Section 9 du Chapitre 2 ibid.

<sup>7</sup> Section 6 du Chapitre 2 décret 36

opérations d'initiés et les manipulations des cours, fixent ces quantités quant au montant de l'amende.

## B. Le cumul de sanctions administrative et pénale

### 1. Admission du cumul de sanctions administrative et pénale ?

604. En France, toute personne qui viole les règles relatives à la transparence du marché peut se voir infliger à la fois une sanction administrative et/ou disciplinaire par l'AMF et une sanction pénale de la part du juge répressif.

605. L'aspect pénal de la répression se justifie par la nécessité de sanctionner les atteintes causées aux marchés de capitaux, et plus largement au système économique et financier dans son ensemble, lesquelles entraînent inéluctablement une perte de confiance de la part des épargnants.

606. L'aspect administratif ou disciplinaire permet quant à lui d'obtenir un traitement rapide du manquement par des professionnels en raison de leurs compétences techniques particulières qui les distinguent du Magistrat.

607. Pendant bon nombre d'années, un grand débat doctrinal avait porté sur la question de savoir si la double répression en matière pénale et administrative était acceptable au regard de la règle non bis in idem, en vertu de laquelle une personne déjà jugée pénalement ne peut être poursuivie à nouveau pour les mêmes faits qui ont provoqué la première condamnation ; c'est donc la règle « qui exprime le principe de l'autorité de la chose jugée du criminel sur le criminel »<sup>1</sup> et qui se trouve consacré par plusieurs textes internationaux.

---

<sup>1</sup> Vauplane (De) H. et Bornet J.P., *Droit de la Bourse*, 3<sup>ème</sup> éd. Litec, n° 1073, p.960

608. Effectivement, en France le cumul de sanctions de nature différente est admis depuis que le Conseil Constitutionnel a rendu sa décision en date du 28 juillet 1989 en vertu de laquelle cette institution reconnaît que la sanction de l'autorité de régulation boursière peut se cumuler avec une sanction pénale prononcée à raison des mêmes faits et pouvant elle-même atteindre un montant identique, sous réserve de respecter le principe de proportionnalité<sup>1</sup>.

609. La règle non bis in idem n'a seulement qu'une valeur législative en France, mais il a été rapidement fait remarquer que le Protocole n°7 additionnel de la Cour Européenne des Droits de l'Homme affirme en son article 4 que : « nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même Etat en raison d'une infraction pour laquelle il a été acquitté ou condamné par un jugement définitif, conformément à la Loi et à la procédure pénale de cet Etat ». De même, il a été soulevé que l'article 14 -7 du Pacte International des Nations Unies relatif aux droits civils et politiques du 19 décembre 1966 proclame que « nul ne peut être poursuivi ou puni en raison d'une infraction pour laquelle il a été acquitté ou condamné par un jugement définitif, conformément à la Loi et à la procédure pénale de chaque pays ».

610. Pour autant, force est de constater que la France a exprimé des réserves lors de la ratification du Protocole n°7 additionnel de la Cour, notamment en déclarant que « seules les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale doivent être regardées comme des infractions au sens des articles 2 à 4 du présent protocole »<sup>2</sup>. Mais surtout, la CEDH elle-même a reconnu que « non bis in idem » ne fait pas obstacle à ce que des juridictions

<sup>1</sup> D.C. n° 89-260, 28 juillet 1989, § 46, J.O. du 1<sup>er</sup> Août 1989, p.9676 ; R.F.D.A. 1989, p.671 et s., spéc. p.974. Le cumul de telles sanctions a été réaffirmé par le Conseil Constitutionnel et toujours dans le respect du principe de proportionnalité dans sa décision n° 97-395, 30 déc. 1997 : Rec. p.333, cons.41. Sur ce principe, cf. n°622 à n°625

<sup>2</sup> Décret n°89-37 du 24 Janvier 1989

distinctes connaissent des infractions différentes issues d'un même fait pénal<sup>1</sup>.

611. Ainsi, la jurisprudence considère de manière restrictive que ladite règle ne s'applique qu'au seul cumul d'infractions pénales. La solution a été clairement posée par la Cour de Cassation, dans un arrêt du 1er mars 2000 qui mentionne que : « ... la règle non bis in idem consacrée par l'article 4 du protocole n°7 additionnel à la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme, ne trouve à s'appliquer, selon les réserves faites par la France en marge de ce protocole, que pour les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale, d'autre part ...elle n'interdit pas l'exercice de poursuites devant le juge répressif parallèlement à une procédure conduite devant la COB aux fins de sanctions administratives...»<sup>2</sup> Un arrêt de la Cour d'Appel de Paris en date du 26 octobre 1999 avait déjà été remarqué pour avoir délivré une solution identique<sup>3</sup>.

612. La position française dans le domaine du droit des marchés financiers en matière de cumul est conforme au Droit positif Européen puisque la Directive « Abus de marché » du 28 janvier 2003 affirme elle-même que : « Sans préjudice de leur droit d'imposer des sanctions pénales, les États membres veillent à ce que, conformément à leur législation nationale, des mesures administratives appropriées puissent

<sup>1</sup> CEDH, « Oliveira contre Suisse », 30 Juillet 1998, JCP G 1999, I, n°105, spec .n°14, observations F.SUDRE

<sup>2</sup> Cass. Crim., 1er mars 2000, BJB, sept.-oct. 2000, p.443, § 92, n. N. Rontchevsky ; Dr. pén. 2000, comm. n°75, note J.H. Robert ; Dalloz 2000, p.229, n°18, note A. Lienhard.  
Un ancien dirigeant de société s'était vu sanctionner par le gendarme de la Bourse pour manquement relatif à l'information du public .La Cour d'appel de paris ayant annulé la sanction pécuniaire de la COB pour atteinte à la présomption d'innocence, celui-ci avait demandé à ladite cour l'annulation des actes de procédure pénale à son encontre mais en vain. D'où son pourvoi en cassation avec comme premier moyen la violation de la règle non bis in idem.

<sup>3</sup> Paris, 26 octobre 1999, BJB, 2000, p.153, §34, n. N. Rontchevsky.

être prises ou des sanctions administratives appliquées à l'encontre des personnes responsables d'une violation ... »<sup>1</sup>

613. Néanmoins, le débat n'est pas pour autant clos en raison de nouveaux arrêts pris au niveau européen. Dans l'affaire qui porte son nom<sup>2</sup>, le dénommé Zolotoukhine a formé un recours devant la Cour Européenne des Droits de l'Homme, en invoquant qu'il avait d'abord purgé une peine d'emprisonnement de trois jours pour des « actes perturbateurs mineurs » -ayant été condamné sur la base de l'art. 158 du Code des infractions administratives russe par jugement en date du 04 janvier 2002- et qu'il avait par la suite été à nouveau jugé le 02 décembre 2002 et emprisonné dans le cadre d'une procédure pénale en partie pour les mêmes faits. Dès lors, il se prévalait de la violation de l'art.4 du Protocole n°7 de la Cour. La Cour de Strasbourg accueille la demande de Mr Zolotoukhine car elle estime que « l'article 4 du Protocole no 7 doit être compris comme interdisant de poursuivre ou de juger une personne pour une seconde « infraction » pour autant que celle-ci a pour origine des faits identiques ou des faits qui sont en substance les mêmes [que ceux qui ont conduit à la première infraction].»

614. Dans l'arrêt Spector<sup>3</sup>, la Cour d'appel de Bruxelles a interrogé la Cour de Luxembourg afin de savoir- lorsque le système juridique d'un Etat membre prévoit, hormis des sanctions administratives, une possible sanction pécuniaire de nature pénale- s'il y'a lieu de prendre en compte, au stade de la détermination de la sanction administrative, la possibilité et/ ou le niveau de l'éventuelle sanction pénale pécuniaire ultérieure. La réponse de ladite Cour est négative : « Cette disposition [l'article 14 de la directive 2003/6/CE] ne saurait être interprétée en ce sens qu'elle

<sup>1</sup> Article 14, Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, JOUE n° L 096 du 12/04/2003.

<sup>2</sup> Cour Européenne des Droits de l'Homme, Serguei Zolotoukhine c. Russie, 10 févr. 2009

<sup>3</sup> CJUE, 23 déc. 2009, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck c. CBFA, §42

impose aux autorités nationales compétentes l'obligation de prendre en considération, au stade de la détermination d'une sanction pécuniaire de nature administrative, la possibilité de l'infliction d'une éventuelle sanction pécuniaire de nature pénale ultérieure. En effet, l'appréciation du caractère effectif, proportionné et dissuasif des sanctions administratives prévues par la directive 2003/6 ne saurait dépendre d'une hypothétique sanction pénale ultérieure. » Dans le cheminement de son raisonnement, la Cour, a, par ailleurs, relativement aux sanctions administratives déclaré explicitement qu' « eu égard à la nature des infractions en cause ainsi qu'au degré de sévérité des sanctions qu'elles sont susceptibles d'entraîner, de telles sanctions peuvent être, aux fins de l'application de la CEDH, qualifiées de sanction pénales<sup>1</sup> ».

615. D'aucuns voient dans ces propos l'annonce d'une remise en cause de l'application française de « Non bis in idem » et du cumul de poursuites et de peines en matière d'abus de marché. Cette affirmation, à notre avis, doit être relativisée. Par rapport à l'arrêt Zolotoukhine, on relèvera d'abord que l'arrêt n'a pas été rendu dans le domaine financier, lequel se caractérise par de multiples spécificités, mais qu'en outre, la nature de l'infraction et la sévérité de la peine prononcée en matière administrative a été prise en considération par la Cour en l'espèce. Au demeurant, le prononcer d'une peine d'emprisonnement au niveau administratif ne saurait être possible en Droit français. On relèvera aussi que, même si le Juge des droits de l'Homme s'est gardé de mettre en avant le fait que ce soit la même juridiction, dans l'affaire, qui ait sanctionné administrativement puis pénalement M.Zolotoukhine, cela ne peut qu'interpeller le lecteur de cet arrêt. Surtout, la Cour pose elle-même une limitation sérieuse à l'interprétation de la règle du cumul qu'elle vient d'énoncer, lorsqu'elle déclare à la suite que «La garantie consacrée à l'article 4 du Protocole n° 7 entre en jeu lorsque de nouvelles poursuites sont engagées et que la décision antérieure

<sup>1</sup> CJUE, 23 déc. 2009, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck c. CBFA, §42

d'acquiescement ou de condamnation est déjà passée en force de chose jugée. »

616. La portée de la solution contenue dans Spector doit être tempérée également. Bien que relative au manquement d'initié, ladite solution ne pose, ni une interdiction du cumul de sanctions pénale et administrative expressément, ni une assimilation systématique de ces sanctions de nature différente ; la Cour s'est contentée de mieux définir le champ d'application de la règle du cumul conformément à l'article 14, paragraphe 1, de la directive 2003/6<sup>1</sup>.

617. En droit des marchés financiers français, les sanctions pénales qui peuvent se cumuler avec les sanctions administratives diffèrent selon la qualification pénale de l'infraction retenue. Ainsi, le délit d'initié est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 euros lorsque l'auteur de l'infraction est un dirigeant de société<sup>2</sup>, ou à un an d'emprisonnement et à une amende de 150 000 euros pour une personne détentrice d'une information privilégiée dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions<sup>3</sup>. Le délit de communication d'informations

<sup>1</sup> §42 préc.

<sup>2</sup> Art. L465-1 al.1 CMF :

« Est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait, pour les dirigeants d'une société mentionnée à l'article (Rectificatif, Journal officiel du 17 mars 2001) « L. 225-109 » du code de commerce, et pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations. »

<sup>3</sup> Art. L465-1 a l.3 CMF :

Est puni d'un an d'emprisonnement et d'une amende de 150 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait pour toute personne autre que celles visées aux deux alinéas précédents, possédant en connaissance de cause des informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, directement ou indirectement, une opération ou de communiquer à un tiers ces informations, avant que le public en ait connaissance. Lorsque les informations en cause concernent la commission d'un crime ou d'un délit, les peines encourues sont portées à sept ans d'emprisonnement et à 1 500 000 euros si le montant des profits réalisés est inférieur à ce chiffre. »

618. privilégiée, lui, est passible d'un an d'emprisonnement et de 150 000 euros d'amende<sup>1</sup>. Pour ces infractions, le montant de l'amende peut être augmenté jusqu'au décuple du montant du profit réalisé.

619. L'article L465-1 alinéa 3 du code monétaire et financier réprime de délit de diffusion de fausse information de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 Euros dont le montant peut être augmenté jusqu'au décuple du montant du profit réalisé<sup>2</sup>. Quant au délit de manipulation des cours, c'est une peine également identique à celle du délit d'initié qui s'y applique conformément à l'article L465-2 alinéa 1 CMF qui dispose que : « Est puni des peines prévues au premier alinéa de l'article L. 465-1 le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur. »

620. Au niveau du droit vietnamien, l'art.8 du décret 36 reconnaît que « s'il existe d'autres textes juridiques applicables à des comportements répréhensibles et qui prévoient spécifiquement les catégories et les niveaux de sanctions pour de tels comportements, alors de tels textes s'appliquent ». La formulation de cet article laisse penser que le cumul des sanctions pénale et administrative est possible.

<sup>1</sup> Art L465-1 alinéa 2 CMF :

« Est puni d'un an d'emprisonnement et de 150 000 euros d'amende le fait, pour toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de la communiquer à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions.»

<sup>2</sup> Article L465-2 alinéa 2 CMF :

« Est puni des peines prévues au premier alinéa de l'article L. 465-1 le fait, pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de nature à agir sur les cours.

621. Or, la circulaire 97 mentionne que toute personne physique ou morale, vietnamienne ou étrangère, qui intervient sur les marchés financiers et qui viole intentionnellement ou non les dispositions de la Loi sur les Instruments Financiers, mais pas au niveau justifiant des poursuites pénales, fera l'objet d'une procédure de sanction administrative conformément aux dispositions du décret 36 et de cette circulaire<sup>1</sup>. Par conséquent, les sanctions administratives semblent être prévues pour les agissements illicites perpétrés considérés comme les moins graves, tandis que les sanctions pénales paraissent être prononcées dans les autres cas. L'étude de l'articulation des poursuites administratives et pénales confortent ce postulat. En effet, on observe que si le Gendarme de la Bourse du Vietnam détecte le caractère pénal de la violation alors qu'il a déjà prononcé une décision de sanction administrative, il doit annuler sa décision et dans les trois jours qui suivent cette annulation, il est tenu de communiquer le dossier à ce Département de police, et le Département doit alors notifier par écrit au C.E.B sa décision d'engager ou non des poursuites pénales<sup>2</sup>.

622. D'autre part, si le Procureur considère que les pratiques répréhensibles relevées ne sont pas sanctionnables pénalement ou bien qu'elles n'ont pas causé des conséquences graves, ce magistrat ou bien le Département, selon l'état d'avancement de la procédure, va renvoyer l'affaire au C.E.B pour qu'il prononce une sanction administrative dans le délai de dix jours à compter de la réception de l'envoi dudit département<sup>3</sup>.

623. En outre, le décret 36 vietnamien prévoit une autre situation. Il s'agit de celle d'une personne qui fait l'objet de poursuites pénales en raison de ses agissements, puis une décision suspend l'investigation ou

<sup>1</sup> I 1.2 a Circulaire 97

<sup>2</sup> II 2.2 b Circulaire 46

<sup>3</sup> II. 2.2 Circulaire 46 du 11 mars 2009

la procédure ; elle fera alors l'objet d'une procédure de sanction administrative et ladite sanction sera prononcée dans un délai de 3 mois à compter de la date de réception de la décision de suspension<sup>1</sup>.

624. Ainsi plutôt que de parler de cumul de sanction pénale et administrative en droit des marchés financiers vietnamien, on devrait plutôt parler de cohabitation des sanctions pénales et administratives, mais comme en droit français le cumul des procédures administratives et pénales est bien réel.

## 2. Atténuations au principe de double cumul des sanctions en France

625. L'admission du cumul de sanctions qui implique le cumul de poursuites au préalable se trouve strictement encadré car il présente pour défaut de contrevenir au principe de la présomption d'innocence, lequel a valeur constitutionnelle car prévu à l'article 8 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen qui précise que « la Loi ne doit établir que des peines strictement et évidemment nécessaires », et également mentionné à l'article 6 paragraphe 2 de la Convention Européenne de Sauvegarde des Droits de l'Homme qui dispose que « toute personne accusée d'une infraction est présumée innocente jusqu'à que sa culpabilité ait été légalement établie »<sup>2</sup>. L'atteinte à la présomption d'innocence semble ainsi constituée en France quand une personne se trouve poursuivie devant le Tribunal Correctionnel alors qu'elle a déjà obtenu infirmation par la Cour d'appel de la sanction administrative qui avait été prononcé par le Gendarme de la Bourse ainsi que certains auteurs l'ont relevé<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Art. 4. 2 Décret 36

<sup>2</sup> G. Canivet, « Les garanties de procédures applicables à la procédure de sanction de la COB », D.affaires 1996, n°3, p.63

<sup>3</sup> Y. Paclot, « Remarques sur le pouvoir de sanction administrative de la future AMF », JCP E n°24, 12 juin 2003, act.174

626. C'est pourquoi de multiples dispositions ont été instaurées en vue d'atténuer la mise en œuvre du double cumul de sanctions. Il convient en premier lieu de souligner le plafonnement du montant des sanctions administrative et pénale qui se cumulent, sachant que ce montant ne peut jamais correspondre au montant maximal encouru au niveau administratif additionné à celui prononçable pénalement. Il s'agit là de faire application du principe de proportionnalité de la sanction prononcée dont H. De Vauplane donne une définition claire : « (elle) s'entend du rapport entre la sanction et la gravité du ou des manquements constatés qui doit s'apprécier en fonction des conséquences sur l'information des investisseurs et non pas des de la participation respective de chacune des personnes poursuivies dans la réalisation de ce ou ces manquements ». Et d'ajouter que : « la proportionnalité de la sanction dépend de la gravité des faits et doit être en relation avec les avantages ou les profits tirés de ce manquement »<sup>1</sup>.

627. Le Conseil Constitutionnel de France, dans sa décision susmentionnée du 28 juillet 1989, avait déclaré que le principe de proportionnalité des peines résultant de la Déclaration des Droits de l'Homme implique que « le montant global des sanctions éventuellement prononcées ne dépasse pas le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues »<sup>2</sup>, et en 1996, c'est le Législateur a octroyé au juge pénal la faculté, le cas échéant, d'imputer la sanction pécuniaire décidée par la COB sur l'amende qu'il prononce<sup>3</sup>.

628. En conformité avec sa démarche précédente, le Législateur français a fait en sorte que le code monétaire et financier dans son article L621-16- via la Loi de Sécurité Financière qu'il a édictée - indique que lorsque « La Commission des sanctions de l'Autorité des

<sup>1</sup> H. de Vauplane et J.-P.. Bornet, *Droit des Marchés Financiers*, Litec, 3ème éd. n.1071, p.955

<sup>2</sup> D.C. n° 89-260, 28 juillet 1989, § 46, J.O. du 1er Août 1989, p.9676 ; R.F.D.A. 1989, p.671 et s., spéc. p.974

<sup>3</sup> Ord. 28 sept. 1967, art. 9-3, aj. par la loi n° 96-597 du 2 juill.1996

marchés financiers » a prononcé une sanction pécuniaire devenue définitive avant que le juge pénal ait statué définitivement sur les mêmes faits ou des faits connexes, celui-ci peut ordonner que la sanction pécuniaire s'impute sur l'amende qu'il prononce ».

629. Cette disposition ne doit pas surprendre ; somme toute, elle ne constitue qu'une variante de l'application du principe de proportionnalité qui va dans le sens des constatations formulées par F.Stasiak sur ledit principe : « la proportionnalité ne doit pas systématiquement conduire à réduire, ni à plus forte raison à supprimer la sanction prononcée. Il faut la considérer comme ambivalente, c'est-à-dire autorisant tout autant, selon les hypothèses, la réduction comme la majoration de la peine. Telle est la conséquence immédiate, mais non exclusive, du principe de proportionnalité »<sup>1</sup>.

630. Par ailleurs, au niveau de la France, on peut relever un autre tempérament au cumul des sanctions en pratique qui se concrétise par l'opportunité laissée à l'Autorité des Marchés d'exercer les droits de la partie civile conformément à l'art. L.621-16-1 CMF ; si celle-ci décide d'agir en ce sens, elle ne peut pas alors exercer en plus son pouvoir de sanction par respect du principe des droits de la défense<sup>2</sup>. La mise en œuvre de cette prérogative laissée au Gendarme de la Bourse diminue en réalité les situations de cumul de sanctions de nature différente.

631. De plus, peu d'affaires aboutissent à un cumul de sanctions en raison du pouvoir d'opportunité des poursuites octroyé au Procureur de la République près le Tribunal de Grande instance de Paris. Cette prérogative découle de l'obligation légale qui pèse sur les épaules de l'autorité de régulation financière de France, en vertu de laquelle le gendarme de la Bourse est tenu de transmettre tout rapport d'enquête ou

<sup>1</sup> F. Stasiak , *Nature des autorités de régulation à pouvoirs répressifs et garanties fondamentales de la personne*, Université de Nancy II, Faculté de Droit, Sciences économiques et Gestion, 11 févr. 1995, p. 360 & 361

<sup>2</sup> V. n° 563 à n°578

de contrôle faisant apparaître un délit boursier<sup>1</sup>. Certains auteurs y perçoivent une restitution de l'opportunité des poursuites au profit du Parquet : « Cette disposition - essentiellement destinée à réduire les risques de cumul de sanctions administratives et pénales en organisant une meilleure circulation de l'information entre l'autorité boursière et le Parquet - a aussi certainement eu pour effet de restituer au Parquet la part de l'opportunité des poursuites qu'exerçait de facto l'autorité boursière lorsqu'elle pouvait apprécier... s'il y avait lieu ou pas de transmettre son rapport sur des faits dont elle était seule à avoir connaissance. »<sup>2</sup>

632. Toujours est-il qu'au niveau national, une partie de la doctrine française remet en cause le cumul des sanctions<sup>3</sup>, principalement entre des sanctions administratives et pénales. Ainsi H. de Vauplane et O. Simart proposent de procéder à un partage de compétences qui reposerait essentiellement sur la nature du trouble causé, c'est-à-dire selon qu'il porterait atteinte à l'ordre social ou à l'économie, avec la reconnaissance de la compétence du juge répressif lorsque la première hypothèse est constituée<sup>4</sup>. Nonobstant cette distinction paraît délicate à mettre en œuvre en pratique compte-tenu de la possibilité que les faits considérés puissent revêtir dans certains cas un caractère économique et social à la fois.

633. En France, le président Bézard, quant à lui, a envisagé l'instauration de tribunaux pour mettre fin à ce cumul, dont la composition serait telle celle des tribunaux paritaires des baux ruraux, c'est-à-dire avec des juges élus issus du monde professionnel et des

<sup>1</sup> Art. L621-15 CMF précité supra

<sup>2</sup> Ch. Arsouze, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », BJB, juillet 2006 n° 4, n.138, p. 399

<sup>3</sup> H.Vauplane. et J.-P. Bornet, *Droit des Marchés Financiers*, Litec, 3<sup>ème</sup> édition, n° 1073, p.960& s.

<sup>4</sup> H.Vauplane. et O. Simart, « Délits boursiers : propositions de réformes », RDBB, 1997, p.85.

magistrats de l'ordre judiciaire. L'idée de répénalisation de la répression boursière qui a déjà fait son chemin aux USA est aussi avancée, soit en désirant consacrer expressément le dessaisissement du Gendarme de la Bourse français au profit du Juge Pénal en présence d'une infraction pénale comme c'est implicitement le cas lorsque l'Autorité des Marchés Financiers se constitue partie civile à l'heure actuelle<sup>1</sup>, soit en souhaitant consacrer pleinement la compétence du Magistrat Pénal dont la sanction qui peut prendre la forme de l'emprisonnement<sup>2</sup> est la plus dissuasive. Mais ces mesures qui tendent à consacrer la prééminence de Magistrats en la défaveur de l'AMF conduisent à dénaturer le concept même de la régulation boursière.

634. A notre sens, le cumul de sanctions, doit de toutes les façons s'appliquer, et ce, pour plusieurs raisons, outre celles mentionnées supra. De manière générale, le cumul de sanctions devrait s'appliquer plus régulièrement en France car les agissements répréhensibles en matière boursière peuvent avoir des conséquences économiques et financières particulièrement graves comme on a pu le constater depuis la crise des subprimes<sup>3</sup>, bien au-delà du territoire national en raison de la globalisation grandissante de l'économie et des échanges. Ils témoignent aussi de la recherche de profits immodérés au mépris du cadre juridique établi et doivent donc être sanctionnés avec l'objectif de dissuader l'auteur des faits de recommencer et de décourager d'autres personnes d'agir pareillement.

635. Si une application de « non bis in idem » devait se faire ainsi que le souhaite une partie des auteurs, cela devrait, logiquement, être par le biais d'une interprétation téléologique, ce qui conduirait à condamner

<sup>1</sup> Y. Paclot, « Remarques sur le pouvoir de sanction administrative de la future AMF », préc.

<sup>2</sup> L'emprisonnement se trouve constitutionnellement réservé au Juge Pénal et à lui-seul : D.C. n° 89-260, 28 juillet 1989, considérant 6, J.O du 1<sup>er</sup> Août 1989, p.9676

<sup>3</sup> La crise des subprimes touche le secteur des prêts hypothécaires américains et a participé au déclenchement de la crise financière de 2007-2009

aussi le cumul entre sanction pénale et sanction disciplinaire. Or ce cumul ne surprend personne étant donné qu'une infraction qualifiable pénalement constitue une violation des principes déontologiques comme l'honneur, la dignité ou la probité, également proclamés dans le domaine disciplinaire. De plus, ces dogmes sont si importants à respecter que, d'une part leur portée s'étend au niveau international ; d'autre part le législateur les a lui-même choisis comme constituant la pierre angulaire du Droit positif en France et l'assise juridique de certaines professions à l'instar de celles de la fonction publique. Pour ces raisons, le cumul entre sanction administrative et sanctions disciplinaire ne peut pas disparaître au motif de vouloir remettre en cause la règle du cumul de sanctions actuelle. Le même raisonnement nous conduit aux mêmes considérations vis-à-vis du cumul entre sanction administrative et sanction disciplinaire.

636. En outre, sanction administrative, sanction pénale et sanction disciplinaire se complètent et permettent de réprimer au mieux les comportements litigieux. La première présente la particularité de pouvoir prendre la forme d'une sanction pécuniaire dont le montant peut-être ô combien important par rapport à l'amende prononcée en matière pénale et qui sanctionne l'atteinte causée à la transparence du marché. La fusion des autorités de régulation au sein de l'Autorité des Marchés Financiers de France a contribué à une délimitation plus claire de son champ d'application d'ailleurs. La seconde présente manifestement le caractère le plus dissuasif en raison de la possibilité du Juge Pénal de prononcer une peine d'emprisonnement pour réprimer le trouble causé à la société. La dernière sanctionne la personne qui a, par ses actes, porté atteinte aux valeurs du groupe professionnel auquel il appartient, et l'appréciation des pratiques répréhensibles en matière disciplinaire offre avantageusement la faculté d'apprécier plus librement les faits.

637. Dès lors, par souci d'une régulation optimale, il est souhaitable que le Vietnam organise explicitement le cumul de sanctions, surtout celui des sanctions pénale et administrative, qui est aussi conforme aux

principes posés par l'OICV<sup>1</sup>. Il lui appartient aussi de recourir aux sanctions administratives que sont la suspension ou la limitation de l'accès à la négociation à titre temporaire et dont le pays a eu le courage d'attribuer le pouvoir au C.E.B. Le régulateur des marchés de capitaux de France disposait d'un pouvoir semblable « lorsqu'un événement exceptionnel perturbe le fonctionnement régulier d'un marché réglementé »<sup>2</sup>. Cette prérogative a été étendue aux « circonstances exceptionnelles menaçant la stabilité du système financier » depuis la Loi de régulation bancaire et financière<sup>3</sup>. Il sera bon de s'intéresser à l'utilisation que l'AMF fera de cette attribution qu'est la restriction temporaire de la négociation des titres d'une société, laquelle fait partie des procédures de sanction d'Euronext et a certainement un effet plus dissuasif que le prononcer d'une amende.

<sup>1</sup> IOSCO, *Objectives and principles of Securities regulation*, “8.3. Comprehensive Enforcement Powers”, 2003, p.15

<sup>2</sup> Nouvel art. L421-16, I CMF conformément à la Loi de régulation bancaire et financière n°555

<sup>3</sup> Art L621-16, II CMF. Sur cette disposition à l'origine : art.2 projet de loi de régulation bancaire et financière, 10 juin 2010, n°555

## **SECTION 2. LES MODALITES D'EXERCICE DU POUVOIR DE SANCTION**

Qu'elle soit française ou vietnamienne, l'autorité régulatrice des marchés financiers est amenée à exercer une répression qui peut-être soit directe (§1), soit indirecte (§2).

### §1. La répression directe

Nous nous pencherons successivement sur la procédure de sanction (A) et sur les voies de recours contre les décisions de sanction rendues par l'AMF ou le CEB (B).

#### A. Procédure de sanction

Elle obéit à un formalisme particulier (1) sur laquelle la jurisprudence ou la doctrine peut influencer (2).

## 1. Déroulement de la procédure de sanction

638. La LSF de France décrit de façon quelque peu rudimentaire le déroulement de la procédure de sanction, mettant en exergue le rôle majeur tenu d'une part par le Collège en qualité d'initiateur, d'autre part par la Commission des sanctions quant au prononcer d'une mesure coercitive de sa compétence. Cette procédure se trouve néanmoins posée de manière claire dans le Code monétaire et financier de France ; les alinéas 1 et 2 de l'article L621-15 apparaissent comme des dispositions-clés à ce niveau<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Art. L621-15 I et II CMF :

« I. - Le collège examine le rapport d'enquête ou de contrôle établi par les services de l'Autorité des marchés financiers, ou la demande formulée par le président l'Autorité de Contrôle Prudentiel.

S'il décide l'ouverture d'une procédure de sanction, il notifie les griefs aux personnes concernées. Il transmet la notification des griefs à la commission des sanctions, qui désigne un rapporteur parmi ses membres. La commission des sanctions ne peut être saisie de faits remontant à plus de trois ans s'il n'a été fait pendant ce délai aucun acte tendant à leur recherche, à leur constatation ou à leur sanction.

En cas d'urgence, le collège peut suspendre d'activité les personnes mentionnées aux a et b du II contre lesquelles des procédures de sanction sont engagées.

Si le collège transmet au procureur de la République le rapport mentionné au premier alinéa, le collège peut décider de rendre publique la transmission.

II. - La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes :

a) Les « personnes mentionnées aux 1° à 8° et 11° à 14° du II de l'article L. 621-9, au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'Autorité des marchés financiers en vigueur, sous réserve des dispositions de l'article L. 612-39 ;

b) Les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de l'une « personnes mentionnées aux 1° à 8° et 11° à 14° du II de l'article L. 621-9 au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'Autorité des marchés financiers en vigueur, sous réserve des dispositions de l'article L. 612-39 ;

c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié ou s'est livrée à une manipulation de cours, à la diffusion d'une fausse information ou à tout autre manquement mentionné au premier alinéa du I de l'article L. 621-14, dès lors que ces actes concernent un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou pour lequel une demande d'admission aux négociations sur de tels marchés a été présentée, dans les conditions déterminées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;

d) Toute personne qui, sur le territoire français, s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié ou s'est livrée à une manipulation de cours, à la diffusion d'une fausse information ou à tout autre manquement mentionné au dernier alinéa du I de l'article L. 621-14, dès lors que ces actes concernent un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé d'un autre Etat membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou pour lequel une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée ;

e) Toute personne qui, sur le territoire français ou étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer à la diffusion d'une fausse information lors d'une opération d'offre au public de titres financiers. »

639. Ainsi, la procédure de sanction va débiter par la notification des griefs à la ou les personnes mise(s) en cause<sup>1</sup>, via l'expédition d'une lettre recommandée avec demande d'avis de réception, la remise main propre contre récépissé ou par acte d'huissier, et, concomitamment, le rapport d'enquête ou de contrôle ou bien la demande formulée par le président de l'Autorité de contrôle prudentiel y est joint. Cette notification mentionne impérativement que l'intéressé dispose d'un délai de deux mois pour adresser au président de la commission des sanctions ses observations écrites sur les griefs qui lui ont été notifiés, qu'il peut prendre connaissance et se procurer copie des autres pièces du dossier auprès de la Commission des sanctions et se faire assister ou bien représenter par tout conseil de son choix afin de pouvoir faire valoir ses droits<sup>2</sup>.

640. Le collège transmet également la notification des griefs à la Commission des sanctions. Ensuite le président de la Commission confie l'affaire soit à la formation plénière de ladite commission, soit à l'une de ses sections, ce qui implique inéluctablement un choix discrétionnaire de sa part. Il désigne également un rapporteur parmi ses membres, qui, tel le juge d'instruction, doit procéder à toutes diligences utiles et peut s'adjoindre le concours des services de l'Autorité des Marchés Financiers de France<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Art. R. 621-38 al.1 CMF

« Lorsque le collège décide de l'ouverture d'une procédure de sanction, la notification des griefs est adressée, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, remise en main propre contre récépissé ou acte d'huissier, à la personne mise en cause, accompagnée du rapport d'enquête ou de contrôle ou de la demande formulée par le président de l'Autorité de contrôle prudentiel . »

<sup>2</sup> Art. R. 621-38 al.4 CMF :

« La personne mise en cause dispose d'un délai de deux mois pour transmettre au président de la commission des sanctions ses observations écrites sur les griefs qui lui ont été notifiés. La notification des griefs mentionne ce délai et précise que la personne mise en cause peut prendre connaissance et copie des autres pièces du dossier auprès de la commission des sanctions et se faire assister ou représenter par tout conseil de son choix. »

<sup>3</sup> Art. R. 621-39, I CMF:

« Le président de la commission des sanctions attribue l'affaire soit à cette dernière soit à l'une de ses sections. Il désigne le rapporteur. Celui-ci procède à toutes diligences utiles. Il peut s'adjoindre le concours des services de l'Autorité des marchés financiers. La personne mise en cause peut être entendue à sa demande ou si le rapporteur l'estime utile. Le rapporteur peut également entendre toute personne dont l'audition lui paraît utile. Lorsqu'il estime que les griefs doivent être complétés ou que les griefs sont susceptibles d'être notifiés à une ou plusieurs personnes autres que celles mises en cause, le rapporteur saisit le collège. Le collège statue sur cette demande du rapporteur dans les conditions et formes prévues à l'article R. 621-38. Le délai prévu au troisième alinéa de l'article R. 621-38 est applicable en cas de notification complémentaire des griefs. »

641. Le caractère contradictoire de la procédure de sanction au niveau du régulateur français se révèle avec la possibilité qu'a la personne concernée d'être entendue par le rapporteur à sa demande ou si ce dernier l'estime utile. En réalité, le rapporteur a la faculté d'entendre toute personne dont l'audition lui paraît utile, et s'il considère que les griefs doivent être complétés ou qu'ils sont susceptibles d'être notifiés à une ou plusieurs autres personnes que celle(s) mise(s) en cause ; en pareilles circonstances, il saisit le Collège qui décidera et assurera la notification complémentaire de griefs, en cas d'avis favorable, aux intéressés dont les droits de la défense s'exerceront dans le même délai que lors de la notification initiale des griefs .

642. Par la suite, le rapporteur est tenu de consigner par écrit le résultat de ses diligences dans un rapport dont la communication au(x) mis en cause est assurée par envoi en lettre recommandée avec avis de réception ou par une remise en main propre contre récépissé ou acte d'huissier<sup>1</sup>.

643. Puis ce/ces dernier(s) sont destinataires d'une convocation de la commission des sanctions ou de sa section, toujours par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, par remise en main propre contre récépissé ou par acte d'huissier, dans un délai au moins égal à 30 jours francs, laquelle mentionne que la/les personnes concernées ont 15 jours francs pour faire valoir leur argumentaire relativement au rapport<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Art. R.621-39, II CMF:

«Le rapporteur consigne par écrit le résultat de ces opérations dans un rapport. Celui-ci est communiqué à la personne mise en cause par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, remise en main propre contre récépissé ou acte d'huissier. »

<sup>2</sup> Art. R.621-39, III CMF:

«La personne mise en cause est convoquée devant la commission des sanctions ou la section par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, remise en main propre contre récépissé ou acte d'huissier, dans un délai qui ne peut être inférieur à 30 jours francs. Cette lettre précise que la personne mise en cause dispose d'un délai de 15 jours francs pour faire connaître par écrit ses observations sur le rapport.

644. L'affaire est examinée lors d'une séance de la Commission des sanctions ou de sa section, laquelle est en principe publique, encore que le président de la formation saisie peut décider une interdiction partielle/totale quant à la publicité de la séance pour des considérations d'ordre public, pour prévenir toute atteinte au secret des affaires ou à tout autre secret légalement protégé<sup>1</sup>. Durant la séance, une personne, membre ou non du collège ou des services, et désignée à cette fin par le président de l'Autorité des marchés financiers, représente le collège<sup>2</sup>. Le cadre juridique applicable en France à ce représentant du Collège, qui a la faculté de présenter des observations au soutien des griefs notifiés, est davantage étoffé avec la Loi de régulation bancaire et financière. Effectivement, en plus d'examiner le rapport d'enquête ou de contrôle et de prendre part à la décision d'ouverture d'une procédure de sanction, ce personnage est également convoqué à l'audience, pour y assister sans voix délibérative, présenter des observations et proposer une sanction<sup>3</sup>.

645. Le rapporteur est chargé de présenter l'affaire et le Commissaire du Gouvernement a seulement la possibilité de formuler des observations étant donné qu'il ne dispose d'aucune voix délibérative. Le président, s'il le souhaite, fait entendre quiconque dont l'audition serait utile. La Commission des sanctions a dorénavant la possibilité d'entendre tout agent des services de l'autorité à ce stade de la procédure de sanction<sup>4</sup>. De toutes les façons, le(s) mis en cause et son conseil sont entendus en dernier lieu. Si la formation s'estime insuffisamment renseignée pour

<sup>1</sup> Art. L621-15 IV bis CMF .: La raison en est que : « Le président de la formation assure la police de la séance. » (art. R.621-40 I CMF)

<sup>2</sup> Art. R621-40, I bis CMF

<sup>3</sup> Art. L621-15 I CMF. Sur l'origine de la mesure, cf. art. 2 quater du Projet de loi de régulation bancaire et financière, 10 juin 2010, n°555

<sup>4</sup> Ibid.

pouvoir se prononcer, elle chargera le rapporteur de poursuivre ses diligences, ce qui impliquera la tenue d'une autre séance ultérieurement<sup>1</sup>.

646. Au niveau de l'AMF de France, la formation délibère sur l'affaire en la seule présence de ses membres et d'un agent des services du gendarme boursier faisant fonction de secrétaire de séance, lequel va établir le compte-rendu de la séance où il apposera sa signature, tout comme le président de la formation et le rapporteur ; ce document sera ensuite transmis aux membres de la commission et au Commissaire du Gouvernement<sup>2</sup>.

647. Quant à la décision rendue par les membres de la formation, elle contient impérativement les noms de ces derniers. Elle est portée à la connaissance du Commissaire du Gouvernement, du président de l'AMF afin qu'il en informe le Collège. Elle est notifiée également à l'Autorité de contrôle prudentiel lorsqu'elle concerne un prestataire de services d'investissement autre qu'une société de gestion<sup>3</sup>. Eventuellement, elle

<sup>1</sup> Art. R.621-40, II CMF:

«Lors de la séance, le rapporteur présente l'affaire. Le commissaire du Gouvernement peut présenter des observations au soutien des griefs notifiés. La personne mise en cause et, le cas échéant, son conseil présentent la défense de celle-ci. Le président de la formation saisie peut faire entendre toute personne dont il estime l'audition utile. Dans tous les cas, la personne mise en cause et, le cas échéant, son conseil doivent pouvoir prendre la parole en dernier. Lorsque la formation s'estime insuffisamment éclairée, elle demande au rapporteur de poursuivre ses diligences selon la procédure définie aux II et III de l'article R. 621-39. »

<sup>2</sup> Art. R.621-40 III et IV CMF:

« La formation statue en la seule présence de ses membres et d'un agent des services de l'Autorité des marchés financiers faisant office de secrétaire de séance, hors la présence du rapporteur, du représentant du collège et du commissaire du Gouvernement. »

« Le secrétaire de séance établit un compte rendu de la séance. Le compte rendu est signé par le président de la formation, le rapporteur et le secrétaire de séance puis transmis aux membres de la commission des sanctions et au commissaire du Gouvernement. »

<sup>3</sup> Art. R.621-40 V et VI CMF:

« La décision mentionne les noms des membres de la formation qui ont statué. Elle est notifiée à la personne concernée par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, remise en main propre contre récépissé ou acte d'huissier.

La décision est communiquée au commissaire du Gouvernement ainsi qu'au président de l'Autorité des marchés financiers qui en rend compte au collège.

Lorsqu'elle concerne un prestataire de services d'investissement autre qu'une société de gestion, la décision est également notifiée à l'Autorité de contrôle prudentiel. »

« La décision de sanction mentionne, le cas échéant, ceux des frais de procédure qui sont à la charge de la personne à l'encontre de laquelle une sanction a été prononcée.

La rémunération des huissiers de justice intervenant au titre de la présente section est tarifée comme prévu par les articles R. 181 à R. 184 du code de procédure pénale. »

est transmise à la Commission européenne et aux autorités compétentes des autres États membres de la Communauté européenne<sup>1</sup>.

648. Dans le cas particulier où, soit une sanction d'interdiction temporaire ou définitive d'activité, soit une mesure de suspension temporaire d'activité est prononcée à l'encontre de professionnels des marchés financiers, le président de l'Autorité des marchés financiers française, après avoir sollicité l'avis de la personne morale sanctionnée, désigne une autre de ces personnes avec l'accord de cette dernière, pour exercer l'activité en cause pour une durée déterminée<sup>2</sup>.

649. Enfin, la publicité de la décision de la Commission des sanctions, au caractère optionnel jusqu'alors, est devenue par principe obligatoire grâce à la Loi de Régulation Bancaire et Financière, puisque ladite entité va dorénavant procéder à cette publicité dans les publications, journaux ou autres supports de son choix, dans un format proportionné à la faute commise et à la sanction infligée, à moins qu'elle estime que la publication risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause<sup>3</sup>. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées<sup>4</sup>. Ces frais sont à payer à l'Autorité des Marchés Financiers et les sanctions pécuniaires sont à régler au Trésor Public, à défaut de fonds de garantie auquel la personne

<sup>1</sup> Art. R. 621-42 CMF:

« L'Autorité des marchés financiers informe, le cas échéant, la Commission européenne et les autorités compétentes des autres États membres de la Communauté européenne des décisions qu'elle prend en application de la présente section. »

<sup>2</sup> Art. R. 621-41 CMF:

« Lorsqu'une sanction d'interdiction temporaire ou définitive d'activité ou une mesure de suspension temporaire d'activité est prononcée à l'encontre de l'une des personnes morales mentionnées au II de l'article L. 621-9, le président de l'Autorité des marchés financiers, après avoir sollicité l'avis de la personne morale sanctionnée, désigne une autre de ces personnes avec l'accord de cette dernière, pour exercer l'activité en cause. La mission de la personne ainsi désignée expire soit à la fin de la période d'interdiction ou de suspension, soit lorsqu'il n'existe plus aucune position ouverte pour le compte d'un des clients. »

<sup>3</sup> Art. L621-15 V CMF. Sur la rédaction originelle de la disposition : art. 2 quater du Projet de loi de régulation bancaire et financière, préc.

<sup>4</sup> Art. L. 621-15 V CMF.

condamnée est affilié. Cette nouvelle mesure relative à la publication peut s'assimiler à une sanction en raison de l'opprobre qu'elle est susceptible d'amener sur l'auteur d'une mauvaise pratique, et pourrait, de ce fait, avoir l'effet dissuasif et préventif escompté sur les marchés financiers régulés par l'AMF.

650. Au Vietnam, la procédure de sanction est tout à fait différente et assez sommaire. Tout d'abord, les autorités compétentes pour prononcer des sanctions sont multiples<sup>1</sup>. Il s'agit d'une part du Directeur de l'Inspection Boursière, qui peut infliger un avertissement ou une amende d'un montant maximal de 70 millions VND , d'autre part du Président du Comité d'Etat de la Bourse , lequel peut également prononcer un avertissement, imposer une amende du même montant que celle donnée par le Directeur de l'Inspection Boursière .

651. En outre, la compétence de ce dernier est consacrée pour infliger une amende représentant 1 à 5% de la somme levée illégalement à l'émetteur ou à son directeur ou à son directeur général , à son chef comptable ou à la personne assimilée, au garant à la personne ayant conseillé sur l'émission, à la société d'audit qui a fourni l'approbation, au signataire du rapport d'audit ou à la personne morale qui a certifié le dossier de candidature pour l'enregistrement de l'offre au public d'instruments financiers alors qu'il contenait de fausses informations , lesquelles ont provoqué des pertes aux investisseurs<sup>2</sup>.

652. Elle est aussi reconnue pour sanctionner l'émetteur au Vietnam qui a fait une offre au public d'instruments financiers sans avoir obtenu au préalable un certificat d'enregistrement pour une telle offre ; dans ce cas, l'amende représente une à cinq fois la somme collectée illégalement<sup>3</sup>. Elle est du même montant lorsqu'elle est infligée à une

<sup>1</sup> Art.35 Décret 36

<sup>2</sup> Art.35 et 9.3 Décret 36

<sup>3</sup> Art.35 et 9.4 Décret 36

personne qui a organisé un marché de transactions boursières en dehors du cadre légal préexistant<sup>1</sup>. Enfin, le Président de l'autorité de régulation boursière vietnamienne est le seul à pouvoir infliger des peines complémentaires.

653. Par ailleurs, la délégation du pouvoir de sanctionner est prévue en droit des marchés financiers vietnamien. En effet, le Directeur de l'Inspection Boursière et le Président du Comité d'Etat de la Bourse ont chacun la possibilité de déléguer par écrit leur compétence en ce domaine à leur adjoint conformément au formalisme imposé par l'art.11 de l'ordonnance sur le traitement des violations administratives et de l'art.134 de son décret d'application<sup>2</sup>.

654. Lorsqu'une personne compétente pour traiter une violation administrative dans le domaine des transactions en bourse et des autres activités de marché au Vietnam, détecte une telle violation, elle est tenue d'en ordonner immédiatement la cessation, et après avoir pris un tel ordre, elle doit préparer un procès-verbal mais aussi infliger une amende ; dans le cas où la violation dépasse sa compétence, elle doit transférer le dossier à la personne habilitée selon les formalités prescrites au décret 81 du 22 juin 2005<sup>3</sup>.

655. Le procès-verbal relatif à la violation administrative doit détailler chaque violation administrative, excepté dans le cas où un avertissement sera la peine infligée, et lorsque l'affaire est transférée au juge pénal vietnamien. Ce document doit être établi en 2 exemplaires selon le formalisme prescrit, sur lesquels les signataires sont multiples. Leur auteur, mais aussi la personne mise en cause ou son représentant s'il s'agit d'une entité, apposent leurs signatures, ainsi que, le cas échéant et

---

<sup>1</sup> Art.35 et 14.2 Décret 36 -art.33.3 Loi 70

<sup>2</sup> Art.36 Décret 36

<sup>3</sup> Art.38.1 Décret 36

s'il en existe, les témoins présents et les personnes ayant subi des pertes/le représentant de ces victimes si ce sont de personnes morales. En présence d'exemplaires comprenant plus d'une page, chaque page est impérativement signée par les personnes susmentionnées. Dans l'hypothèse où l'une d'elles refuse de signer le procès-verbal, son auteur est tenu de consigner le fait dans ledit document<sup>1</sup>.

656. Une fois le procès-verbal vietnamien rédigé, un exemplaire doit être remis au mis en cause, et si l'auteur n'est pas compétent pour traiter de la violation, il doit transmettre l'exemplaire original, les informations pertinentes et le dossier à l'autorité compétente dans le délai de 3 jours à compter de la date de préparation des minutes<sup>2</sup>.

657. Quant aux décisions de sanction, elles sont, au niveau du Vietnam, également encadrées par des règles de procédure<sup>3</sup>. D'un point de vue formel, une telle décision doit être établie en 5 exemplaires en cas d'avertissement et en 6 exemplaires en cas d'infliction d'une amende. Elle est rendue dans le délai de 10 jours ouvrés à compter de la date d'établissement du procès-verbal, hormis en présence d'une affaire complexe pour laquelle le délai peut être prorogé deux fois mais sans excéder 30 jours à chaque fois. La demande de prorogation du délai une deuxième fois implique alors une demande notifiée par écrit au supérieur hiérarchique, l'accord de ce dernier. A l'expiration de ce délai prorogé deux fois, la personne compétente n'aura plus le droit de prononcer la décision de sanction mais celui de prendre des mesures pour remédier aux conséquences de la violation.

<sup>1</sup> Art.38.2 et 38.3 Décret 36

<sup>2</sup> Art.38.4 Décret 36

<sup>3</sup> Art. 39.1 et art.39.2 Décret 36

658. De plus, l'art. 39.3 du décret 36 pose le principe de personnalité des peines et le principe de proportionnalité de la sanction applicables en droit des marchés financiers du Vietnam<sup>1</sup>, ainsi que l'obligation de transférer l'affaire à l'instance supérieure dans le cas où la personne qui devrait la traiter se rend compte que celle-ci dépasse ses compétences. Si plusieurs personnes sont habilitées à traiter d'une violation administrative, c'est la personne qui a accepté en premier l'affaire qui prononcera la décision de sanction<sup>2</sup>.

659. Une décision de sanction prend effet à compter de la date de sa signature, à moins que le contenu de cette décision en stipule autrement. Elle est obligatoirement adressée à la personne condamnée et au Trésor Public vietnamien, le « Trésor d'Etat »<sup>3</sup>. Si la personne punie n'exécute pas de son gré la décision de sanction, une méthode d'exécution forcée est réalisée, soit une saisie-attribution, soit une autre méthode d'exécution forcée ; l'autorité sanctionnatrice prend une décision d'exécution forcée et organise la mise en œuvre de cette-dernière. Les corps d'Etat, la Police et les comités populaires sont alors tenus d'apporter leur coopération si nécessaire, et le coupable supporte les frais liés à l'exécution forcée<sup>4</sup>.

660. Il est bon de noter qu'au Vietnam les décisions de sanction qui contiennent une ou plusieurs peines complémentaires doivent appliquer des règles de procédure supplémentaires. Ainsi une de ces décisions prise par Président du Comité d'Etat de la Bourse pour retirer temporairement ou définitivement la licence d'exploitation ou la licence

<sup>1</sup> La nécessité de prendre en compte les circonstances atténuantes et les circonstances aggravantes réitérée à l'art.40.2 du Décret 36 pour moduler le montant des amendes est d'ailleurs une application de ces principes.

<sup>2</sup> Art. 39.4 Décret 36

<sup>3</sup> Art.39.5, art.39.6 et - art.40.1 Décret 36

<sup>4</sup> Art. 44 Décret 36

d'activité à un prestataire en service d'investissement doit indiquer les caractéristiques de la licence concernée et la période de suspension<sup>1</sup>.

661. Toujours du côté du Vietnam, dans le cas où la peine complémentaire est la confiscation des instruments financiers utilisés pour commettre une violation ainsi que de l'entier revenu gagné à partir de ce manquement, l'auteur de la sanction est alors tenu d'établir le procès-verbal de confiscation selon les formalités requises, lequel est signé par son auteur, par la personne sanctionnée ou son représentant légal si elle est une personne morale, et par le/les témoins<sup>2</sup>. Enfin, lorsque la décision de sanction prévoit la suspension d'opérations ou l'annulation de l'émission, elle contient impérativement les détails sur la mise en œuvre d'une telle peine et respecte le formalisme légal<sup>3</sup>.

## 2. Influence de la jurisprudence ou de la doctrine sur la procédure

662. Au niveau national, la procédure de sanction du régulateur des marchés financiers a connu de profondes transformations impulsées par respect de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'Homme, et plus particulièrement de l'exigence que celui-ci pose en matière d'impartialité objective dite également « fonctionnelle ». Indéniablement, c'est la jurisprudence qui a permis cette évolution de la notion d'impartialité<sup>4</sup>, et les mutations textuelles qui en découlent se sont déroulées progressivement.

663. De prime abord, il est nécessaire de remarquer que l'impartialité objective se distingue de l'impartialité subjective en ce que la première

<sup>1</sup> Art.41 Décret 36

<sup>2</sup> Art.42 Décret 36

<sup>3</sup> Art.43 Décret 36 - art.22 Loi sur les Instruments Financiers en ce qui concerne la suspension d'opérations - art.23 Loi sur les Instruments Financiers pour l'annulation de l'émission

<sup>4</sup> L'influence de la Convention européenne s'étend de plus en plus à tous les stades de la procédure civile, fort heureusement et nécessairement, v. par exemple, en ce qui concerne les expertises judiciaires, André Jacquin, "L'impartialité objective de l'expert judiciaire et sa récusation", La Gazette du Palais, 1er février 2003, p. 3-8

« ramène à l'organisation de la jurisprudence et impose l'existence de garanties suffisantes pour exclure tout doute légitime sur l'impartialité de celle-ci », tandis que la seconde « interdit au juge de manifester tout parti pris ou préjugé »<sup>1</sup>.

664. C'est l'exigence d'impartialité objective garantie par le Gendarme Boursier qui a influé fondamentalement sur sa procédure de sanction et même sur son organisation, en conduisant à une distinction plus claire entre ses fonctions de poursuite, d'instruction et de sanction. Ainsi, le décret no 90-263 du 23 mars 1990, dans sa version initiale, affirmait que la Commission ouvrait la procédure de sanction, que le président de la COB notifiât les griefs<sup>2</sup>, désignait le rapporteur de l'affaire lors de la séance intermédiaire afin que celui-ci instruisse le dossier. Or, ce dernier présentait l'affaire et participait aussi au délibéré<sup>3</sup>, ce qui l'amenait ainsi à exercer à la fois les fonctions d'instruction, de poursuite et de

---

<sup>1</sup> J-P Bornet & H. de Vauplane, Droit des marchés financiers, Litec, 2001, 3e édition

<sup>2</sup> Art. 2. Décret no 90-263 du 23 mars 1990 relatif à la procédure d'injonctions et de sanctions administratives prononcées par la Commission des opérations de bourse et aux recours contre les décisions de cette commission qui relèvent de la compétence du juge judiciaire :

« Pour l'application des dispositions de l'article 9-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 susvisée, le président de la Commission des opérations de bourse fait parvenir à la personne intéressée, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception ou remise contre récépissé, un document énonçant les griefs retenus; il invite la personne intéressée à faire parvenir ses observations écrites dans un délai qui ne peut être inférieur à dix jours. L'intéressé est également informé, dans les formes prévues à l'alinéa précédent, qu'il peut se faire assister par toute personne de son choix et prendre connaissance et copie des pièces du dossier. »

<sup>3</sup> Art. 3. Décret préc.

« Au vu des observations produites, la commission peut décider qu'il n'y a pas lieu de poursuivre la procédure. Elle en informe la personne intéressée.

Dans le cas contraire, le président désigne pour chaque affaire un rapporteur parmi les membres de la commission. Le rapporteur, avec le concours des services administratifs de la commission, procède à toutes diligences utiles. »

Art. 4. Décret préc

« La personne poursuivie est invitée, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception ou remise contre récépissé, dix jours au moins avant la date prévue, à assister à la séance au cours de laquelle la commission se prononcera sur les faits relevés à son encontre. »

Art. 5 Décret préc.

« Lors de la séance, le rapporteur présente l'affaire.

Le président peut faire entendre par la commission toutes personnes dont il estime l'audition utile. La personne poursuivie et, le cas échéant, son conseil présentent la défense et, dans tous les cas, doivent pouvoir prendre la parole en dernier.

La décision est prise en la seule présence du président, des membres et du secrétaire de la commission. Le procès-verbal est signé du président, du rapporteur et du secrétaire.

La décision est notifiée par lettre recommandée avec demande d'avis de réception aux personnes qui ont fait l'objet des poursuites. »

jugement et levait un doute sérieux sur l'impartialité objective de la COB en matière de sanction.

665. En 1997, la Cour d'appel de Paris rendit un arrêt Oury qui eut un effet retentissant en matière d'impartialité et dont la Cour a été amenée à se prononcer suite à la condamnation pécuniaire de M. J.M. Oury par la COB le 12 décembre 1996 en raison de ses manquements commis en matière d'information<sup>1</sup>.

666. En effet elle fit le constat suivant : "(...) le collège de la commission a successivement décidé la mise en accusation de M. Oury sur des faits qu'il a constatés et des chefs d'infraction qu'il a déterminés, puis, au vu de ses moyens de défense, décidé, sans lui en faire connaître les motifs, la poursuite de la procédure à son encontre, enfin, après avoir notamment entendu, en séance, le rapport d'instruction établi par l'un de ses membres dont le texte n'a pu être préalablement discuté, constaté la culpabilité de l'intéressé et l'a sanctionné ; que, même si elle a été conduite en conformité aux dispositions réglementaires qui en fixent les modalités et si M. Oury, ayant eu accès au dossier de l'enquête administrative et étant assisté d'un avocat, a pu exprimer ses moyens de défense par écrit et oralement, cette procédure, confondant dans le même organe de décision les fonctions de poursuite, d'instruction et constatation de la culpabilité, sans faire connaître la raison du maintien des poursuites ni prévoir de débat contradictoire écrit sur le rapport d'instruction établi par l'un de ses membres ayant ensuite pris part au délibéré, ajouté au fait que, lors de la même séance, à partir de deux dossiers contenant au total plus de 3000 cotes, 23 décisions ont été

<sup>1</sup> Pour un aperçu synthétique de cet arrêt Oury, v. M. Germain et M.-A. Frison-Roche, « Droit des opérations sur capital », RDBB n°71, janvier-février 1999, p.31. Pour une vision plus développée quant à l'impact de cette décision, v. revue précitée, p.119, obs. M. Germain.

Il convient de souligner que la Cour de cassation avait déjà reconnu que les prescriptions de l'article 6 de la Convention s'appliquent aux sanctions pécuniaires prévues par l'article 9-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 : v. Cass.com, 9 avril 1996, Haddad (R.) c/ Agent judiciaire du Trésor (affaire Métrologie Internationale) : RDBB, 1996, p.177, obs. M. Germain et M.-A Frison-Roche.

prises, a pu donner l'impression que la sanction prononcée à l'encontre de M. Oury n'avait pas été décidée dans les conditions d'impartialité, selon une procédure équitable ménageant les droits de la personne poursuivie, satisfaisant tout à la fois aux exigences de l'article 6 § 1er de la Convention des Droits de l'Homme et à celles du principe fondamental du respect des droits de la défense..." plus précisément, la juridiction déclarait que l'atteinte au principe d'impartialité était constituée étant donné que le rapporteur avait participé au délibéré. Elle a donc débouté M. Oury de sa demande.

667. Il s'en est suivi en droit français, presque naturellement, du moins logiquement, une modification des art. 1 à 5 du décret du 23 mars 1990<sup>1</sup> par le décret du 31 juillet 1997 en vue d'assurer une transparence renforcée de la procédure de sanction devant l'autorité de régulation boursière<sup>2</sup>. Le rapporteur s'est vu désigné dès la décision de la Commission des Opérations de Bourse d'ouvrir une telle procédure<sup>3</sup>, il était tenu de rédiger un rapport écrit<sup>4</sup> et de le communiquer aux personnes mises en cause avant la séance finale<sup>5</sup> pour renforcer le caractère contradictoire de ladite procédure. Cependant, le rapporteur,

<sup>1</sup> Décret n°97-774 du 31 juillet 1997, JORF 3 août 1997

<sup>2</sup> COB, Communiqué du 31 juillet 1997, Bull. mens. COB , n°315, juillet-août 1997, p.5

<sup>3</sup> Article 2 al.1 no 90-263 du 23 mars 1990, modifié par Décret n°97-774 du 31 juillet 1997 :  
« Dès que la Commission des opérations de bourse décide d'engager la procédure prévue à l'article 9-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 susvisée relatif aux sanctions, son président fait parvenir à la personne mise en cause le rapport de l'enquête menée par les services de la commission. »

Art. 3 al.1 décret préc. :

« Dès que la décision mentionnée au premier alinéa de l'article 2 est prise, le président de la commission désigne un rapporteur au sein de celle-ci. »

<sup>4</sup> Art.3 al.2 et 3 décret préc. :

« Le rapporteur procède, avec le concours des services de la commission, à toutes diligences utiles. La personne mise en cause est entendue à sa demande ou si le rapporteur l'estime nécessaire. Le rapporteur peut également entendre toute personne dont la personne mise en cause estime l'audition utile. Le rapporteur consigne par écrit le résultat de ces opérations ».

<sup>5</sup> Art.4 décret préc. :

« La personne mise en cause est invitée, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception ou remise contre récépissé, dix jours au moins avant la date prévue, à assister à la séance au cours de laquelle la commission se prononcera sur les faits relevés à son encontre. Le rapport mentionné à l'article 3, analysant les faits et la procédure, est joint à cette convocation. »

toujours désigné parmi les membres du collège, a continué de participer au délibéré avec voix délibérative<sup>1</sup>, ce qui était non-conforme aux prescriptions de l'art.6 de la Convention européenne<sup>2</sup>.

668. C'est en 1999 qu'un grand pas a été franchi en droit des marchés financiers français sur le chemin vers l'impartialité renforcée, avec l'arrêt rendu par la Cour de Cassation en assemblée plénière en date du 5 février 1999<sup>3</sup>. L'autorité de régulation boursière a introduit un pourvoi en cassation après que la Cour d'appel de Paris a annulé sa décision condamnant M.Oury<sup>4</sup>, et la Chambre commerciale de la Cour suprême a demandé le renvoi de l'affaire en assemblée plénière.

669. Pour motiver sa décision de rejet, la Cour de Cassation de France s'est focalisée sur la présence du rapporteur ; elle déclare que « l'arrêt relève que l'un des membres de la Commission, nommé rapporteur, a été chargé de procéder à une instruction sur les faits avec le concours des services administratifs et à toutes investigations utiles ; que c'est, dès lors, à bon droit que la cour d'appel a décidé qu'il ne pouvait pas participer au délibéré et par ce seul motif, a justifié sa décision . »

<sup>1</sup> Article 5 décr. préc.

« Lors de la séance, le rapporteur présente l'affaire.

Le président peut faire entendre par la commission toutes personnes dont il estime l'audition utile.

La personne mise en cause et, le cas échéant, son conseil présentent la défense et, dans tous les cas, doivent pouvoir prendre la parole en dernier.

La décision est prise en la seule présence du président, des membres et du secrétaire de la commission. Le procès-verbal est signé du président, du rapporteur et du secrétaire.

La décision est notifiée par lettre recommandée avec demande d'avis de réception aux personnes mises en cause. »

<sup>2</sup> M.-A. Frison-Roche, M. Germain, J.C Marin et C. Pénichon, RDBF, janv.-févr. 2000, p.32

<sup>3</sup> Ass. Plén., 5 févr. 1999, Oury c/ Agent judiciaire du Trésor (dite « affaire Compagnie immobilière Phénix »), Bulletin 1999 A. P. n° 1 p. 1 - M. Germain et M.-A. Frison-Roche, « Droit des opérations sur capital », RDBB n°71, janvier-février 1999, p.31 - Gaz. Pal., févr. 1999, n° 56, p. 8, n. M-A. Lafortune, J-M. Degueldre, L. Gramblat et M. Herbière - Revue de jurisprudence de droit des affaires Francis Lefebvre, 1999, n° 3, p. 203, n. A. Couret - JCP, mars 1999, n° 13, p. 636, n. H. Matsopoulou - JCP. E, juin 1999, n° 22, p. 957, n. E. Garaud - JCP, sept. 2000, n° 36 p. 1595, n. V. Magnier - Pour un appréciation critique et pertinente sur l'entière portée de cette décision, v. Ch. Arsouze, *Procédures boursières (sanctions et contentieux des sanctions)*, éd. Joly, éd. Lextenso, 2008, 729 p., p. 320 & s. - E. Leser, « Une institution fragilisée par la remise en cause de ses procédures », Le Monde, 4-5 juin 2000, p.14

<sup>4</sup> Cour d'appel de Paris, 7 mai 1997, préc.

670. Consécutivement à cet arrêt, la Commission des opérations de Bourse a, dès le jour même, fait savoir qu'elle prenait bonne note de la solution qu'il délivrait<sup>1</sup> et elle a modifié son règlement intérieur, en précisant que « ni le président, ni aucun membre de la Commission ne peut délibérer dans une affaire dans laquelle il a exercé les fonctions de rapporteur »<sup>2</sup>.

671. Si l'arrêt Oury de 1999 a permis une belle avancée en matière d'impartialité objective, c'est avec la jurisprudence Société KPMG-Fiduciaire de France, qu'un grand bond en avant en matière de régulation boursière a été accompli afin que le droit des marchés financiers français se conforme davantage aux exigences des garanties fondamentales européennes<sup>3</sup>.

672. Le 18 juin 1999, la Commission des opérations de bourse prononce à l'encontre de la société KPMG une sanction pécuniaire de 500.000 francs pour manquement à l'obligation d'information du public et le 29 juillet 1999, la société KPMG forme un recours à l'encontre de cette décision. D'abord, la Cour d'appel a reconnu que le Gendarme de la Bourse peut cumuler des fonctions d'instruction, de poursuite et de jugement : « Considérant que s'il est vrai que même lorsqu'elle est saisie d'agissements pouvant donner lieu aux sanctions susvisées, la COB n'est pas tenue de satisfaire, sous tous leurs aspects, aux prescriptions de forme du paragraphe premier de l'article 6 de la Convention dès lors que ses décisions subissent a posteriori, sur les points de fait, les questions de droit, ainsi que sur la proportionnalité de la sanction prononcée avec la gravité de la faute commise, le contrôle effectif d'un organe judiciaire

<sup>1</sup> COB, Communiqué du 5 février 1999, Bull. mensuel COB, n°332, février 1999, p.31

<sup>2</sup> COB, Règlement intérieur, art.9 nouveau ; COB, Communiqué du 15 juin 1999, D. Aff. 1999, p.317

<sup>3</sup> Paris, 1<sup>re</sup> ch., section H, 7 mars 2000, Société KPMG-Fiduciaire de France c/ Agent judiciaire du trésor (dite « affaire Dapta Mallinjoud »), Bull. mens. COB, N°344, mars 2000, p.12, obs. M.Prada ; Bull. mens. COB, n°347, p.122 ; M.-A. Frison-Roche, M. Germain, J.C Marin et C. Pénichon, RDBF, janv.-févr. 2000, p.32.

offrant toutes les garanties d'un tribunal au sens du texte précité, le moyen tiré de ce que la Commission se serait prononcée dans des conditions qui ne respecteraient pas l'exigence d'impartialité peut, en revanche, être utilement invoqué à l'appui du recours formé à l'encontre de sa décision ; Considérant, à cet égard, que le cumul au sein de cette autorité administrative des fonctions de poursuite, d'instruction et de jugement, critiquée par la requérante, n'est pas, par elle-même, contraire à l'exigence ci-dessus rappelée...»

673. Mais surtout, la juridiction de Paris s'est prononcée, pour la première fois, sur les « modalités concrètes de mise en œuvre » de ces fonctions lors de la procédure de sanction par rapport au cas d'espèce , en relevant que : « (...) le collège de la Commission a, successivement, dans les conditions ci-dessus mentionnées, décidé la mise en accusation de la société KPMG sur des faits qu'il a constatés, formulé les griefs visant la personne poursuivie, statué sur sa culpabilité et sanctionné cette dernière ; (...)l'exigence d'impartialité doit s'apprécier objectivement; (...) il résulte des constatations qui précèdent que les craintes de la société KPMG quant à l'impartialité de la Commission des opérations de bourse doivent être regardées comme objectivement justifiées ... »

674. L'arrêt KPMG a porté ses fruits au niveau du droit boursier français puisque deux décrets en date du 1<sup>er</sup> août 2000<sup>1</sup> ont modifié la procédure prévue par le décret du 23 mars 1990 en séparant rigoureusement les fonctions de poursuite, d'instruction et de décision. Le premier, le décret n°2000-720 a opéré un transfert au profit du Président du Collège de la Commission des pouvoirs du Président en ce qui concerne la procédure de sanctions.

<sup>1</sup> Décret no 2000-721 du 1er août 2000 modifiant les dispositions du décret no 90-263 du 23 mars 1990 relatives à la procédure de sanctions administratives prononcées par la Commission des opérations de bourse, JORF n°177 du 2 août 2000

675. Quant au second décret, lequel porte le numéro 2000-721, celui-ci procède à une détermination bien plus stricte des rôles de chaque personne ou organe qui intervient dans la procédure répressive, de telle sorte que plus aucun d'entre eux ne puisse avoir à intervenir aux phases préparatoires de la décision et à statuer sur le fond de l'affaire à la fois, en particulier en transférant les pouvoirs du Président du Collège au Directeur général en matière d'enquêtes, en raison du remplacement des articles 2 à 5 du décret du 23 mars 1990 par les articles 2 à 9 du décret 2000-721.

Ainsi, le Directeur général de la Commission des opérations de bourse de France décidait de l'ouverture de l'enquête et en surveillait le déroulement. Dans les cas où les faits relevés par les enquêteurs pouvaient être de nature à caractériser des manquements aux règlements de la Commission, le Directeur Général demandait au Président de désigner un rapporteur parmi les membres de la commission. Le rapporteur notifiait, s'il y a lieu, les griefs au mis en cause, procédait à toutes diligences utiles et rédigeait un rapport qu'il communiquait à l'auteur des pratiques éventuellement répréhensibles avec la lettre de convocation à la séance de la COB. Lors de la séance de la Commission, le rapporteur présentait l'affaire, la personne mise en cause et son conseil étaient entendus. Puis la décision était prise en la seule présence du Président, des membres autres que le rapporteur et du Secrétaire de l'Autorité de régulation boursière de France. La décision de la Commission, signée par le Président et le Secrétaire, était notifiée à la personne mise en cause par lettre recommandée avec demande d'avis de réception.

676. Au final, la dernière réforme au niveau de la procédure de sanction du Gendarme des marchés financiers de France résulte de la Loi de Sécurité Financière du 1<sup>er</sup> août 2003 et du décret du 21 novembre 2003<sup>1</sup>, lesquels ont repris la procédure qui avait été notablement transformée par le décret n°2000- 721 du 1<sup>er</sup> août 2000 tout en innovant fondamentalement avec la création de la Commission des sanctions au sein de l'AMF, seule apte désormais à prononcer les sanctions, ce qui amène certains à la considérer comme une juridiction spécialisée<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Article R621-1 CMF :

« I. - Le collège se réunit sur convocation de son président ou à la demande de la moitié de ses membres. En cas d'absence, le président confie à l'un des autres membres du collège le soin de présider la séance. Le collège ne peut délibérer que si la moitié au moins de ses membres est présente. Lorsque, en application de l'article L. 621-4, un membre ne prend pas part à une délibération, il est réputé présent au titre du quorum. Un membre peut donner pouvoir à un autre membre de voter en son nom lors d'une séance à laquelle il ne peut assister. Chaque membre ne peut disposer que d'un seul pouvoir.

II. - Un agent des services de l'Autorité des marchés financiers, faisant office de secrétaire de séance, établit un procès-verbal des délibérations du collège. Mention y est faite des noms des membres présents, des membres ayant donné pouvoir, des membres ayant reçu pouvoir et des membres n'ayant pas pris part aux délibérations en application de l'article L. 621-4. Le procès-verbal est soumis à l'approbation du collège. Une fois approuvé, ce procès-verbal est signé par le président de séance et copie en est tenue à la disposition de chacun des membres du collège et du commissaire du Gouvernement.

III. - Tout membre du collège qui, hors le cas de force majeure constaté par le président, n'a pas assisté à trois séances consécutives du collège en est réputé démissionnaire d'office. Le président de l'Autorité des marchés financiers en informe le ministre chargé de l'économie. »

<sup>2</sup> N.Decoopman, « La mise en place de l'Autorité des marchés financiers –Décret n°2003-1109 du 21 novembre 2003 », JCP E, n°4, janv. 2004, p.97 ; également in JCP G, n°1-2, janv.2004, p.2

677. Du côté vietnamien, l'effort de clarté en matière de procédure de sanction est palpable à la lecture des différents textes en vigueur. La doctrine a beaucoup réfléchi sur cette procédure que devait mettre en œuvre le Comité d'Etat de la Bourse ; son influence est perceptible sur le droit des marchés de capitaux en ce qui concerne les sanctions de manière plus générale, et elle doit davantage contribuer à son évolution<sup>1</sup>. En effet, si la procédure actuelle de sanction dénote la volonté de prononcer une sanction rapidement dès lors qu'un agissement illicite a été commis, elle doit être améliorée afin de garantir l'impartialité, et donc la qualité et l'incontestabilité de la décision de sanction rendue. En premier lieu, il est primordial que les fonctions de poursuite, d'instruction et de jugement soient séparées, ce qui implique la pluralité des intervenants qui ne pourront intervenir qu'à un seul de ces stades de ladite procédure.

<sup>1</sup> Voir par exemple :

- Phan Minh Tuan, « Thi trung giao dich Chun Khoan chua niem yet » [Opérations sur le marché des instruments financiers non-cotés], Chung khoan Viet Nam, n°10 /2004, p. 3-5
- Huy Nam, « Cac yeu cau nen tang cho mot so giao dich Chung khoan hien dai »[Conditions nécessaires pour des transactions boursières modernes], Chung khoan Viet Nam , 2005, p.50-54
- Hoang Dung, « Gop ban ve giai phap han che giao dich tieu cuc tren thi trung chung khoan »[ Solutions pour limiter les effets négatifs quant aux négociations en bourse], Chung khoan Viet Nam, n° 1+2 , 2005, p. 23-24
- « Trung tam giao dich Chung khoan voi su phat trien cua thi trung Chung khoan Viet Nam» [Centre des transactions boursières et développement de la Bourse du Vietnam], Chung khoan Viet Nam, 2006, n°1+2, p. 54-57
- Nguyen Thi Linh Hoa « Giam sat hoat dong giao dich Chung khoan » [Surveillance des activités boursières], Chung khoan Viet Nam, n° 3/ 2007, p.10-11
- Van Linh, «Cac yeu cau nen tang cho mot so giao dich Chung khoan Viet Nam hien dai» [Quel modèle pour les opérations de bourse au Vietnam ?], Chung khoan Viet Nam, 2006, n° 5
- Phan Le, TC Thuong Mai, « Doi dieu ve giao dich Chung khoan » [Transactions en bourse], Chung khoan Viet Nam, n° 17 /2007, p.8-9
- Nguyen Thị Mui, « Kich cau thi trung chung khoan - can co cach nhin toan dien hon » [Amélioration de la Bourse - besoin d'une étude plus complète], Chung khoan Viet Nam, n 3/ 2008, p. 6-9
- Vu Thi Kim Lien, « Phat trien hang hoa cho thi trung chung khoan - ket qua dat duoc va mot so giai phap phat trien » [Développement de produits financiers pour le marché boursier – résultats obtenus et solutions de développement], Chung khoan Viet Nam, n 11/ 2007, p. 13-15
- Duong Thi Phuong, « Giam sat thi trung chung khoan Hong Kong: giam sat hoat dong cua cac dinh che trung gian thi trung va xu ly vi pham giao dich » [Surveillance de la Bourse de Hong Kong : surveillance des professionnels de marché et traitement des manquements], Chung khoan Viet Nam, n°11, 2008, p.79-83
- Nguyen Minh Phong , « Phat hanh co phieu doanh nghiep tren thi trung chung khoan: mot vai nhin nhan va cac giai phap nang cao hieu qua trong boi canh hien nay » [Émission d'instruments financiers: des solutions et des perspectives pour davantage d'efficacité dans le contexte actuel] , Chung khoan Viet Nam , n°11/ 2008, p. 46-49

678. Dès lors, il serait bon de procéder d'abord à une séparation fonctionnelle qui reposerait notamment sur la désignation d'un rapporteur chargé d'instruire une procédure contradictoire de sanction, et d'un Commissaire du Gouvernement qui ferait part uniquement de ses observations au moment de décider de l'ouverture d'une procédure de sanction ainsi qu'avant qu'il ne soit statué sur la sanction. Celle-ci serait décidée par plusieurs autres personnes, parmi lesquelles ne figurerait pas le Président du Gendarme de la Bourse vietnamienne, lequel doit décider de l'ouverture des enquêtes et des contrôles et tenir un rôle général de supervision en suivant leur bon déroulement. Dans le même temps, les textes en vigueur à l'heure actuelle doivent s'enrichir de dispositions permettant explicitement et de manière détaillée à la personne mise en cause d'exercer les droits de la défense.

679. Ensuite, il serait judicieux de passer d'une séparation fonctionnelle à une séparation structurelle en créant au sein du Comité d'Etat de la Bourse un Collège qui va décider de l'ouverture de la procédure de sanction, et une Commission des sanctions, laquelle sera chargée de l'instruction et du prononcer d'une décision de sanction, afin d'éviter les « ennuis » passés qu'a connu l'autorité de régulation boursière française pour irrespect de la Convention européenne des Droits de l'Homme, d'autant plus que les mêmes droits que ceux contenus dans ce texte européen se trouvent consacrés par d'autres textes internationaux tel le Pacte International relatif aux Droits Civils et Politiques. Cela paraît nécessaire pour que la Bourse du Vietnam puisse briller sur la scène européenne, et au-delà. L'évolution de la Bourse du Vietnam en Bourse développée et compétitive, à la hauteur des Bourses mondiales les plus renommées, passe par une réforme profonde de la procédure de sanction.

D'autre part, la possibilité d'introduire un recours contre les décisions de sanction de l'Autorité des Marchés Financiers ou le Comité d'Etat de la Bourse nous amène à penser que ces institutions apparaissent comme des quasi-juridictions (B).

## B. Voies de recours contre les décisions de sanctions

680. En matière boursière, les recours contre les décisions individuelles en France ont connu des changements notables en raison de la modification des dispositions textuelles qui leur sont relatives, jusqu'à l'adoption de la Loi de sécurité financière, ce qui n'est pas le cas des recours contre les décisions de portée générale, lesquels ont été et sont toujours de la compétence du Conseil d'Etat en premier et dernier ressort, la compétence du Juge administratif suprême étant reconnue comme naturelle<sup>1</sup>.

681. Il est vrai qu'avant la Loi précitée, les recours contre les décisions individuelles devaient être formés majoritairement devant la Cour d'appel de Paris car celle-ci était compétente pour statuer sur les recours formés contre les décisions individuelles du Conseil des marchés financiers, excepté contre ses décisions de sanctions disciplinaires, et pour les recours contre les sanctions administratives de l'autorité de régulation boursière de France. Les recours contre les sanctions disciplinaires du CMF mais aussi celles du Gendarme de la Bourse et du Conseil de Discipline de la Gestion financière relevaient, quant à eux, de la compétence du Conseil d'Etat.

682. La Loi de Sécurité Financière française a préservé la dualité de juridiction qui existait en matière de recours contre les décisions individuelles mais en procédant à un partage de compétence de manière tout à fait différente. Aux termes de l'article L. 621-30 du Code monétaire et financier, « l'examen des recours formés contre les décisions individuelles de l'Autorité des marchés financiers autres que celles, y compris les sanctions prononcées à leur encontre, relatives aux personnes et entités mentionnées au II de l'article L. 621-9 est de la

<sup>1</sup> J. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, *Économica*, 2001, n° 323.

Et *Droit des marchés financiers*, *Économica*, 2005, n° 323.

J. Daigre, « Recours contre les décisions de la future Autorité des marchés financiers : compétence administrative ou judiciaire ? » : *RDBF*, juill.-août 2003, *Alertes*, p. 197, spéc. § 3

compétence du juge judiciaire...», tandis que « Les recours contre les décisions de portée individuelle prises par l'Autorité des marchés financiers relatives aux agréments ou aux sanctions concernant les personnes et entités mentionnées au II de l'article L. 621-9 du code monétaire et financier [ i.e les professionnels de marché] sont portés devant le Conseil d'Etat, selon les modalités prévues par le code de justice administrative <sup>1</sup>.»

683. C'est, somme toute, la consécration expresse de l'abandon de la compétence de la Cour d'appel de Paris pour se prononcer sur les recours contre les sanctions de l'Autorité infligées aux professionnels des marchés financiers. Néanmoins, cette juridiction connaît des recours contre les décisions qui répriment des non –professionnels tels que les émetteurs<sup>2</sup>. C'est également la consécration d'une distinction rationae personae des recours suite à l'abandon de la distinction rationae materiae en ce domaine<sup>3</sup>.

684. La section 6 du chapitre unique sur l'AMF, dénommée « Voies de recours », prévoit ainsi, en conformité avec la Loi de Sécurité Financière, les modalités de mise en œuvre des recours contre les décisions individuelles de sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers. Il s'agit d'un recours de plein contentieux devant le Conseil d'Etat en vue d'obtenir l'annulation ou la réformation de la décision litigieuse. Les parties, tout comme l'AMF, ont la possibilité de se faire assister par un avocat devant le Conseil d'État et devant la Cour de Cassation.

<sup>1</sup> Art. 621-45 CMF

<sup>2</sup> « Les recours contre les décisions de portée individuelle prises par l'Autorité des marchés financiers, autres que celles mentionnées au I, sont portés devant la cour d'appel de Paris » : art R621-45 CMF

<sup>3</sup> J. Daigre, « Recours contre les décisions de la future Autorité des marchés financiers : compétence administrative ou judiciaire ? » : RDBF., juill.-août 2003, p. 197, spéc. §3 et 4 ; M.-L. Coquelet, « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'Autorité des Marchés Financiers », LPA, nov. 2003, n°228, n° spécial La Loi de Sécurité Financière (Loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003), p.6, spéc. p.9.

685. Dans le domaine des recours, une nouveauté a été introduite par la Loi de régulation bancaire et financière. L'Autorité des Marchés Financiers a la faculté de faire appel des décisions de sa Commission des sanctions<sup>1</sup> alors que seuls les défendeurs en avaient la possibilité jusqu'à présent, et ce, via l'intervention de son président après accord du Collège. Cependant, l'article L.621-30 CMF dans sa nouvelle rédaction permet au président de former un recours, « en cas de recours d'une personne sanctionnée », dans les mêmes conditions, et semble ainsi seulement consacrer le droit d'appel incident de l'autorité de régulation, ce qui est, somme toute, une réforme en demi-teinte, d'autant plus qu'il eût été préférable d'accorder un droit d'appel à toutes les parties en présence par souci du respect des principes d'équité et d'égalité des armes.

686. Le CMF français indique également que le délai de recours est de deux mois pour les décisions de sanctions et de dix jours pour les autres décisions. Il court à compter de sa notification pour les personnes qui font l'objet de la décision et pour les autres personnes intéressées, à compter de sa publication. C'est la publication au Bulletin des annonces légales obligatoires des décisions individuelles de l'Autorité des Marchés Financiers qui fait courir le délai de contestation du recours à l'égard des tiers<sup>2</sup>. Précisons enfin que ces recours n'ont pas d'effet suspensif<sup>3</sup>. Néanmoins, le juge compétent peut ordonner qu'il soit sursis à exécution de la décision attaquée s'il considère que celle-ci est susceptible d'entraîner des conséquences manifestement excessives.

687. En droit vietnamien, le Ministère des Finances étant chargé d'une mission de surveillance quant aux sanctions prononcées, un recours hiérarchique contre la décision de sanction prononcée par le Comité d'Etat de la Bourse peut être introduit auprès de cette instance, laquelle

<sup>1</sup> Idem

<sup>2</sup> Art. 621-44 CMF

<sup>3</sup> Art. L621-30 CMF

va statuer en conformité avec les dispositions de la Loi sur les plaintes et les dénonciations, voire même d'autres lois pertinentes, comme par exemple la Loi de lutte contre la corruption, en cas d'agissements illicites de la part de celui ayant pris la décision de sanction, et ce recours semble un préalable nécessaire avant d'engager un recours juridictionnel<sup>1</sup>.

688. Ce dernier peut-être introduit devant le tribunal populaire qui appliquera les dispositions légales sur la résolution des affaires administratives. Ce recours n'est aucunement suspensif en ce qui concerne l'exécution de la décision<sup>2</sup>.

689. En raison de la technicité et de la subtilité des marchés financiers, il serait souhaitable de confier les recours portés devant les tribunaux populaires à seulement ceux proches des places financières existantes, en l'occurrence de Hanoi et de Ho Chi Minh, afin de former des magistrats hautement qualifiés dans ce secteur.

690. En revanche, la dualité de recours exercée en France qui repose sur une distinction des personnes condamnées par l'Autorité des Marchés Financiers selon qu'elles sont professionnelles ou non-professionnelles est déconseillée au Vietnam en raison des critiques qu'elle génère. Effectivement, elle aboutit parfois à des contradictions jurisprudentielles en raison de ce que professionnels et non-professionnels sont envoyés devant deux juridictions dépendant pour l'une de l'ordre judiciaire et pour l'autre de l'ordre administratif. Par ailleurs, il apparaît inique que les professionnels, qui sont tenus de former leurs recours devant la Cour Suprême Administrative, ne bénéficient pas du double degré de juridiction qui existe dans l'ordre judiciaire alors qu'ils peuvent avoir été condamnés à de lourdes sanctions, ce qui amène certains à penser que

<sup>1</sup> Art. 45 Décret 36

<sup>2</sup> Art. 4- Décret 36

seul le juge judiciaire devrait être le seul compétent pour statuer sur ces recours en France<sup>1</sup>.

## §2. La répression indirecte

691. Par répression indirecte, on entend ici l'ensemble des mesures prises par le Gendarme de la Bourse qui vont conduire à la « punition » de la personne qui se serait mal conduite, par lui-même en raison de son effet indirect ou par un tiers, sans pour autant pouvoir être sanctionnée par application des articles L621-15 et s. du Code monétaire et financier<sup>2</sup>. Il s'agit, d'une part des mesures d'urgence (A), d'autre part, des injonctions (B).

### A. Les mesures d'urgence

692. Au niveau français, ces mesures sont de plusieurs sortes puisqu'il existe les mises sous séquestre de biens, et à côté de celles-ci, le Code monétaire et financier prévoit également les suspensions temporaires de l'activité professionnelle ainsi que les consignations de somme d'argent. C'est en raison de l'impact financier qu'elles ont sur les actifs du mis en cause une fois qu'elles ont été prononcées qu'on peut retenir à leur égard la qualification de sanctions et leur reconnaître aussi un certain effet dissuasif quant à la réitération de l'acte « indélicat ».

693. Afin que de tels moyens de contrainte soient prononcés, il est nécessaire que le Président ou le Secrétaire Général de l'Autorité boursière de France formule une demande motivée devant le Président du Tribunal de Grande Instance de Paris, lequel rendra sa décision rapidement. Dans le cas où une consignation a été prononcée et que la

<sup>1</sup> N.Rontchevsky, «Les sanctions administratives : régime et recours », BJB, janv.-févr. 2004, p.1

<sup>2</sup> Nous adoptons donc ici la position prise par une partie de la doctrine, et non pas la position du Code Monétaire et financier qui considère la sanction stricto sensu : v. Michel Germain , avec Christine Pénichon Marie-Anne Frison-Roche Jean-Marie Cotteret Marc Sénac de Monsebernard Lucien Rapp Chronique de « Droit de la régulation no I », LPA, 04 avril 2005, n° 66, p. 3

personne a été mise en examen, le juge d'instruction va statuer sur le devenir de cette consignation<sup>1</sup>.

694. Du côté vietnamien, les mesures d'urgence considérées comme telles en droit français n'existent pas comme telles. Ainsi les interdictions temporaires de l'activité professionnelle sont des peines complémentaires, donc leur prononcer n'est nullement motivé par l'urgence. Les consignations de somme d'argent ne paraissent pas avoir été prévues, car ni la Loi sur les Instruments Financiers, ni le décret 36 ou sa circulaire d'application n'en mentionnent l'existence.

695. Le droit des marchés financiers du Vietnam se concentre davantage sur les mesures à prendre pour punir mais aussi sur les mesures pour remédier aux conséquences de la violation qui peuvent être prises en même temps que durant le prononcer des sanctions administratives ; il s'agit de l'obligation de se conformer à la Loi, de la suppression ou de la correction des informations inexactes ou fausses, ainsi que de la récupération forcée des instruments financiers offerts à la vente avec remboursement du dépôt ou de l'argent payé par les investisseurs pour ces titres dans les 30 jours à compter de la date de révocation du droit

<sup>1</sup> Article L621-13 CMF :

« Le président du tribunal de grande instance peut, sur demande motivée du président ou du secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers, prononcer la mise sous séquestre, en quelque main qu'ils se trouvent, des fonds, valeurs, titres ou droits appartenant aux personnes mises en cause par elle. Il statue par ordonnance sur requête, à charge pour tout intéressé de lui en référer.

Il peut prononcer dans les mêmes conditions l'interdiction temporaire de l'activité professionnelle.

Le président du tribunal de grande instance, sur demande motivée du président ou du secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers, peut ordonner, en la forme des référés, qu'une personne mise en cause soit astreinte à consigner une somme d'argent.

Il fixe le montant de la somme à consigner, le délai pour consigner et son affectation.

En cas de mise en examen de la personne consignataire, le juge d'instruction saisi statue pour donner mainlevée, totale ou partielle, de la consignation ou pour la maintenir ou l'augmenter par décision rendue en application du 11° de l'article 138 du code de procédure pénale. »

d'utiliser le certificat d'enregistrement de l'émission<sup>1</sup>. Il appartient au Vietnam d'instaurer les consignations de somme d'argent à titre de mesures d'urgence afin de minimiser au mieux les impacts négatifs des différents manquements et autres violations dans le domaine des marchés financiers.

## B. Les injonctions

696. En France, selon l'art.16 du décret du 21 novembre 2003, les enquêtes et les contrôles diligentés par l'Autorité des Marchés Financiers aboutissent à la rédaction d'un rapport qui mentionne si les faits relevés constituent des manquements à son Règlement Général, des manquements à d'autres obligations professionnelles ou encore des infractions pénales, et c'est à la lecture de ce rapport qu'une procédure d'injonction<sup>2</sup> ou une procédure de sanction<sup>3</sup> est lancée.

697. Les premiers types d'injonctions que le Gendarme des marchés financiers de France a été habilité de prononcer suite à l'intervention du législateur en 1985<sup>4</sup> sont celles dites « judiciaires » ou « indirectes ». Leur nature n'a pas changé puisqu'elles permettent au président du régulateur boursier de demander en justice qu'il soit ordonné à la

<sup>1</sup> Art.7 décret 36

<sup>2</sup> Article L621-14 CMF

<sup>3</sup> Article L621-15-I CMF

<sup>4</sup> Article 4-2 Ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967 :

« Lorsqu'une pratique contraire aux dispositions législatives ou réglementaires est de nature à porter atteinte aux droits des épargnants, le président de la commission peut demander en justice qu'il soit ordonné à la personne qui en est responsable de se conformer à ces dispositions, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets.

La demande est portée devant le président du tribunal de grande instance de Paris [\*juridiction compétente\*] qui statue en la forme des référés et dont la décision est exécutoire par provision. Le président du tribunal est compétent pour connaître des exceptions d'illégalité. Il peut prendre, même d'office, toute mesure conservatoire et prononcer pour l'exécution de son ordonnance une astreinte versée au Trésor public.

Lorsque la pratique relevée est passible de sanctions pénales, la commission informe le procureur de la République de la mise en œuvre de la procédure devant le président du tribunal de grande instance de Paris.

En cas de poursuites pénales, l'astreinte, si elle a été prononcée, n'est liquidée qu'après que la décision sur l'action publique est devenue définitive. »

personne concernée de se conformer au droit positif et de remédier aux conséquences de ses actes<sup>1</sup>. Le Président du Tribunal de Grande Instance de Paris va alors rendre une ordonnance de référé, laquelle peut mentionner des mesures conservatoires et une astreinte que le condamné sera tenu de payer en cas de retard dans l'exécution de la sentence.

698. A partir de 1989, le Législateur français a conféré à l'AMF un pouvoir d'injonction administrative ou directe<sup>2</sup> dont la teneur ne paraît pas non plus avoir évolué : consacrées à l'art. L621-14 I CMF<sup>3</sup>, ces injonctions consistent en effet en des ordres donnés par le collège à une personne mise en cause de cesser ses inconduites.

699. L'exercice de ce pouvoir est, heureusement, encadré. Lorsque le Secrétaire général demande au Collègue de mettre en œuvre la procédure d'injonction administrative, il est tenu d'informer le mis en cause par

<sup>1</sup> Article L621-14 I ICMF :

« Le président de l'Autorité des marchés financiers peut demander en justice qu'il soit ordonné à la personne qui est responsable de la pratique relevée de se conformer aux dispositions législatives ou réglementaires, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets.

La demande est portée devant le président du tribunal de grande instance de Paris qui statue en la forme des référés et dont la décision est exécutoire par provision. Il peut prendre, même d'office, toute mesure conservatoire et prononcer pour l'exécution de son ordonnance une astreinte versée au Trésor public.

En cas de poursuites pénales, l'astreinte, si elle a été prononcée, n'est liquidée qu'après que la décision sur l'action publique est devenue définitive. »

<sup>2</sup> Article 9-1 Ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967 :

« La Commission des opérations de bourse peut ordonner qu'il soit mis fin aux pratiques contraires à ses règlements, lorsque ces pratiques ont pour effet de : - fausser le fonctionnement du marché ; - procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché ; - porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ; - faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles. »

<sup>3</sup> Art. L621-14 I CMF :

« Le collège peut, après avoir mis la personne concernée en mesure de présenter ses explications, ordonner qu'il soit mis fin, en France et à l'étranger, aux manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché. Ces décisions peuvent être rendues publiques.

Le collège dispose des mêmes pouvoirs que ceux mentionnés à l'alinéa précédent à l'encontre des manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs et le marché contre les opérations d'initié, les manipulations de cours ou la diffusion de fausses informations, commis sur le territoire français et concernant des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé d'un autre Etat membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée. »

écrit, soit par remise en mains propres, soit par voie d'huissier ou bien encore via l'envoi d'une lettre recommandée avec avis de réception. Le collège, quant à lui, se doit en particulier de respecter le principe du contradictoire avant de prononcer une telle injonction. La personne concernée ne dispose que de trois jours ouvrés minimum pour faire par de ses observations écrites, ce qui peu paraître court pour certains mais la célérité quant au prononcer d'une injonction conditionne indubitablement son efficacité<sup>1</sup>.

700. Au Vietnam, les injonctions administratives semblent avoir été les seules prévues et les autorités compétentes pour en prononcer ne sont pas les mêmes qu'en France. Effectivement, le décret 36 indique que si une personne compétente constate l'existence d'une violation administrative, il est tenu de prononcer immédiatement une injonction afin que cesse une telle violation<sup>2</sup>.

701. La Circulaire 97 du 8 août 2007 précise que, si durant un contrôle ou une inspection une conduite en violation dans le domaine des transactions boursières et des autres activités de marché, c'est le chef du groupe d'inspection qui rend une injonction temporaire afin que cesse la pratique illicite conformément à l'art.37 du Décret 36, et il notifie immédiatement sa décision au Directeur de l'Inspection Boursière ou au Président du Comité d'Etat de la Bourse qui statuera définitivement sur la pertinence de l'injonction<sup>3</sup>. Dès lors, un seul type d'injonctions est prévu par le droit vietnamien, les mesures pour

---

<sup>1</sup>Art. R621-37 CMF :

« Lorsque le secrétaire général propose au collège de mettre en œuvre la procédure prévue au I de l'article L. 621-14, il indique au préalable à la personne concernée par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, remise en main propre contre récépissé ou acte d'huissier, les pratiques qui lui paraissent susceptibles d'être contraires aux dispositions législatives ou réglementaires et de nature à produire l'un des effets mentionnés au I de l'article L. 621-14 susmentionné. Il lui précise qu'elle dispose d'un délai qu'il fixe à trois jours ouvrés au moins pour faire connaître par écrit ses observations.

Avant de statuer, le collège prend connaissance des observations formulées, le cas échéant, par la personne concernée »

<sup>2</sup> Art.37

<sup>3</sup> Section III. I. 3

remédier aux conséquences de la violation étant éventuellement prises en considération lors du prononcer de la sanction. Etant donné que c'est celui aussi qui est le plus efficace, on ne saurait s'étonner d'un tel choix.

702. Cependant, des considérations liées au respect du principe d'impartialité objective et du principe du contradictoire, ainsi que celles relatives à la difficulté de mettre en œuvre le pouvoir de prononcer des injonctions lorsque la Bourse du Vietnam aura un très grand nombre de participants, impliquent que la procédure qui leur est relative soit structurée et que plusieurs personnes y interviennent à différents stades.

Conclusion du chapitre

703. A l'issue de cette étude sur les pouvoirs répressifs du Comité d'Etat de la Bourse et de l'Autorité des Marchés Financiers, il se dégage des similitudes mais surtout des disparités. Si les manquements, qui sanctionnent les atteintes au bon fonctionnement des marchés financiers, sont rédigés en des termes très semblables en France et au Vietnam, ce dernier cherche encore à élaborer ses règles juridiques concernant les infractions pénales. Les définitions posées par notre droit national, complètes et conformes aussi bien aux exigences européennes en ce domaine qu'aux règles de l'OICV constituent de bons exemples pour le Droit vietnamien. La France, quant à elle, opère de manière continue un élargissement du pouvoir de sanction de l'AMF ; depuis la Loi de régulation boursière et financière, celui-ci est étendu aux abus de marché réalisés sur les marchés de produits dérivés<sup>1</sup>, aux agences de notation que le gendarme du secteur financier supervise dorénavant<sup>2</sup>, et interdire toutes les ventes à découvert en cas de circonstances exceptionnelles menaçant la stabilité du système financier<sup>3</sup>.

704. Que ce soit du côté vietnamien ou du côté français, la manière d'appréhender les comportements interdits afin de les réprimer a été pensée autant du point de vue administratif via le missionnement de l'autorité de régulation boursière que du point de vue judiciaire. L'articulation des poursuites administratives et pénales est prévue et implique la coopération - explicite en France et implicite au Vietnam - entre le Gendarme de la Bourse et le Procureur de la République. Nonobstant, des différences sont visibles. Le cumul des sanctions administrative et pénale n'est prévu qu'en France ; pourtant la recherche de l'efficacité de la répression doit passer, à notre sens, par un tel cumul, d'autant qu'il s'inscrit en conformité avec le droit européen des

<sup>1</sup> Nouvel art. L621-15 II CMF

<sup>2</sup> Nouveaux art. L544-1 à L544-6 CMF, notamment art. L544-4 CMF

<sup>3</sup> Nouvel art. L421-16 CMF

marchés financiers, et que le respect du principe de proportionnalité permet d'y recourir de manière mesurée.

705. Lorsque l'Autorité ou le Comité s'affaire à réprimer directement la personne qu'elle/il reconnaît avoir commis un manquement, chacun de ces régulateurs respecte un certain formalisme. Mais le droit boursier vietnamien relatif à la procédure de sanction doit être davantage étoffé. La multiplicité des intervenants et la séparation claire des fonctions de poursuite, d'instruction et de jugement est nécessaire pour que l'impartialité, en particulier l'impartialité objective, de la décision de sanction prise ne puisse pas être remise en cause, et que le principe du contradictoire soit pleinement garanti.

706. Quant à la répression indirecte que le Comité d'Etat de la Bourse ou l'Autorité des Marchés Financiers exercent, les mesures d'urgence que sont les interdictions temporaires d'activité professionnelle n'en sont pas en droit vietnamien de la Bourse. Cependant, il serait bon que l'autorité de régulation boursière du Vietnam puisse prendre des mesures d'urgence, ce qui passerait par la consécration par ledit droit des consignations de somme d'argent.

707. Par ailleurs, on ne peut que féliciter le Vietnam d'avoir reconnu au CEB le pouvoir de prendre des injonctions qualifiées par le droit français de « directes » ou d' « indirectes », ce qui lui permet d'agir le plus rapidement possible en recourant à diverses mesures pour limiter au mieux les conséquences néfastes des atteintes portées aux marchés financiers. En France, ce serait bénéfique au Gendarme de la Bourse d'être elle-aussi investie d'un pouvoir d'injonction large, comme le souligne très justement M. Germain : « L'Autorité des Marchés Financiers pourrait, on le voit, étendre l'usage de cette action [l'injonction administrative] dans tous les domaines où ses services de contrôle découvrent des irrégularités fréquentes. Elle néglige l'injonction administrative et préfère manifestement l'injonction judiciaire, qui permet seule d'infliger une astreinte aux fautifs récalcitrants. Si la

régulation est l'art de la proximité, il serait peut-être de bonne politique que le législateur lui accorde un tel pouvoir.<sup>1</sup> » Notons au passage que le Comité d'Etat de la Bourse du Vietnam devrait pouvoir prononcer des injonctions s'accompagnant d'astreintes afin d'augmenter l'effet dissuasif de son pouvoir de sanction

708. Enfin, autre point important qui ressort de l'étude de ce chapitre : le droit des victimes. Le droit vietnamien reconnaît le droit à l'indemnisation des victimes de violations administratives dans le domaine des activités de marché et a chargé prioritairement le Comité de veiller à ce que ce droit soit respecté. Il appartient donc au CEB de garantir ledit droit et d'en préciser les modalités de mise en œuvre, ce qui ne saurait tarder.

709. Ainsi que M. Germain l'a fait remarquer, la sanction doit s'accompagner de l'indemnisation des victimes<sup>2</sup>. L'Autorité des Marchés Financiers devrait pouvoir indemniser les victimes<sup>3</sup>. Une autorité de régulation financière apparaît comme légitime aux yeux de tous lorsqu'elle parvient à protéger à la fois l'épargne et les épargnants. D'autre part, la protection de l'épargne qu'elle assure sans garantir la protection des épargnants apparaît comme bien paradoxale, si ce n'est quasi-ubuesque, car, comme on a pu le constater avec la crise mondiale des marchés financiers qui perdure actuellement, en l'absence d'une telle protection, c'est le système financier global qui s'en trouve affecté. D'où la volonté de certains, dans le monde et notamment au Vietnam de

<sup>1</sup> M. Germain, avec Christine Pénichon Marie-Anne Frison-Roche Jean-Marie Cotteret Marc Sénac de Monsebernard Lucien Rapp Chronique de « Droit de la régulation no I », LPA, avril 2005, n° 66, p.

<sup>2</sup> M. Germain, art .préc. : « S'il fallait enfin expérimenter d'autres solutions permettant une meilleure adéquation de la sanction à la complexité de la situation, deux voies semblent s'offrir, qui s'inspirent du droit de la concurrence. La première voie consiste à ne pas négliger la victime, qui est une des composantes de la réalité. »

<sup>3</sup> Il est vrai qu'en France, les victimes sont mal-considérées par le Droit, en particulier le droit pénal, et si des efforts ont été faits récemment pour leur permettre d'être indemnisés, avec notamment l'instauration de la Commission d'Indemnisation des Victimes d'Infraction et le Service d'Aide au Recouvrement des Victimes d'Infraction, il reste encore des efforts à faire et qui passent aussi par une simplification des procédures d'indemnisation

prendre en compte davantage la dimension humaine dans le modèle de l'économie nationale<sup>1</sup>. Du côté de l'AMF française, celle-ci devrait, au niveau des marchés financiers, faire de même, en raison de la magistrature qu'elle exerce sur ces marchés, afin de contribuer à créer un environnement financier plus équitable et plus sain<sup>2</sup>. Ce régulateur avance pas à pas dans cette voie, espérons qu'il fera preuve d'innovations en ce domaine.

<sup>1</sup> « L'homme au cœur du développement économique », in Le Courrier du Vietnam, 24 septembre 2009, p.3

<sup>2</sup> Ce qui serait d'ailleurs conforme à la philosophie contractualiste, qui aspire à une société plus juste; si l'on s'efforçait de mettre en œuvre ses principes, à notre avis, l'économie mondiale connaîtrait un nouveau souffle.

## CONCLUSION GENERALE

710. Parce qu'il est intrinsèquement lié aux mutations économiques et sociales, le droit financier connaît une évolution perpétuelle et rapide, et les autorités de régulation des marchés financiers sont devenues des acteurs incontournables.

711. Cette constatation s'est vérifiée par l'étude du cadre juridique entourant les activités de l'Autorité des Marchés Financiers française et du Comité d'Etat de la Bourse vietnamien.

712. Par rapport au passé, ces deux gendarmes de la Bourse connaissent un renforcement progressif de leur structure institutionnelle et de leurs attributions avec l'appui remarquable et remarquable des pouvoirs publics nationaux, auquel la crise mondiale amorcée en 2007 a donné un nouveau souffle.

713. Toutefois, le régulateur des marchés de capitaux vietnamien a vu ses attributions croître de manière si impressionnante en à peine une décennie, principalement en raison de la transformation du système boursier, que les règles juridiques qui régissent le secteur en matière de contrôle, d'élaboration des normes et des actes non-décisives, de coopération et de sanction, sont très semblables ou se rapprochent de plus en plus du modèle français .

714. Si le marché boursier du Vietnam apparaît comme plus fragile en raison de particularités propres, au rang desquels figurent principalement un petit nombre d'instruments financiers disponibles qui le rend plus sensible aux effets négatifs de la mondialisation et l'intégration post-OMC à digérer, il serait peu étonnant que le CEB ne parvienne pas au même niveau de compétences que l'AMF dans un avenir proche en conservant son rythme soutenu de réformes.

715. En particulier, la jurisprudence inexistante, est à développer rapidement, et le concours des spécialistes universitaires en plus de celui des professionnels déjà existant, s'avère nécessaire, afin que la théorie et le pragmatisme enrichissent les mécanismes juridiques boursiers du Vietnam.

716. En outre, on a pu constater que le Comité d'Etat de la Bourse et l'Autorité des Marchés Financiers agissent en coordination avec d'autres entités au niveau national et surtout au niveau extranational afin de rendre la régulation financière plus effective.

717. Cette coopération apparaît comme indispensable : les acteurs de marché, de l'Etat et de la société ont leur mot à dire pour que le système financier international fonctionne, chacun ayant une utilité certaine. Dès lors, on ne saurait vouer ledit système aux gémonies.

718. Cependant, davantage de consensus aux niveaux international et régional est apparu comme une évidence eu égard au contexte économique sous tension actuel, et l'appel à plus de transparence est de mise<sup>1</sup>. Les autorités nationales de régulation financière, quelle que soit leur mode de régulation, ont pris conscience de cette situation. Des réformes sont engagées pour une meilleure prévention et un meilleur traitement des risques systémiques, lesquels passent inéluctablement par l'encadrement croissant des produits spéculatifs et des pratiques à risque, et il en est de même relativement aux conflits d'intérêt.

Au niveau européen, la manifestation la plus visible de ce besoin de consensus accru est la création du Système Européen de Surveillance Financière (SESF). Outre l'appartenance des autorités de surveillance nationales et européennes au SESF, les instances européennes que sont l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et

<sup>1</sup> « J.-P. Michau : la transparence financière, garant d'une économie saine », E Marrakech, 23 janv.2008

des pensions professionnelles, et surtout l'Autorité européenne des marchés financiers en ce domaine<sup>1</sup>, portent bon nombre d'espoir.

719. Mais d'autres pistes méritent réflexion. L'appel de certains à favoriser la finance éthique, ainsi que celui d'autres de mieux concilier les Droits de l'Homme, en particulier les droits économiques et sociaux du Pacte international relatif aux droits économiques, sociaux et culturels, au monde de la finance, pourrait avoir un écho intéressant au niveau des marchés financiers et ne sont pas dénués d'intérêt en vue de donner des moyens supplémentaires d'agir au système, et pour un meilleur respect de la dignité humaine. Il est à espérer notamment que le juge judiciaire français soit plus réceptif aux règles de la Cour Européenne des Droits de l'Homme et de la Cour de Justice de l'Union Européenne.

720. Pour clore ces propos, on rajoutera qu'il appartient à l'autorité de régulation boursière vietnamienne de tirer les leçons du passé pour devenir au plus vite l'acteur central d'une Bourse performante, en faisant preuve d'une grande réactivité face aux changements du système financier à venir. L'avenir fera foi.

<sup>1</sup> Règlement UE n°1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010, instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers),

**REPERES BIBLIOGRAPHIQUES**

**I. TEXTES JURIDIQUES**

**1. TEXTES JURIDIQUES FRANÇAIS ET EUROPEENS**

Loi n° 66-537	24 juillet 1966
Décret n° 67-236	23 mars 1967
Ordonnance n° 67-833	28 septembre 1967
Recommandation 77/534/CEE	25 juillet 1977
Loi n°79-12	03 janvier 1979
Loi n°79-594	13 juillet 1979
Directive 85/611/CEE	20 décembre 1985
Loi n°88-1201	23 décembre 1988
Loi n° 89-531	02 août 1989
Directive 89/592/CEE	13 novembre 1989
Décret n° 90-263	23 mars 1990
Règlement n°90-02	05 juillet 1990
Règlement n°90-02	23 févr.1990
Directive 93/22/CEE	10 mai 1993
Loi n° 96-597	2 juillet 1996
Décret n°97-774	31 juillet 1997
Loi n°98-546	02 juillet 1998
Décret no 2000-721	1er août 2000
Loi n°2001-152	19 février 2001
Loi n° 2001-420	15 mai 2001
Directive 2001/107/CE	21 janvier 2002
Directive 2001/108/CE	21 janvier 2002
Directive 2003/6/CE	28 janvier 2003
Loi n°2003- 706	1er août 2003
Décret n° 2003-1103	21 novembre 2003
Décret n° 2003-1104	21 novembre 2003
Directive 2003/124/CE	22 décembre 2003
Directive 2003/125/CE	22 décembre 2003
Règlement (CE) no 2273/2003	22 décembre 2003
Directive 2004/39/CE	21 avril 2004
Directive 2004/72/CE	29 avril 2004
Directive 2004/109/C	15 décembre 2004
Loi n°2005-842	25 juillet 2005
Règlement n°1287/2006/CE	10 août 2006

Directive 2006/73/CE	05 avril 2006
Règlement n°1287/2006/CE	10 août 2006
Directive 2006/73/CE	10 août 2006
Ordonnance n°2007-544	12 avril 2007
Décret n°2008-726	22 juillet 2008
Loi n° 2008-776	04 août 2008
Directive UCITS IV	30 janvier 2009
Ordonnance n°2009-107	30 janvier 2009
Ordonnance n°2009-104	31 janvier 2009
Projet de loi de régulation bancaire et financière	10 juin 2010
Loi n° 2010-1249	22 octobre 2010

## 2. TEXTES JURIDIQUES VIETNAMIENS

Décret 72-CP	26 juillet 1994
Décret 361 -TTg	20 juin 1995
Décret 75 -CP	28 novembre 1996
Décret 48/1998/ND-CP	11 juillet 1998
Décision 127/1998/QD-TTg	11 juillet 1998
Décision 179/1998/QD-TTg	19 septembre 1998
Circulaire 01/1998/ TT-UBCK	13 octobre 1998
Décision 04/1998/QD-UBCK3	13 octobre 1998
Décision 04/1999/QD-UBCK1	27 mars 1999
Décision 139/1999/QD-TTg	10 juin 1999
Décision 145/1999/QD-TTg	28 juin 1999
Décision 172/1999/QD-TTg	19 août 1999
Circulaire 04/1999/TT-NHNNS	2 novembre 1999
Note officielle 149/UBCK 3	2 novembre 1999
Circulaire 01/1999/TT-UBCK 1	30 décembre 1999
Décret 01/2000/ND-CP	13 janvier 2000
Décision 42/2000/QD-UBCK3	12 juin 2000
Décret 27/2000/ND-CP	26 mai 2000
Circulaire55/2000/TT-BTC	9 juin 2000
Décision 43/2000/QD-UBCK3	14 juin 2000
Note officielle 50/2000/UBCK3	15 juin 2000
Décret 22/2000/ND-CP	10 juillet 2000
Décision 59/2000/QD-UBCK	12 juillet 2000
Note officielle 74/2000/TT-BTC	19 juillet 2000
Note officielle 02/2000/TT-UBCK1	14 novembre 2000
Décision 80/2000/QD-UBCK	29 décembre 2000
Décision 78/2000/QD-UBCK	29 décembre 2000
Décision 79/2000/QD-UBCK	29 décembre 2000
Circulaire 01/2001/TT -UBCK	15 février 2001
Décision 111/2001/QD-TTg	25 juillet 2001
Circulaire 02/2001/TT-UBCK	28 septembre 2001

La Régulation des Marchés Financiers en France et au Vietnam.

Loi No. 34/2002/QH10	2 avril 2002
Note officielle 4321/TC/TCT	7 mai 2002
Décision 988/2002/QD-NHNN	13 septembre 2002
Décision 140/2003/QD-TTg	17 juillet 2003
Décision 163/2003/QD- TTg	05 août 2003
Décret 90/2003/ND-CP	12 août 2003
Décret 144/2003/ND-CP	28 novembre 2003
Circulaire 121/2003/TT-BTC	12 décembre 2003
Décret 66/2004/ND-CP	19 février 2004
Circulaire 21/2004/TT-BT C	24 mars 2004
Décision 55/2004/QD-BTC	17 juin 2004
Circulaire 57/2004/TT-BTC	17 juin 2004
Circulaire 58/2004/TT-BTC	17 juin 2004
Circulaire 59/2004/TT-BTC	18 Juin 2004
Circulaire 60/2004/TT-BTC	18 juin 2004
Décision 787/2004/QD-NHNN	24 juin 2004
Circulaire 75/2004/TT-BTC	23 juillet 2004
Décision 73/2004/QD-BTC	03 septembre 2004
Décret 161/2004/ND-CP	07 septembre 2004
Décision 161/2004/QD-TTg	07 septembre 2004
Décision 76/2004/QD-BTC	22 septembre 2004
Note officielle 100/2004/TT-BTC	20 octobre 2004
Décision 83/2004/QD-BTC	11 novembre 2004
Décision 92/2004/QD-BTC	30 novembre 2004
Décision 1550/2004/QD-NHNN	06 décembre 2004
Circulaire 130/2004/TT-BTC	29 décembre 2004
Décision 244/QD-BTC	20 janvier 2005
Note officielle 5218/TC/CST	29 avril 2005
Décision 528/QD-TTg	14 juin 2005
Décision 189/2005/QD-TTg	27 juillet 2005
Directive 05/CT-BCN	26 août 2005
Décision 62/2005/QD-BTC	14 septembre 2005
Décision 63/2005/QD-BTC	14 septembre 2005
Décision 238/2005/QD-TTg	29 septembre 2005
Circulaire 90/2005/TT-BTC	17 octobre 2005
Décision 71/2005/ QD-BTC	21 octobre 2005
Décision 72/2005/ QD-BTC	21 octobre 2005
Décision 96/2005/QD-BTC	12 décembre 2005
Circulaire 11/2006/ TT-BTC	21 février 2006
Décision 184/QD-UBCK	17 mars 2006
Décision 301/ QD-UBCK	9 mai 2006
Décision 30/2006/ QD-BTC	12 mai 2006
Circulaire 03/TTLT-VKSNDTC-TTrCP-BCA- BQP	23 mai 2006
Décret 109	26 juin 2006
Loi 70/2006/QH11	29 juin 2006

Circulaire 72/2006/ TT-BTC	10 août 2006
Décret 14/2007/ND-CP	19 janvier 2007
Note officielle 20/TB/VPCP	29 janvier 2007
Décret 36/2007/ND-CP	08 mars 2007
Décision 13/2007/QD-BTC	13 mars 2007
Circulaire 18/2007/TT-BTC	13 mars 2007
Décision 12/2007/QD-BTC	17 mars 2007
Circulaire 17/2007/TT-BTC	17 mars 2007
Décision 15/2007/QD-BTC	19 mars 2007
Circulaire 38/2007/TT-BTC	18 avril 2007
Décision 27/2007/ QD-BT	24 avril 2007
Décision 599-QD-TTg	11 mai 2007
Décision 63/2007/QD-TTg	10 mai 2007
Décision 35/2007/QD-BTC	15 mai 2007
Décision 45/2007/ QD-BTC	05 juin 2007
Circulaire 97/2007/TT-BTC	08 août 2007
Décision 87/2007/QD-BTC	22 octobre 2007
Décision 89/2007/QD-BTC	24 octobre 2007
Circulaire 07/2007/TOUT- NHNN	29 novembre 2007
Décision 46/2008/QD-BTC	01 janvier 2008
Loi 22/2008/QH12	13 novembre 2008
Décision 01/2009/QD-TTg	02 janvier 2009
Circulaire 46/2009/TTLT-BTC-BCA	11 mars 2009
Circulaire 50/2009/TT-BTC	16 mars 2009
Décision 55/2009/QD-TTg	15 avril 2009
Décision 112/2009/QD-TTg	11 septembre 2009
Lettre officielle 7430 /NHNN/TTGSNH	24 septembre 2009
Circulaire 194/2009/TT-BTC	02 octobre 2009
Décret 01/2010/ND-CP	04 janvier 2010
Circulaire 09-2010-TT-BTC	15 janvier 2010
Circulaire 27/2010/TT-BTC	26 février 2010
Circulaire 43/2010/TT-BTC	25 mars 2010

## II. OUVRAGES, TRAITES, THESES ET MANUELS

### 1. OUVRAGES, TRAITES, MANUELS, THESES ET ETUDES DE DROIT FRANÇAIS

AFG, 2009- *Pour une épargne utile au financement de l'économie*, 36 p

AMAFI, *Quelles évolutions du pouvoir de sanction de L'AMF ? Trente propositions d'un groupe de travail de L'AMAFI – Contribution à la réflexion de place* (AMAFI /09-48), juill. 2009, 128 p.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, *Recueil des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF et des juridictions de recours 2007*, La Documentation française, 2008, 439 p.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, *Plan stratégique*, 2009, 29 p.

ARSOUZE Ch., *Procédures boursières : sanctions et contentieux des sanctions*, Joly, 2008, 729p.

BONNEAU Th. et DRUMMOND F., *Droit des marchés financiers*, Économica, 1<sup>è</sup> éd., 2001, 835p.

BONNEAU Th. et DRUMMOND F., *Droit des marchés financiers*, Économica, 2<sup>è</sup> éd., 2005, 847p.

BONNEAU Th. et DRUMMOND F., *Droit des marchés financiers*, Économica, 3<sup>è</sup> éd., 2010, 1200p.

BORNET J-P. & de VAUPLANE H., *Droit de la bourse*, Litec, 1994, 393 p.

BORNET J-P. & de VAUPLANE H, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>è</sup> édition, 2001, 1162 p.

BOULOC B., *Procédure pénale*, Dalloz, 21<sup>è</sup> éd., 2007

COISPEAU O., *Dictionnaire de la Bourse et des termes financiers*, SÉFI, 2001, 4<sup>è</sup> édition, 528 p.

CHAPUS R., *Droit administratif général*, t.1, Montchrestien, 15<sup>è</sup> édition, 2001, 1440 p.

CONAC P-H, *La régulation des marchés boursiers par la COB et le SEC*, LGDJ, Bibliothèque de Droit Privé, t. 386, 2002, 543 p.

CONSEIL D'ETAT, *Rapport public 2001 : les autorités administratives indépendantes*, La Documentation Française, 2001, 473 p.

CONSEIL ECONOMIQUE ET SOCIAL, *Des autorités de régulation financières et de concurrence : pour quoi, comment ?*, éd. Journaux officiels, 2003, 156p.

COULON J.-M., *La Dépénalisation de la vie des affaires*, La Documentation Française, Coll. des rapports officiels, 2008, 133 p.

CORNU G., *Vocabulaire juridique*, Assoc. H. Capitant, PUF, 8ème éd., 2007, 1000 p.

DECCOOPMAN N., *La COB et le droit des sociétés*, Economica, 1979, 254 p.

GAUDEMET Y., *Droit administratif général*, LGDJ, 2001, 16e édition

HISSUNG-CONVERT N., *La spéculation boursière face au droit 1799-1914*, LGDJ, Bibliothèque de Droit Privé, t. 51, 2009, 668 p.

JURGENSEN Ph. & LEBEGUE D., *Le Trésor et la politique financière*, Montchrestien, 1988, 669 p.

LA DOCUMENTATION FRANCAISE, *La justice*, n°251, 1991, 136p.

LAURIE F., *L'appréciation de la faute disciplinaire dans la fonction publique*, déc. 2001, Univ. P. Cézanne Aix-Marseille, 652 p.

MAISON DU DROIT VIETNAME-FRANCAISE, *Le bicentenaire du Code Civil français –interventions*, nov.2004, 145 p.

MAISON DU DROIT VIETNAME-FRANCAISE, *Séminaire sur la déontologie des magistrats et le rôle du Conseil Supérieur de la magistrature français*, 2005, 29 p.

MEADEL J., *Les marchés financiers et l'ordre public*, préf. M.GERMAIN, LGDJ, coll. Bibliothèque de droit privé, t.478, 2007, 528 p.

MULLER A.-C., *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préf. H.SYNVET, *Economica*, nov.2007, 644 p.

OST F., *Dire le droit, faire justice*, éd. Bruylant, *Penser le droit*, 2007, 206 p.

PELTIER F. et DOMPE M.-N., *Le droit des marchés financiers*, PUF, coll. Que sais-je ? , 1998, 127 p.

PEZARD A., *Droit des marchés monétaire et boursier*, éd. J.N.A, coll.Droit et stratégie des affaires, 1998, 509 p.

RIPERT G. & ROBLOT R., *Traité de droit commercial*, t.2, LGDJ, 16<sup>e</sup> éd., par GERMAIN M. et DELEBECQUE Ph., 2000, 1256p.

ROBINE D., *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, préf. P. LE CORNU, LGDJ, coll. Bibliothèque de droit privé, t.400, 2003, 525 p.

SENAT, *Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié, Tome I : Rapport*, Les Rapports du Sénat, n° 404, 2006, 585 p.

SENAT, *Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié Tome II : Annexes*, Les Rapports du Sénat, n° 404, 2006, 449 p.

STASIAK F., *Nature des autorités de régulation à pouvoirs répressifs et garanties fondamentales de la personne*, Université de Nancy II, Faculté de Droit, Sciences économiques et Gestion, févr. 1995

SUN L., *Emission des actions en République Populaire de Chine*, Université Paris II, 2003, 615 p.

TEYSSIER D., *La régulation des marchés financiers*, Paris I, 2008, 448 p.

THOMASSET-PIERRE S., *L'autorité de régulation face aux garanties processuelles fondamentales*, préf. F. FERRAND, LGDJ, coll. Bibliothèque de droit privé, t.393, 2003, 519 p.

TOMASI M., *La concurrence sur les marchés financiers*, Aspects juridiques, préf. J.-B. BLAISE, LGDJ, coll. Bibliothèque de droit privé, t.375, 2002, 418 p.

TRUCHE P., *Juger être jugé*, Fayard, 2001, 220 p.

## **1. OUVRAGES, TRAITES, MANUELS, THESES ET ETUDES DE DROIT VIETNAMIEN**

BOURSE DE HO CHI MINH VILLE, *Rapport annuel*, de 2004 à 2009

BUI NGUYEN HOAN, *Toan canh thi truong Chung khoan Viet Nam*, Nha xuất Ban Thanh Niem 2003, 396p.

COMITE D'ETAT DE LA BOURSE, *Rapport annuel*, de 2004 à 2008

DIEN LE CHIEN, « Cinq ans de fonctionnement du marché réglementé, Bilan de cinq ans de fonctionnement du marché boursier Vietnamien », éd. Phuong Dong, 2005, p13

INSTITUTE FOR INTERNATIONAL MONETARY AFFAIRS OF JAPAN, *Assistance to Vietnam on the establishment of the Vietnam Securities Depository*, 2006, 72 p.

LE VAN CHAN LG. & HUYNH VAN HOAI, *Xu phat vi pham hanh chinh trong cac lanh vuc*, Nha Xuất Ban Tai Chanh, 2003, 443 p.

NGUYEN DUY GIA GS. TSKH., *Thi truong chung khoan Viet Nam*, Nha xuất Ban Chinh Tri Quoc Gia, 2003, 267 p.

NGUYEN THI ANH VAN, *Toward a Well Functioning Securities Market in Vietnam*, Nagoya University Center for Asian Legal Exchange, 2004

PHAM THI GIANG THU TS, *Mot so van de ve phap luat chung khoan va thi truong chung khoan o Viet Nam*, nha xuất ban chinh tri quoc gia, 2004, 265 p.

TRAN THI MINH CHAU TS., *Thi truong chung khoan*, nha xuất ban chinh tri quoc gia, 2003, 276 p.

## **I. ARTICLES ET CHRONIQUES**

### **1. ARTICLES ET CHRONIQUES FRANÇAIS**

ARSOUZE Ch. & LEDOUX P., « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », BJB, 2006 n° 4, p. 399

ARSOUZE Ch., « Réflexions sur les propositions du rapport Coulon concernant le pouvoir de transaction », BJB, 2008, n°3, p.246

AUTIN J.-L., « Autorités administratives indépendantes », J.-Cl. Adm., Fasc.75

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, « Recommandations relatives aux communications portant sur des données financières estimées. Recommandations relatives aux communications portant sur des données financières estimées. (Communiqué du 12 oct. 2004) », JCP E., n° 50, 2004, act. 281

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, « Homologation des livres II à VI du règlement de l'AMF. A. 12 nov. 2004 Journal Officiel 24 Novembre 2004. (Communiqué du 24 nov. 2004), JCP E. n° 50, 2004, act. 275

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, « Livre Ier du règlement général AMF. », JCP E. n° 47, 2004, act. 243

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, « Législation. Marchés financiers. Dépôt par les OPCVM français d'un prospectus complet (*Communiqué du 11 févr. 2004*) », JCP E., n°19, 2004, II, 695

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, « Caducité de certaines dispositions du règlement général du CMF et des règlements de la COB », Rev. Mens. AMF, 2004, p.151

BEZARD P, « La Commission des Opérations de Bourse (C.O.B) et le droit des sociétés », R.J.com., 1982, p.41 et p.81

BEZARD P, « Le nouveau visage de la Commission des Opérations de Bourse », RIDC, vol. 41, n°4, 1989, p.929

BEZARD P., « Le juge et le marché boursier: conclusion », LPA, n°71, 1994

BEZARD P., « Le nouveau visage du juge économique et financier », in *Droit et vie des affaires. Etudes à la mémoire d'A.Sayag*, Litec, 1997, p.147

BEZARD P., « Le juge de l'économie: introduction », R.J.com. n°10, 2003, p. 61

BEZARD P., « La mondialisation et les marchés financiers », Le Droit des affaires au XXI<sup>è</sup> siècle, n° spécial, R.J. com., janv. 2001, p.163

BEZARD P., « L'évolution du droit de la régulation », LPA, juin 2002, p .8

BEZARD P., « La mondialisation, la crise des marchés financiers et l'évolution de la réglementation applicable aux sociétés », in *Aspects actuels du droit des affaires. Mélanges en l'honneur de Y.Guyon*, Dalloz, 2003, p.7

BEZARD P., « Le juge de l'économie : conclusion», R.J.com. n°10, 2003, p .177

BEZARD P., « Face-à-face entre la notion française d'intérêt social et le gouvernement d'entreprise », LPA, n°31, 2004, p. 45

BEZARD Pierre, « Bicentenaire du Code Civil : le Viêtname », in *Le bicentenaire du Code Civil français : Interventions*, Maison du droit Vietnamo-Française, 2004

BONNEAU Th., « Des nouveautés bancaires et financières issues de la Loi n°2003-706 du 1er août 2003 de Sécurité Financière », JCP E., n° 38, 2003, I, 1325

BONNEAU Th., « Projet de règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers », Droit des Sociétés, Revue mensuelle du Jurisclasseur, p. 28

BONNEAU Th., « Commentaire de l'ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, JCP E, 2009, 1165

BREHIER B. et BOUCHETA H., « La réforme de l'appel public à l'épargne », JCP E, 2009, 1191

CANIVET Guy, « Les garanties de procédures applicables à la procédure de sanction de la COB », D.Aff. 1996, n°3, p.63

CASSOU P.-H., « La réforme des autorités des secteurs de la banque et de l'assurance prévue par la Loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière », LPA, n°228, 2004, p.15

CASTAGNÉ S., « Abécédaire des Lois NRE, Initiative Economique et Sécurité Financière : aspects de droit des sociétés », JCP N., n° 49, 2004, p. 1589

CASTAGNÉ S., « Abécédaire des Lois NRE, Initiative Economique et Sécurité Financière : aspects de droit des sociétés », JCP N., n° 48, 2004, p. 1572

COB, *Vade-mecum sur les obligations des dirigeants de sociétés cotées*, JCP E, 1997, p.1800

COURET A (obs.), Ass. Plén., 05 février 1999, affaire Oury , Revue de jurisprudence de droit des affaires Francis Lefebvre, 1999, n° 3, p. 203

COURET A, « Propos liminaires », LPA, n°218, 2003, p.4

COURET, A. et TUDEL, M., « Le nouveau contrôle légal des comptes », Dalloz, n° 33, 2003, Chron., p.2290

Cass. crim. , 26 octobre 1995, RJDA, 1995, n°857

COB, Communiqué du 31 juillet 1997, Bull. mens. COB, n°315, 1997, p.5

COB, Communiqué du 5 février 1999, Bull. mensuel COB, n°332, 1999, p.31

COB, Règlement intérieur, art.9 nouveau ; COB, Communiqué du 15 juin 1999, D. Aff. 1999, p.317

CONSEIL CONSTITUTIONNEL, décision n° 89-260, 28 juillet 1989, J.O. du 1er Août 1989, p.9676 ; R.F.D.A. 1989, p.671

CONSEIL CONSTITUTIONNEL, décision n° 97-395, 30 déc. 1997, Rec. p.333

CONSEIL CONSTITUTIONNEL, décision n° 2003-479 DC du 30 juillet 2003, Journal officiel du 2 août 2003, p. 13304 ; Rec. p. 409

CONSEIL DE L'EUROPE, « Les garanties de l'indépendance du pouvoir judiciaire dans un Etat de droit » Conclusions et Recommandations, 1997

COQUELET M.-L., « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'Autorité des Marchés Financiers », LPA, n° 228, 2003, p.6

COSCA S., « Les publications obligatoires incombant aux sociétés faisant appel public à l'épargne » , Banque, n°477, 1987, p.1038

CUTAJAR Ch., « L'article L. 563-3 du Code monétaire et financier est spécifique à la lutte contre le blanchiment de capitaux », JCP E., n° 27, 2004, II,

10105

DAIGRE J.-J., « Recours contre les décisions de la future Autorité des marchés financiers : compétence administrative ou judiciaire ? », RDBF , 2003, Alertes, p. 197

DAIGRE J.-J., « Le projet de Loi sur la Sécurité Financière », JCP G., n°13, 2003, act. 174

DAIGRE J.-J., « La Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de Sécurité Financière », JCP G., n°38, 2003, act. 435

DAIGRE J.-J., « La création de l’Autorité des Marchés Financiers », Rev. Soc., 2003, p.823

DAIGRE J.-J. & DEPREZ-GRAFF A., « Droit boursier et des marchés financiers », n° 39, 2003, I , 1361

DAIGRE J.-J. & de VAUPLANE H. (obs.), Décision « Banque Transatlantique » du 27 mai 2004, Banque n°96, 2004, p.36

DAIGRE J.J et. FRANÇOIS B., « Commentaire de l’ordonnance du 22 janvier 2009 relative à l’appel public à l’épargne », Rev. Soc. 1/2009, p.3

DECOOPMAN N., « La mise en place de l’Autorité des Marchés Financiers. Décret n°2003-1109 du 21 novembre 2003 », JCP E, n°4, 2004, p.97 ; idem in JCP G., n°1-2, 2004, p.2

DECOOPMAN N., « la nouvelle architecture des autorités financières, le volet institutionnel de la Loi de Sécurité Financière. Loi n°2003-706 du 1er août 2003 », JCP G., n° 42, 2004, p.1817

DECOOPMAN N., « Autorité des Marchés Financiers –Statut », J. –Cl. Banque, crédit, bourse, fasc.1510

DECOOPMAN N., « Commission des opérations de bourse », J.-Cl. Banque, crédit, bourse, fasc.1510

DECOOPMAN N., « Autorité des Marchés Financiers – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel », fasc.1512

DECOOPMAN N., « Autorité des Marchés Financiers –Pouvoirs de sanction », J.-Cl. Banque, crédit, bourse, fasc.1520

DUFOUR O., « Vers un renforcement du pouvoir de sanction du régulateur boursier », LPA, n°191,2004, p.3

DUFOUR O., « La COB entend sécuriser la pratique dite de « Data Room » », LPA, n°225-226, 2003, p.3

DUFOUR O., « L'AMF affiche une politique de fermeté », LPA, n° 116, 2005, p. 3

DUFOUR O., « La Commission des sanctions de l'AMF joue la transparence », LPA, n°216, 2008, p.3

DUFOUR O., « La polémique enfle autour de l'avenir de l'Autorité des Marchés Financiers », LPA, n°82, 2008, p.3

DUFOUR O., « L'AMF tire les leçons de la crise », LPA, n 135, 2009, p. 4

DUFOUR O., « Les entretiens de l'AMF mettent en exergue les faiblesses de la Directive MIF », LPA, n°258, 2009, p. 3

DUFOUR O., « L'AMF s'invite dans le débat sur le gouvernement d'entreprise », LPA, n°29, 2010, p. 3

FRISON-ROCHE M.-A. & MARIMBERT J. (s. dir.), « Régulateurs et juges : conclusions générales », LPA, n°17, 2003, in « Régulateurs et juges-Forum de la régulation »

FRISON-ROCHE M.-A., « L'esprit de la future loi de sécurité financière comparée à la loi NRE », Les Echos des 24-25 juin 2003

FRISON-ROCHE M.-A., « Les contours de l'Autorité des marchés financiers », in VAUPLANE (de) H. et DAIGRE J.-J. (dir.), Rev. Dr. Banc. Mélanges AEBDF, vol. IV, Revue Banque Edition, 2004, p.165

GARRIGUES B., « La Cour de Justice de l'Union et la sanction des Abus de marché », BJB, 01 mars 2010, n° 2, p. 79

GERMAIN M. & FRISON-ROCHE M.-A (obs.), Cass.com, 9 avril 1996, R.D.B.B, 1996, p.177

GERMAIN M. & NOURY M.-A, « La loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières », JCP. G, 1997, I, 022

GERMAIN M., « Euro et capital social : les premiers principes », JCP. E, n° 19, 1998, act. p. 721

GERMAIN M. & FRISON-ROCHE M.-A., « Droit des opérations sur capital », R.D.B.B. n°71, 1999, p.31

GERMAIN M., FRISON-ROCHE M.-A., MARIN J.C & PENICHON C. (obs.), Paris, 1re ch., section H, 7 mars 2000, R.D.B.B., 2000, p.32.

GERMAIN M., « LE JUGE CLASSIQUE » (in colloque sur « Le juge de l'économie »), R.J.com. , n° 11, numéro spécial, 2002, p.17

GERMAIN M., « La loi n° 2003-721 du 1er août 2003 pour l'initiative économique », JCPG., n° 36, 2003, act. 401, p.1493

GERMAIN M., « La réforme des valeurs mobilières, la création et la disparition des actions de préférence », R.D.B.F., 2004, n° 5, p. 367

GERMAIN M., « L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales », JCP G., n° 38, 2004, act. 440

GERMAIN M., « A propos de l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales, les actions de préférence », Rev. Soc., n° 3, 2004, p. 597

GERMAIN M., « A propos de l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'Outre-Mer des lois ayant modifié la législation commerciale, l'ordonnance du 24 juin 2004: réforme ou révolution ? », D. soc. , n° 8-9, 2004, p. 3

GERMAIN M., FRISON-ROCHE M.-A, PENICHON C, COTTERET J.-M., SENAC DE MONSEMBERNARD M., RAPP L., « Chronique de Droit de la régulation no I », LPA, 2005, n° 66, p.3

GRANIER Th., « Le Commissaire aux comptes dans les sociétés qui font appel public à l'épargne », in *Aspect actuels du Droit des Affaires, Mélanges en l'honneur d'Yves Guyon*, p. 457.

GRANIER Th., « La réforme du contrôle légal par la Loi de Sécurité Financière », LPA, 2003, n°228, p.82

HASCHKE-DOURNAUX M., « Les sanctions dans la Loi de Sécurité Financière », LPA, 2003, N° 228, p.110

JACQUIN A., « L'impartialité objective de l'expert judiciaire et sa récusation », Gaz. Pal., 2003, p.3

LAFORTUNE M-A., DEGUELDRE J-M., GRAMBLAT L et HERBIERE M (obs.), Ass. Plén., 05 février 1999, Oury c/ Agent judiciaire du Trésor, Gaz. Pal., 1999, n° 56, p. 8

LAMBERT Th., « La Sécurité financière et l'Etat. Bilan et Perspectives », LPA, 2004, n°226-227, p.11

« Législation. - Marchés financiers. Mise en place de l'Autorité des marchés financiers D. n° 2003-1109, 21 nov. 2003 : *Journal Officiel* 23 Novembre 2003, et *rectif. Journal Officiel* 29 Novembre 2003, JCP E., n° 49, 2003, act. 310

« Législation. - Marchés financiers. Homologation des règlements COB n° 2003-07 et n° 2003-08 : réglementation relative aux OPCVM et aux prestataires de services d'investissement exerçant une activité de gestion pour le compte de tiers », JCP E., n° 49, 2003, act. 310

LIENHARD A (obs.), Cass. Crim., 1er mars 2000, Dalloz 2000, n°18, p.229

LETTERON R., « L'universalité des Droits de l'Homme : apparences et réalités », AFRI, volume II, éd. Bruylant, 2001, p. 145

MARTIN D. & ANGEL K., « Réflexions sur la mise à disposition du public d'une information privilégiée », BJB, 01 mai 2010 n° 3, p. 274

MARTIN LAPRADE F. ET SULMAN J./ DUFOUR O., « L'AMF bientôt plus puissante que son homologue américaine ? » : LPA, n°39, 2005

MARTIN LAPRADE F., « La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ? », BJB, 2009, n° Spécial, p. 439

MERVILLE A-D, « la constitution de partie civile des actionnaires en cas d'abus de pouvoir et de délit d'initiés : deux approches distinctes ? », in « Chronique de Droit financier n° III (3<sup>ème</sup> partie) », LPA, 2003, n° 155, p.3

MICHAU J.-P., « Enquêtes nationales et internationales », Bull. Joly, n° 11 bis, 1990, p.43

MICHAU J.-P. (s.dir.), « La protection des investisseurs : la lutte contre la fraude financière transnationale dont sont victimes les particuliers », Bull. mens. COB, n°275, 1993, p.19

MICHAU J.-P., Audition du 30 mai 2001 in *La lutte contre le blanchiment de capitaux en France : un combat à poursuivre* (Rapport d'information de M. A. de Montebourg n°2311), 589 p.

MOULIN J.-M., « La réforme du périmètre de consolidation comptable (article de la loi n° 2003-706 du 1er août 2003) » LPA, n°228, 2003, p.95

NOTTE G., « Ordonnance n°2009-80 du 22 janvier relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière », JCP E 2009, act.47

PACLOT Y., « Remarques sur le pouvoir de sanction administrative de la future Autorité des Marchés Financiers », JCP E n°24, 2003, act.174, p.971

PRADA M. (obs.), Paris, 1<sup>re</sup> ch., section H, 7 mars 2000, Bull. mens. COB, n°344, 2000, p.12

RAMEIX G., « L'Autorité des Marchés Financiers », LPA, 2003, n° 228, p.12

RIFFAULT-SILK J., « Infractions Boursières », Rev. Sc. Crim., 2004, p.108-119

RONTCHEVSKY N. (obs.), Cass. Crim., 1er mars 2000, BJB, 2000, p.443

RONTCHEVSKY N. (obs.), Paris, 26 octobre 1999 : BJB, 2000, p.153

RONTCHEVSKY N., « Les sanctions administratives : régime et recours », BJB, 2004, p.1

RONTCHEVSKY N., « Commentaire du décret n°2003-1109 du 21 novembre 2003 relatif à l'Autorité des Marchés Financiers », BJB, 2004, n°02, p.147.

ROUSSEL F., « Organisation et missions de l'Autorité des Marchés Financiers », BJB, 2004, n°2, p.139

ROUSSEL F., « Pouvoir de sanction de l'Autorité des Marchés Financiers », in La sécurité financière et l'Etat. Bilan et perspectives. , l'Harmattan, 2004, p.43

ROUSSEL F., « Présentation des grandes lignes d'une procédure de transaction conduite par l'AMF (compte- rendu du colloque organisé par l'AEDBF le 8 févr. 2005) », disponible sur [www.aedbf.asso.fr/colloques/resumetransactionamf.doc](http://www.aedbf.asso.fr/colloques/resumetransactionamf.doc)

RUIMY Michel, « La Bourse en France », in Bourse et marchés financiers, Cahier Français n°301, 2001, la Documentation Française, p.6.

SABOURIN P., « les autorités administratives indépendantes une catégorie nouvelle », AJDA, 1983, p.275

SAINT MARS (de) B. « Le pouvoir de sanction de l'AMF, un élément central de la crédibilité de la Place et de ses acteurs », BJB, n°5, 2009, p.351

STASIAK F. (obs.), Cass. crim., 11 déc. 2002, (affaire A. Géniteau c/ X.), BJB, 2003, p. 149.

SUDRE F. (obs.), CEDH, « Oliveira contre Suisse », 30 Juillet 1998, JCP G 1999, I, n°105

TEITGEN-COLLY C., « les instances de régulation et la Constitution », Revue du Droit Public et de la science politique en France et à l'étranger, n°1,1990, p.153

TORCK S., « L'étau se desserre autour des initiés », BJB, 01 mars 2010, n° 2, p. 92

THOMASSET-PIERRE S., « L'Autorité des Marchés Financiers : une autorité publique ambivalente », Mélanges AEDBF, vol. IV, RDBF, 2004, p.417

VATINET R., « la Loi de Sécurité Financière », in La sécurité financière et l'Etat. Bilan et perspectives. , l'Harmattan, 2004, p.29

VAUPLANE (de) H. et SIMART O., « Délits boursiers : propositions de réformes », RDBB, 1997, p.85

VIANDER A., « Les actions de préférence (ord. N°2004-604 du 24 juin 2004, art.31) », JCP E, n°40, 2004, p.1528

VRIES (de) G., « La responsabilité civile de la société envers les actionnaires en cas d'information incomplète ou prématurée », JCP E., n°19, 2004, II , 695

## 2. ARTICLES ET CHRONIQUES VIETNAMIENS

AN HUY & AN KHANH, “*Xu ly vi pham trong linh vuc Chung khoan Viet Nam. Xung quanh viec trien khai Thong tu 46/2009/TTLT-BTC-BCA* » [Traitement des abus de marché et des autres violations boursières. Mise en œuvre de la Circulaire n°46/2009/TTLT-BTC-BCA], *Chung khoan Viet Nam*, n°126, 2009, p.11

BUI TAT THANG, “After the war: 25 years of Economic Development in Vietnam”, *National Institute for Research Advancement Review*, été 2000, p.21

CAO MAI PHUONG, « Toward a fair and ebullient stock market », *Vietnam Law & Legal Forum*, 2007, p.8

COMITE D'ETAT DE LA BOURSE, Département de la coopération internationale, « Hoi nhap thi truong von quoc te nam 2008.Phuong huong hanh dong nam 2009 » [Intégration parmi les marchés de capitaux du monde en 2008. Orientations des actions pour l’année 2009], *Chung khoan Viet Nam*, n°123&124, 2009, p.19

COMITE D'ETAT DE LA BOURSE, Département de l’inspection, « Cong tac thanh tra, xu ly vi pham tren thi truong chung khoan trong nam 2008 [Inspection et traitement des violations commises sur les marchés boursiers du Vietnam en 2008], *Chung khoan Viet Nam*, n°123&124, 2009, p. 23

DANG CONG HOAN, « Quelles mesures pour que le marché boursier vietnamien tienne un rôle important dans l’économie nationale ? », *La Revue Bancaire*, n°15, 2005, p.61

« Decree to detail Securities Law », *Vietnam Law & Legal Forum*, 2007, p.25

DIEN SON, « L'information est une source de renseignements inestimable pour les investissements », Revue de placement en Bourse, n° 117, 2002, p.18

«Dinh huong phat trien Thi truong Chung khoan Viet Nam trong nhung nam toi », 03 déc. 2007: <http://ncseif.gov.vn/Default.aspx?cat=15&mod=News&nid=9404>

DO THANH PHUONG, « Mot so giai phap han che thong tin bat doi xung tren TTCK Vietnam » [Solutions nationales pour limiter les asymétries d'informations en Bourse], Chung khoan Viet Nam, n°126, 2009, p.14

DUONG THI PHUONG, « Giam sat thi truong chung khoan Hong Kong: giam sat hoat dong cua cac dinh che trung gian thi truong va xu ly vi pham giao dich » [Surveillance de la Bourse de Hong Kong : surveillance des professionnels de marché et traitement des manquements], Chung khoan Viet Nam, n °11, 2008, p.79

« Fertile ground », Vietnam Economic Times, August 2006, p. 40

HAN TIN, « Il manque encore des éléments de droit essentiels en matière d'information des sociétés cotées », Revue de placement en Bourse, n° 04, 2005, p.10

HOWES J., « The Securities Market in Vietnam », Vietnam Law & Legal Forum, 2007, p.14

HOANG NGUYEN, « Les principes d'activité de base du marché boursier », Chung khoan Viet Nam, n°7, 2000, p.54

HUY NAM, « Cac yeu cau nen tang cho mot so giao dich Chung khoan hien dai »[Conditions nécessaires pour des transactions boursières modernes], Chung khoan Viet Nam , 2005, p.50

HOANG DUNG, « Gop ban ve giai phap han che giao dich tieu cuc tren thi truong chung khoan » [Solutions pour limiter les effets négatifs quant aux négociations en bourse], Chung khoan Viet Nam, n° 1+2, 2005, p. 23

LA HUONG, « Cac quy dau tu nuoc ngoai dang thuc hien co cau lai danh muc dau tu (P/v ong D.Scriven) » [ Les fonds d'investissement étrangers sont en train de restructurer leurs portefeuilles d'investissement (interview de M. D.Scriven)], Chung khoan Viet Nam , n°129, 2009, p.15

LA HUONG & LE PHUONG, « Nghi dinh thay the nghi dinh 36/CP ve xu phat vi pham hanh chinh trong linh vuc Chung khoan va TTCK [Commentaires sur le projet pour le remplacement du décret 36/CP sur les sanctions administratives des violations boursières], Chung khoan Viet Nam, n°126, 2009, p.3

LE DANG DOANH, « Investissement Direct Etranger au Vietnam: résultat, défis et perspectives », 2007

LE HOANG NGA & NGUYEN THI CAM THUY, « Hinh thanh cac tap doan tai chinh - ngan hang: xu huong phat trien o Viet Nam » [La formation des groupes financiers et bancaires et leur développement au Vietnam], Chung khoan Viet Nam, n°8, 2006, .p. 35

LE NHI NANG & NGUYEN ANH TUAN, « Trung tam giao dich Chung khoan TP. Ho Chi Minh-Tong quan 6 nam hoat dong va phat trien », [Regards sur les 6 années de fonctionnement passées de la Bourse de Ho Chi Minh Ville], Chung khoan Viet Nam, n°7, 2006, p. 45

MAI THU, « TTCK Viet Nam con co nhieu tiem nang phat trien trong trung va dai han », (P/v ong Vu Bang Chu tich UBCKNN) » [La Bourse du Vietnam a encore beaucoup de potentiel pour se développer à moyen et long terme] (Interview de M. Vu Bang Président du CEB), Chung khoan Viet Nam, n°123&124, 2009, p.5

MAI THU, « Góp ban ve mot so van de can sua doi Nghi dinh 109/CP ve CPH DNNN » [Contribution sur les amendements du décret n° 109/CP relatif à l'actionnarisation des entreprises publiques], Chung khoan Viet Nam, n°126, 2009, p.37

« Les entreprises et le marché boursier », Revue de placement en Bourse, n°4, 2005, p.28

NAM KHANH, « On dinh , phat trien TTCK Viet Nam » [Stabilisation et développement de la Bourse], Chung khoan Viet Nam , n°125, 2009, p.3

NGUYEN C., « The Vietnamese Stock Market: Viability in Southeast Asia and Appeal Around the World », 21 Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Journal 607, August 1999

NGUYEN HOANG HAI, « Suggestions on securities bill », Vietnam Law & Legal Forum, 2006, p.18.

NGUYEN THI ANH VAN, « Che do cong bo thong tin theo Luat chung khoan nam 2006 » [Diffusion de l'information sous la Loi sur les Instruments Financiers de 2006] , TC Luat hoc, n 8, 2006, p. 60

NGUYEN THE THO, « Luat Chung khoan-Dam bao TTCK hoat dong cong khai, cong bang, minh bach, bao ve quyen va loi ich hop phap cua nha dau tu » [La Loi sur les Instruments Financiers garantit la publicité, l'équité et la transparence du marché boursier ainsi que la protection des intérêts légitimes des investisseurs], Chung khoan Viet Nam, n°7, 2006, p. 36

NGUYEN THI LIEN HOA, « Giam sat hoat dong giao dich Chung khoan » [Surveillance des activités boursières], Chung khoan Viet Nam, n° 3/ 2007, p.10

NGUYEN MINH PHONG, « Phat hanh co phieu doanh nghiep tren thi truong chung khoan: mot vai nhin nhan va cac giai phap nang cao hieu qua trong boi canh hien nay » [Émission d'instruments financiers: des solutions et des

perspectives pour davantage d'efficacité dans le contexte actuel] , Chung khoan Viet Nam , n°11, 2008, p. 46

NGUYEN SON TS., « TTCK Viet Nam truoc tac dong cua khung hoang tai chinh My »[Le marché boursier vietnamien sous l'impact de la crise financière américaine], Chung khoan Viet Nam, n°123&124, 2009, p.15

NGUYEN THI MUI, « Kich cau thi truong chung khoan - can co cach nhin toan dien hon » [Amélioration de la Bourse - besoin d'une étude plus complète], Chung khoan Viet Nam, n°3, 2008, p. 6

NGUYEN THI THUAN, « New law opens up securities market to foreigners », Vietnam Law & Legal Forum, 2007, p.11

NGUYEN TRUNG KIEN, “Stock market: records and expectations”, Vietnam Law & Legal Forum, 2007, p. 19

PHAM NGUYEN HOANG, “Xay dung he thong cong bo thong tin tren thi truong chung khoan (con nua)”, [Construire l'information qui renforce le marché boursier (suite)], Chung khoan Viet Nam, n°3/ 2005, p. 43

PHONG TUAN TRAN, “Comparative analysis: Vietnam's Economic Liberalization And Outreach: Legal Reform”, NAFTA: Law and Business Review of the Americas 139, Winter 2003

THANH VAN, “ Cong nghe thong tin nganh chung khoan - nhung bai toan giai phap doi voi tung to chuc tham gia thi truong”, [La technologie de l'information dans le domaine des instruments financiers-questions et solutions pour tous les intervenants de marché], Chung khoan Viet Nam , n° 9, 2006, p. 21

TON TICH QUY, « Mot so ket qua nghien cuu ban dau qua khao sat cong ty dai chung chua niem yet tren TTCK tap trung » [Grandes lignes sur l'étude des sociétés non- cotées faisant offre au public de leurs titres], Chung khoan Viet Nam, n°125, 2009, p.11

PHAN LE & TC THUONG MAI, « Doi dieu ve giao dich Chung khoan » [Transactions en bourse], Chung khoan Viet Nam, n° 17, 2007, p. 3 et p.8

PHAN MINH TUAN, « Thi truong giao dich Chung khoan chua niem yet » [Opérations sur le marché des instruments financiers non-cotés], Chung khoan Viet Nam , n°10, 2004, p. 3

«Policy investment requests», Vietnam Economic Times, août 2006, p. 18

« Questions of timing», Vietnam Economic Times, juin 2008, p. 30.

QUACH MANH HAO, «Equitization in Vietnam: Corporate Governance Perspective», 2008, 17p.

« Short timers », Vietnam Economic Times, juin 2006, p. 18

TRAN DAC SINH, « Renforcement et perfectionnement des activités de diffusion de l'information sur le marché boursier vietnamien (Sujet de recherche au niveau du Comité d'Etat de la Bourse) », 2002

TRAN DAC SINH, « Le processus d'émission de titres financiers sur le marché vietnamien», CEREV, colloque sur le marché boursier des 8 & 9 décembre 1999

TRAN THAI DUONG, « Institutionalizing the party's lines”, Vietnam Law & Legal Forum, 2005, p.13

«The Bourse To Develop More Robustly In 2007”, Vietnam Law & Legal Forum, Law 2007 , 2005, p.1

TRAN VAN SON, « Revising Complaint & Denunciation Law in line with BTA & WTO agreements”, Vietnam Law & Legal Forum, 2005, p.16

TRAN XUAN HA, « Renforcement de la publicité, de l'égalité et de la transparence du marché boursier », Chung khoan Viet Nam, n°1, 2003, p.4

TRAN XUAN HA, « Vietnam Securities Market: pluses & minuses », Vietnam Law & Legal Forum, 2005, p.21

« Trung tam giao dich Chung khoan voi su phat trien cua thi truong Chung khoan Viet Nam » [Centre des transactions boursières et développement de la Bourse du Vietnam], Chung khoan Viet Nam, 2006, n°1+2 , p. 54

VÂN LINH, «Cac yeu cau nen tang cho mot so giao dich Chung khoan Viet Nam hien dai» [Quel modèle pour les opérations de bourse au Vietnam ?], Chung khoan Viet Nam, 2006, n° 5

VIETNAM BUSINESS FORUM, «Meeting on Draft Circular on Disclosure in the Securities Market», 19 mars 2009, consultable sur son site web

VU THI KIM LIEN, « Renforcement du régime de diffusion de l'information des sociétés cotées », Chung khoan Viet Nam, n°2, 2002, p. 17

VU THI KIM LIEN, « Phat trien hang hoa cho thi truong chung khoan - ket qua dat duoc va mot so giai phap phat trien » [Développement de produits financiers pour le marché boursier – résultats obtenus et solutions de développement], Chung khoan Viet Nam, n°11, 2007, p. 13

#### **IV. SITES WEB**

##### **1. SITES WEB FRANÇAIS**

[www.aedbf.asso.fr](http://www.aedbf.asso.fr) : Association européenne pour le droit bancaire et financier

[www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr) : Association Française de Gestion Financière

[www.amf-france.org](http://www.amf-france.org) : Autorité des Marchés Financiers, notamment :

- « Pour une meilleure régulation », mai 2006
- «Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'Autorité des Marchés Financiers », déc. 2010

[www.assemblee-nationale.fr](http://www.assemblee-nationale.fr) : Assemblée Nationale

[www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr) : Banque de France

<http://www.banque-france.fr/acp/index.htm> : Autorité de Contrôle Prudentiel

[www.ccamip.fr](http://www.ccamip.fr) : Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM)

[www.conseil-etat.fr](http://www.conseil-etat.fr) : Conseil d'Etat

[www.courdecassation.fr](http://www.courdecassation.fr) : Cour de Cassation

[www.dalloz.fr](http://www.dalloz.fr) : Dalloz, notamment :

-S. Lavric, « Arrêt de Grande chambre dans l'affaire Medvedyev : le statut du parquet tombé à l'eau ? » (CEDH, Gde ch., 29 mars 2010, Medvedyev c. France)

-A.Liénard, « Par cette décision, très attendue, la CJUE confirme l'objectivation de la notion d'utilisation d'une information privilégiée. Est ainsi implicitement validée la position de la Commission des sanctions de l'AMF (CJUE, 23 déc. 2009, Spector Photo Group, Chris Van Raemdonck/CBFA) »

[www.euronext.fr](http://www.euronext.fr) : Euronext Paris

[www.ladocumentationfrancaise.fr](http://www.ladocumentationfrancaise.fr) : la Documentation Française

[www.latribune.fr](http://www.latribune.fr) : La Tribune

[www.legifrance.gouv.fr](http://www.legifrance.gouv.fr) : Legifrance

[www.lemonde.fr](http://www.lemonde.fr) : Le Monde

[www.senat.fr](http://www.senat.fr) : Sénat

[www.service-public.fr](http://www.service-public.fr) : Service Public

## 2.SITES WEB VIETNAMIENS

[//asemconnectvietnam.gov.vn](http://asemconnectvietnam.gov.vn) : ASEM

[www.business.gov.vn](http://www.business.gov.vn) : Ministère du Plan et de l'investissement –Agence pour le développement des PME

[www.hastc.org.vn/](http://www.hastc.org.vn/) : Hanoi Securities Trading Center

<http://www.hnx.vn/> : Hanoi Stock Exchange

[www.hsx.vn](http://www.hsx.vn) : Ho Chi Minh City Stock Exchange

[www.itpc.hochiminhcity.gov.vn](http://www.itpc.hochiminhcity.gov.vn) : Centre de Promotion de l'Investissement et du Commerce à Ho Chi Minh Ville

[//vneconomy.vn](http://vneconomy.vn) : Thoi Bao Kinh Te Viet Nam

[//lecourrier.vnagency.com.vn/](http://lecourrier.vnagency.com.vn/) : Le Courrier du Vietnam

[www.mof.gov.vn](http://www.mof.gov.vn) : Ministère des Finances, notamment :

-« Vietnam to host regional securities market meeting », 1er nov. 2006

[www.na.gov.vn](http://www.na.gov.vn) : Assemblée Nationale de la République Socialiste du Vietnam

[www.nhandan.org.vn](http://www.nhandan.org.vn) : Nhan Dan online

[www.ssc.gov.vn](http://www.ssc.gov.vn): Comité d'Etat de la Bourse du Vietnam [State Securities Commission of Vietnam], notamment :

« UBCKNN lay y kien du thao Thong tu huong dan giao dich mua - ban lai chung khoan cua cong ty chung khoan, 01/10/2009 » (TIN TỨC> Tin Ủy Ban Chứng khoán )

[www.vietstock.vn](http://www.vietstock.vn) : Vietstock

<http://tinnhanhchungkhoan.vn/> : Đầu tư Chứng khoán Online

[www.vnexpress.net/Vietnam/Kinh-doanh/Chung-khoan](http://www.vnexpress.net/Vietnam/Kinh-doanh/Chung-khoan).

### 3. SITES WEB INTERNATIONAUX

//eur-lex.europa.eu /fr/index.htm : Eur-Lex

[www.imf.org](http://www.imf.org) : International Monetary Fund [Fond Monétaire International]

[www.IOSCO.org](http://www.IOSCO.org) : International Organisation of Securities Commissions [Organisation Internationale des Commissions de Valeurs], notamment :

- IOSCO, *Objectives and principles of Securities regulation*

<http://www.wto.org/> : World Trade Organisation [Organisation Mondiale du Commerce]

[www.undp.org.vn](http://www.undp.org.vn) : United Nations Development Programme for Vietnam

[www.worldbank.org.vn](http://www.worldbank.org.vn) : The World Bank in Vietnam

### V. CONFERENCES

Conférence sur l'indépendance du régulateur, 23 avril 2003

« Laisser-faire ou régulation ? Une synthèse des théories économiques », 23 nov. 2004

« Negotiated rulemaking », 30 nov. 2004

« The Commission's Green Book on Public Private Partnerships », 07 déc. 2004

« Régulation économique et démocratie politique », 04 avril 2005

**INDEX**

*(Les chiffres renvoient aux numéros de page)*

appel public à l'épargne	111	Cour de Justice de l'Union	
appel public à l'épargne	112	Européenne	255
associations	79, 88, 173, 236	Cour Européenne des Droits de	
autorité administrative indépendante		l'Homme	203, 207, 225, 294, 296
	191, 194	déontologie	75, 80, 106
autorité de régulation	26, 34	dépositaire central	89, 153
autorité publique indépendante	190,	Droits de l'Homme	226, 301, 302
	191	droits de la défense	258, 279, 311
Bourse des valeurs	12	droits fondamentaux	95
budget	92	échange d'informations	222, 282
CESR	78, 151, 253	entreprise de marché	124, 125, 128
chambre de compensation	68, 69,	fond commun de placement	59, 60, 63
	89, 153	incompatibilités	81, 198
CJUE <i>Voir</i> Cour de Justice de l'Union		intermédiaires financiers	77, 155
Européenne		marché réglementé	39, 88, 89, 112,
COB	33, 35, 286		129, 136, 153, 249
conflit d'intérêt	159, 266	offre publique d'acquisition	67
Conseil Constitutionnel	225, 226, 279,	offres publiques d'acquisition	184
	294	OICV	76, 81, 106
Conseil d'Etat	26, 202, 229, 331	partie civile	276, 277, 278, 279, 280
Cour d'appel	163, 256, 301, 321, 324,	Président du Tribunal de Grande	
	331	Instance	162

présomption d'innocence	160, 301	Tribunal de Grande instance	303
récusation	229, 230, 231	Tribunal de Grande Instance	162, 217, 282, 334, 337
sanctions administratives	219, 250, 287, 289, 291, 304, 335	victime	239, 276, 280, 281, 317, 342
sanctions disciplinaires	287, 289	visite domiciliaire	162, 163
SICAV	58, 59, 61		
système multilatéral de négociation	112, 136, 153, 249		

**TABLE DES MATIERES**

<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>11</b>
<b>PARTIE 1. L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS ET LE COMITE D'ETAT DE LA BOURSE, UNE DEMARCHE COMMUNE DANS UN BUT DE PROTECTION DE L'EPARGNE ET D'EQUILIBRE DES MARCHES.</b> .....	<b>31</b>
<b>CHAPITRE 1. DES INSTANCES PUBLIQUES LEGITIMEMENT ETABLIES</b> .....	<b>32</b>
<i>SECTION 1. DES ORGANES ADMINISTRATIFS</i> .....	<b>33</b>
§1. Un statut juridique licitement fondé .....	33
§2. Une fonction administrative spéciale .....	39
A. Importance de la mission de protection de l'épargne .....	39
B. Notion d'instruments financiers .....	40
1. Les titres financiers .....	42
a. Les titres de financement .....	42
α. Les titres de capital .....	42
α1. Les actions .....	43
α2. Les titres composés .....	50
β. Les titres d'emprunt .....	53
β1. Les titres obligataires .....	53
β2. Les titres de créance négociables .....	57
γ. Les produits de placement collectif .....	58
b. Les titres dérivés .....	65
α. Les bons d'option .....	65
β. Les credit linked notes (CLN) .....	66
γ. Les certificats de valeur garantie .....	67
2. Les contrats financiers .....	67
<i>SECTION 2. UNE FONCTION D'AUTORITE</i> .....	<b>74</b>
<i>Sous-section 1. Une fonction étendue</i> .....	<b>75</b>
§1. Des autorités morales et juridiques .....	75
A. Des autorités morales .....	75
B. Des autorités juridiques .....	85
§2. Une influence liée aux statuts des membres dirigeants .....	87
<i>Sous-section 2. De réels moyens</i> .....	<b>91</b>
§1. Des moyens matériels .....	91
§2. Des moyens humains .....	93
A. La direction .....	93
1. La direction de l'Autorité des Marchés Financiers .....	93
a. Le Collège .....	94
b. La Commission des sanctions .....	98
2. La direction du Comité d'Etat de la Bourse .....	100
B. Les services .....	101
1. Les services de l'Autorité des Marchés Financiers .....	101
2. Les services du Comité d'Etat de la Bourse .....	103
<i>Conclusion du chapitre</i> .....	<b>104</b>

<b>CHAPITRE 2. UNE REGULATION QUI REPOSE SUR L'UTILISATION PERMANENTE DE PREROGATIVES CONSIDERABLES.</b> .....	107
<b>SECTION 1. LE POUVOIR DE CONTRÔLE.</b> .....	107
<i>Sous-section 1. Le contrôle de l'information financière et comptable</i> .....	107
§1. L'information diffusée préalablement à une offre de souscription .....	113
A. Règles générales .....	113
1. Notion de prospectus .....	113
2. Régime applicable au prospectus .....	116
a. Etablissement du prospectus .....	116
b. Approbation du prospectus .....	120
c. Diffusion du prospectus .....	123
B. Règles spéciales concernant l'information diffusée avant l'admission aux négociations sur un marché réglementé. ....	124
§2. L'information diffusée postérieurement à la cotation.....	129
A. Les obligations d'information.....	130
1. L'information périodique .....	130
2. L'information permanente .....	136
a. Divulgateion de l'information privilégiée.....	137
b. Déclarations relatives aux prises de participation .....	143
α. Déclaration de franchissements de seuil.....	143
β. Déclaration d'intention .....	149
γ. Pacte d'actionnaires .....	150
B. Informations à destination directe de l'autorité de régulation.....	151
<i>Sous-section 2. Le devoir de surveillance</i> .....	152
§1. Etendue de la surveillance .....	152
§2. Le pouvoir d'enquêter .....	156
A. Ouverture d'une enquête .....	156
B. Procédure d'enquête .....	160
<b>SECTION 2. LE POUVOIR REGLEMENTAIRE</b> .....	166
§1. Le pouvoir réglementaire stricto sensu.....	168
§2. Le pouvoir réglementaire lato sensu .....	174
A. Les instructions et les recommandations .....	175
B. Les autres types d'actes .....	177
<i>Conclusion du chapitre.</i> .....	181
<b>PARTIE 2. L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS ET LE COMITE D'ETAT DE LA BOURSE: UNE REGULATION À GEOMETRIE VARIABLE</b> .....	188
<b>CHAPITRE 1. DEUX INSTITUTIONS QUI SE DISTINGUENT PAR LEURS RELATIONS</b> .....	189
<b>SECTION 1. RELATIONS AVEC LES POUVOIRS PUBLICS NATIONAUX RESPECTIFS</b> .....	190
<i>Sous-section 1. Une situation juridique contrastée</i> .....	190
§1. Place au sein de l'appareil d'Etat .....	190
A. Contexte.....	190
B. Conséquences.....	195
§2. Indépendance .....	197
A. Le régulateur français .....	197
1. Définition de l'indépendance .....	197
2. Garanties d'indépendance .....	198
a. Garanties statutaires.....	198
b. Le Commissaire du Gouvernement.....	201

## La Régulation des Marchés Financiers en France et au Vietnam.

B. Le régulateur vietnamien.....	203
<i>Sous-section 2. Un accroissement des attributions à un rythme différent : le pouvoir de transiger</i> .....	211
§1. Un pouvoir d'inspiration étrangère .....	213
§2. Une réalisation dans l'expectative .....	214
A. Légitimité de l'attribution du pouvoir de transaction ? .....	214
1. Genèse du mécanisme transactionnel .....	217
2. Dévolution transactionnelle impérieuse .....	220
3. Corrélation du pouvoir de transaction et du pouvoir de sanction ? .....	221
4. Réactions des régulateurs .....	227
<b>SECTION 2. RELATIONS BILATERALES EXTRANATIONALES</b> .....	234
§1. Coopération avec les autorités d'autres Etats.....	234
§2. Coopération liée au développement de l'autorité de régulation.....	236
<b>CHAPITRE 2. DES POUVOIRS REPRESSIFS ASSYMETRIQUES.</b> .....	243
<b>SECTION 1. LA NATURE DES POUVOIRS REPRESSIFS.</b> .....	248
<i>Sous-section 1. Les comportements incriminés</i> .....	248
§1. Les opérations d'initié .....	251
A. Le manquement .....	251
B. Les infractions .....	261
1. Le délit d'initié .....	262
2. Le délit de communication d'information privilégiée .....	264
§2. Les manipulations de marché .....	266
A. La diffusion de fausse information.....	266
1. Le manquement .....	266
2. L'infraction .....	268
B. La manipulation de cours .....	269
1. Le manquement .....	269
2. L'infraction .....	272
<i>Sous-section 2. Etendue des pouvoirs répressifs</i> .....	275
§1. Pluralité quant aux poursuites.....	275
A. Les auteurs des poursuites.....	275
B. Les autorités compétentes .....	282
§2. Pluralité des sanctions .....	286
A. La dualité des sanctions du régulateur.....	286
B. Le cumul de sanctions administrative et pénale .....	293
1. Admission du cumul de sanctions administrative et pénale ? .....	293
2. Atténuations au principe de double cumul des sanctions en France .....	301
<b>SECTION 2. LES MODALITES D'EXERCICE DU POUVOIR DE SANCTION</b> .....	308
§1. La répression directe .....	308
A. Procédure de sanction .....	308
1. Déroulement de la procédure de sanction .....	309
2. Influence de la jurisprudence ou de la doctrine sur la procédure .....	319
B. Voies de recours contre les décisions de sanctions.....	330
§2. La répression indirecte.....	334
A. Les mesures d'urgence .....	334
B. Les injonctions .....	336
<i>Conclusion du chapitre</i> .....	340
<b>CONCLUSION GENERALE</b> .....	344

<b>REPERES BIBLIOGRAPHIQUES .....</b>	<b>347</b>
<b>INDEX .....</b>	<b>377</b>
<b>TABLE DES MATIERES .....</b>	<b>379</b>