

## Voyage d'études 2003

Journée de travail à la Maison du Droit  
Vietnamo-Française - Hanoi – Vietnam

3 novembre 2003

### Actualité de la réglementation boursière au Vietnam et en France



Intervention de **Monsieur Pham Trong Binh**, *Directeur adjoint du département chargé de la gestion de l'émission des titres, Commission d'Etat de bourse au Vietnam*

#### **La bourse des valeurs mobilières au Vietnam fonctionnement du marché, réglementation, évolution**

##### **I - Fonctionnement et évolution de la bourse des valeurs mobilières au Vietnam**

Sous la conduite du Gouvernement vietnamien, la bourse des valeurs mobilières a été inaugurée en juillet 2003 par la Commission d'Etat de bourse en coordination avec d'autres ministères et administrations centrales. Après 3 ans d'existence, la bourse des valeurs mobilières au Vietnam a obtenu les résultats suivants

##### **1. Organisation et fonctionnement de la bourse**

Le Centre des Opérations de Bourse de Hochiminh ville (COB) est une structure centralisée de petite dimension. Sa fonction est de déterminer le prix des valeurs mobilières sur la base des offres et des demandes, et de faciliter la circulation des capitaux auprès des investisseurs en bourse.

La bourse des valeurs mobilières au Vietnam a démarré avec deux actions cotées seulement dont le montant total était de 270 milliards de dongs vietnamien. Le montant total des titres cotés jusqu'à à ce jour s'élève à 6.600 milliards de dongs, dont 1.000 milliards sont des actions émises par 21 sociétés anonymes et plus de 5.500 milliards des bons du Trésor et des obligations émises par la Banque d'Investissement et de Développement. Pendant le premier temps, le Centre des Opérations de Bourse n'organisait que 3 séances par semaine, contre 5 séances par semaine depuis mars 2002. Il a réalisé jusqu'au 30 juin 2003, 570 séances de bourse de manière continue et sécuritaire, le volume des transactions atteint environ 3.700 milliards de dongs, dont 88% concernent les actions et 12% les obligations.

Le COB est parvenu à mener à bien sa fonction de placement en bourse, bien que ses moyens techniques et humains soient très limités. Le système de placement en bourse fonctionne de manière assez efficace, ce qui permet de réduire le délai de paiement de 4 jours à 3 jours. En dehors du placement en bourse de 100% des obligations cotées, le nombre des actions cotées et placées en bourse est supérieur à 50%, ce qui rend le paiement des transactions de valeurs mobilières plus rapide et permet de réduire au maximum des risques.

Le COB est très actif pour fournir dans les meilleurs délais des informations aux investisseurs par l'intermédiaire des sociétés de bourse, et actuellement, le système hotline permet de fournir des informations en ligne en remplacement du mode d'information traditionnel dans la salle des marchés par les représentants des sociétés de bourse.

Depuis le 20 mai 2003, le COP essaie d'appliquer un certain nombre de solutions techniques, à savoir : la réduction du nombre d'actions par lots, l'augmentation de une à deux cotations par séance de bourse, ajout de nouveaux ordres de bourse au prix de cotation (prix ATO), réduction du pourcentage minimal de dépôt à 70%. Ces mesures ont permis en premier temps d'attirer davantage les investisseurs, de diversifier les ordres de bourse, de multiplier les choix en faveur des investisseurs, et de s'entraîner aux futures cotations continues.

De manière générale, le COB a obtenu des résultats assez positifs au cours de ces trois dernières années en matière de gestion de l'introduction en bourse, des membres, des transactions et de la publicité des informations sur le marché. Il est de plus en plus dynamique au niveau de l'organisation, du fonctionnement et de la gestion des transactions de valeurs mobilières. Le COB organise régulièrement des séminaires et le recueil des avis des groupements et des particuliers participant au marché boursier afin de proposer à la Commission d'Etat de bourse la modification des réglementations boursières dans les meilleurs délais en vue de leur adaptation aux exigences pratiques.

Cependant, en raison des faiblesses et insuffisances en matière de gestion et de management, de matériels et de fonctionnalité du système existant, le COB doit faire face à beaucoup d'inconvénients sur le contrôle des transactions de valeurs mobilières et de la publicité des informations relatives aux sociétés cotées et aussi sur la publication des informations du COB.

## **2. Augmentation des titres sur le marché**

Jusqu'au 30 juin 2003, la Commission d'Etat de bourse a délivré l'autorisation d'introduction en bourse aux 21 sociétés anonymes avec le montant total des actions cotées de 1.086 milliards de dongs; elle a délivré l'autorisation d'introduction en bourse à la Banque d'Investissement et de Développement avec le montant total des obligations cotées de 157 milliards de dongs. En collaboration avec le Ministère des Finances, le COB a procédé à l'appel d'offre de plus de 50 lots de bons du Trésor et d'obligations émises par le Fonds d'aide aux investissements; dans le cadre de cette action, plus de 5.400 milliards de dongs ont été cotés en bourse. La CEB a délivré l'autorisation d'émission des nouvelles actions aux 5 sociétés avec un montant total de 155,4 milliards de dongs. Il y a deux dossiers de demande d'introduction en bourse de la Société anonyme d'Essence et d'Huile et de la Société anonyme de Coton Bach Tuyet qui sont en cours d'examen.

Après trois ans d'activités, il est apparu que la création des matières premières de la bourse est un travail très important. Malgré les difficultés rencontrées pendant la première étape de réalisation de ce travail, la valeur des titres cotés jusqu'à ce jour s'élève à plus de 6.000 milliards de dongs. Il s'agit là d'un effort considérable de la CEB ainsi que des ministères et des collectivités locales.

Un autre résultat positif est que les sociétés cotées se montrent respectueuses des dispositions relatives à la publicité des informations sur le marché boursier et sont très attentives à améliorer la qualité de leur management. Cependant, en raison de la création récente et de la complexité du marché boursier, les sociétés cotées commencent à montrer leurs faiblesses. Elles ne sont pas vraiment très disponibles pour fournir des informations relatives à leurs activités et à leur santé. Ces derniers temps, certaines sociétés cotées ont commis des actes violant l'obligation d'information et ont perdu leur crédit auprès des investisseurs du fait qu'ils ont déposé les rapports financiers avec beaucoup de retard. Mais de manière générale, les sociétés cotées fonctionnent bien, bien que certaines d'entre elles réalisent des investissements un peu dispersés, inefficaces, causant des effets néfastes à leur santé financière et à leur développement.

Actuellement, le développement des sources de marchandises de la bourse rencontre beaucoup de difficultés. Le nombre de titres augmente lentement, les sociétés de bourse sont essentiellement des petites sociétés en termes de capitaux et n'ont pas d'obligations de sociétés ou d'ouvrages, cotées en bourse; le nombre d'obligations d'Etat faisant l'objet d'un appel d'offre par le biais du COB est très limité et n'est pas en mesure de répondre aux besoins de capitaux.

## **II - Organismes intermédiaires de bourse**

### **a) Sociétés de bourse**

La CEB a délivré l'autorisation à 13 sociétés de bourse dont le montant total des capitaux sociaux est de 487 milliards de dongs; ces sociétés effectuent des opérations de courtage, de contrepartie, d'autofinancement, de gestion des investissements et de conseils en investissement.

Après 3 ans d'entrée sur le marché, les sociétés de bourse font preuve d'une bonne observation des réglementations boursières. En premier temps, elles s'intéressaient à l'amélioration de leur structure d'organisation et de leurs compétences professionnelles pour mieux servir les clients; certaines sociétés ont augmenté leurs capitaux sociaux et utilisé différents modes de communication par télécopie, en ligne... pour recevoir des ordres de bourse; elles ont créé de nouvelles succursales, de nouveaux bureaux de change et de nouveaux points de réception des ordres dans les grandes provinces et villes telles que Hanoi, Hochiminh, Hai Phong, Binh Duong, Dong Nai, Long An et Da Nang. Les sociétés de bourse disposent à ce jour d'un personnel bien formé aux techniques commerciales.

En général, les sociétés de bourse parviennent à bien jouer leur rôle d'intermédiaire en vue de l'achat et de la vente des valeurs mobilières; elles fournissent des conseils en matière d'introduction en bourse, et des informations aux investisseurs et contribuent ainsi au développement du marché. Cependant, il a apparu des difficultés suivantes : certaines sociétés ne respectent pas strictement les réglementations régissant leurs activités; elles ne sont pas très dynamiques sur le marché: la qualité des conseils en matière d'investissement et d'introduction en bourse laisse à désirer; les opérations d'autofinancement ne sont pas développées, les investisseurs n'ont pas véritablement confiance en des services de courtage et de conseils quant à leur justesse et à leur objectivité; le personnel n'est pas à la hauteur des exigences professionnelles.

### **b) Autres organismes intermédiaires et auxiliaires**

La CEB a désigné la Banque d'Investissement et de Développement pour effectuer le paiement des transactions de valeurs mobilières. Jusqu'au 30 juin 2003, cette banque a réalisé avec rapidité et exactitude la compensation des paiements des transactions d'un montant total de 1.000 milliards de dongs. Elle est en cours d'adaptation pour effectuer à la fois des opérations de placement et des opérations au service du fonctionnement de la bourse.

Afin d'assurer la rapidité et la sécurité de la cession des titres et de réaliser des services liés aux intérêts des porteurs, il y a actuellement 5 banques de placement (deux banques vietnamiennes et trois banques étrangères) et 11 sociétés de bourse agréées pour effectuer le placement en bourse. Le système actuel de placement en bourse est centralisé et fonctionne de manière stable. Les investisseurs étrangers sont autorisés à ouvrir des comptes titres auprès des sociétés de bourse ou des banques vietnamiennes, cette disposition encourage les investisseurs étrangers à entrer sur le marché. Cependant, les moyens matériels nécessaires au fonctionnement de ce système sont insuffisants, les opérations de placement, d'inscription et de compensation des paiements ne sont pas automatisées, elles se font manuellement, ce qui fait perdre beaucoup de temps, de coûts et de sécurité.

La CEB a autorisé 7 sociétés d'audit autonomes à auditer les bilans des sociétés émettrices et introduites en bourse, et aussi des sociétés de bourse, 6 sociétés d'audit vietnamiennes et 1 société d'audit étrangère. Les sociétés d'audit agréées sont parvenues à répondre aux exigences d'audit des acteurs du marché boursier. Cependant, ces sociétés n'ont pas pu éviter des erreurs et la qualité des rapports d'audit n'est pas toujours très bonne. La CEB est en étroite collaboration avec le Ministère des Finances pour la gestion des sociétés d'audit et pour l'application des sanctions nécessaires.

#### **4. Participation des investisseurs nationaux et étrangers**

Malgré sa création récente de 3 ans, la bourse des valeurs mobilières au Vietnam a pu attirer un certain nombre d'investisseurs nationaux et étrangers. Le nombre d'investisseurs en bourse ne cesse de s'accroître; il y a 3000 comptes titres en fin de l'an 2000, 9000 comptes titres en fin de 2001, 13.000 comptes en fin de 2002 et 14.500 comptes au 30 juin 2003. 90 investisseurs sont des personnes morales et 35 investisseurs sont de nationalité étrangère. La participation des investisseurs a contribué pour une part importante au fonctionnement et au développement du marché.

En réalité, la plupart des investisseurs sont des personnes physiques à petits capitaux. Ils participent au marché de manière très vigilante et quand il y a un moindre risque, ils se retirent. Les investisseurs institutionnels sont très peu nombreux. Il y a seulement 1.000 comptes qui reçoivent régulièrement des transactions. D'ailleurs, du fait que le marché est de petite taille, les politiques en faveur des investisseurs ne sont pas vraiment claires, la procédure d'ouverture des comptes titres est compliquée, les investisseurs étrangers ne sont pas très motivés; la plupart des investisseurs sont des personnes résidant au Vietnam.

#### **5. Inspection et contrôle du fonctionnement du marché**

L'inspection et le contrôle du fonctionnement du marché jouent un rôle très important pour assurer la transparence du marché et pour protéger les intérêts légitimes des acteurs présents sur le marché. L'inspection et le contrôle par la CEB visent essentiellement à veiller au respect de la loi par les acteurs participant au marché. Dans l'exercice de ses missions de contrôle, la CEB a découvert un certain nombre d'agissements fautifs des sociétés cotées (par exemple, l'exécution imparfaite des obligations engagées dans les ratios ou de l'obligation d'information conformément aux réglementations établies par la CEB), et aussi des sociétés de bourse (certains agents de change n'ont pas d'autorisation d'exercice de la profession; il n'est pas procédé à l'affichage de l'autorisation d'exercice des opérations de bourse et du nom du représentant dans la salle des marchés; les rapports sont déposés tardivement ou incomplets).

La CEB a recommandé au COB de renforcer le contrôle des transactions de valeurs mobilières afin de détecter rapidement les transactions inéquitables et par conséquent d'engager des sanctions appropriées. Au cours des trois dernières années, plusieurs opérations d'inspection périodiques et imprévues ont été effectuées, des sanctions ont été engagées contre la Société anonyme de conserverie Ha Long (Canfoco) et la Société anonyme de confiserie Bien Hoa (Bibica) pour avoir violé le régime de publicité des informations. Les opérations d'inspection et de contrôle ont permis à l'administration publique de modifier et d'améliorer la réglementation boursière.

Cependant, le système d'inspection et de contrôle du marché boursier a révélé ces derniers temps certains inconvénients : c'est le manque d'un processus de contrôle approprié et rapide pour découvrir et sanctionner des violations, c'est également l'absence des opérations d'inspection auprès des sociétés de bourse. Ces faiblesses tiennent à ce que le nombre de cadres chargés de l'inspection et du contrôle est très limité, ils n'ont pas beaucoup d'expériences, le contrôle des transactions sur le marché s'opère de manière manuelle, souvent tardive et inexacte et la réglementation en vigueur est incomplète.

#### **6. Formation et sensibilisation**

Afin de sensibiliser le public et les entreprises au marché boursier, l'action de formation et de généralisation des connaissances sur la bourse occupe une place importante. Pendant ces trois dernières années, le Centre de Recherches et de Formation aux opérations boursières relevant de la CEB a mis en place 18 sessions de formation gratuite à l'attention de 3.500 personnes chargées de la sensibilisation et de la presse et de toutes autres personnes intéressées. Des dizaines de séminaires de formation sur la bourse ont été organisés à la Télévision vietnamienne, 65 classes de formation initiale et continue sur la bourse ont été ouvertes à l'attention de 4.200 auditeurs.

Le Bureau de représentation de la CEB à Hochiminh ville participe très activement à la généralisation des connaissances sur la bourse au profit des dirigeants de 11 provinces et villes au Centre et au Sud du pays. Dans le temps à venir, il faut intensifier davantage cette formation pour augmenter le nombre de participants au marché boursier.

## 7. Inconvénients et faiblesses

**Premièrement**, malgré la ferme volonté du Parti et du Gouvernement de développer les marchés financiers dont le marché de capitaux et le marché boursier, la gestion des marchés est en rupture : le marché monétaire est géré par la Banque centrale, le marché des assurances par le Ministère des Finances et la bourse de valeurs par la CEB. Les ministères élaborent leurs stratégies de développement respectives sans qu'il y ait une stratégie uniforme de développement des marchés financiers en général. Les orientations et les solutions pratiques sont incohérentes; le développement du marché de capitaux et du marché boursier n'est pas encore considéré comme un maillon solide du processus de développement de l'économie de marché à orientation socialiste.

**Deuxièmement**, l'économie vietnamienne a encore des difficultés à surmonter, le revenu de la population est bas, il n'y a pas de politiques appropriées pour mobiliser les moyens financiers du public, les capitaux sont investis de manière très dispersée et principalement pour le placement bancaire, l'acquisition des biens immobiliers ou des devises étrangères... Actuellement, le volume des investissements en bourse est trop faible, le montant total du marché représente seulement 1,6% du PIB. Ainsi, le marché boursier ne devient pas véritablement un canal de mobilisation des capitaux à long et à moyen terme pour le développement des investissements.

**Troisièmement**, le comportement des entreprises vietnamiennes est encore trop imprégné par l'esprit d'une économie planifiée, elles ont toujours l'habitude de recourir aux aides à taux préférentiel et n'aiment pas mobiliser des capitaux libres sur le marché. De nombreuses entreprises sont très réticentes aux opérations d'audit et à la publicité des informations lorsqu'elles sont introduites en bourse. Les entreprises cotées ne sont pas de grandes entreprises et prometteuses de développements pour pouvoir attirer des investisseurs. En outre, certaines sociétés cotées sont détenues principalement par l'Etat, ce qui fait que le volume des actions mises sur le marché est très faible. Les sociétés cotées ne sont pas pleinement conscientes de l'importance de la publicité des informations, c'est pourquoi elles ne sont pas très actives et volontaires pour ce faire, ce qui affecte plus ou moins la confiance et la décision d'entrer sur le marché des investisseurs.

**Quatrièmement**, la petite dimension du marché et la faible qualité des actions ne peuvent pas rendre le marché acharné. C'est également en raison de la petite dimension du marché et des fluctuations rapides du prix des valeurs boursières et des indices boursiers que les investisseurs hésitent d'entrer sur le marché. Les investisseurs n'ont pas d'ailleurs suffisamment des connaissances sur la bourse et les compétences commerciales des sociétés de bourse laissent à désirer. En outre, les politiques et les moyens de régulation de l'État sont incohérents et les solutions techniques de la CEB telles que l'ajustement des amplitudes, l'augmentation du nombre de cotations, et la réduction du nombre d'actions par lots ne sont pas très efficaces.

**Cinquièmement**, la gestion des valeurs mobilières et de la bourse de valeurs est très difficile. La CEB a essayé d'intensifier le contrôle, de sanctionner en temps utile des infractions mais le mécanisme de gestion et de management ne répond pas aux exigences du fonctionnement du marché.

A titre d'exemple, les textes juridiques régissant la matière sont incohérents, même contradictoires (les textes relatifs à l'achat d'actions par les investisseurs étrangers), les mesures incitatives (impôts, frais, redevances...) ne sont pas uniformes et efficaces (par exemple, les investisseurs personnes physiques sont exonérés d'impôt tandis que les investisseurs institutionnels ne le sont pas); la prise de solutions est souvent tardive, notamment au cas où le marché va à la hausse ou à la baisse de manière très imprévue.

Le COB a également des faiblesses quant à leur organisation et à leurs compétences techniques; l'accès aux informations sur le marché n'est pas facile.

## 8. Raisons des inconvénients

**Premièrement** : Alors que le marché boursier est une partie intégrante du marché financier, il est créé et développe de manière séparée de ce dernier, en absence d'une stratégie générale de développement du marché financier et d'une coordination étroite entre les administrations concernées dans la définition des politiques et la recherche des solutions.

**Deuxièmement** : Les titres cotés en bourse sont limités en quantité et en qualité. D'une part, beaucoup d'entreprises manquent encore de connaissances sur ce marché des capitaux. Elles ne comptent que sur les subventions de l'État et ont une grande habitude d'emprunt auprès des établissements bancaires. D'autre part, une fois cotées en bourse, elles ont encore des craintes lorsqu'elles doivent rendre publiques leurs informations financières.

**Troisièmement** : Les grands investisseurs institutionnels sont encore presque absents sur le marché (établissements bancaires, sociétés d'assurance, fonds d'investissement, sociétés spécialisées dans les investissements boursiers), ce qui explique le manque de stabilité du marché.

**Quatrièmement** : La gestion du marché par la Commission d'État de bourse (CEB) et le Centre des opérations boursières (COB) laisse encore à désirer, ce, à cause du manque de dynamisme et d'expériences du personnel.

**Cinquièmement** : L'État doit normalement jouer un rôle déterminant pour supporter le développement du marché en promulguant des mesures incitatives, des politiques avantageuses en faveur des acteurs du marché boursier... Or ce rôle a été souvent négligé.

**Sixièmement** : Les fluctuations récentes du marché immobilier, du prix de l'or et l'augmentation du taux d'intérêt... ont également négativement affecté le marché boursier.

## 9. Propositions de solutions pour développer le marché boursier

### a) Solutions à long terme

- (1°) Assurer la stabilité et la sainteté de l'environnement économique général, en déterminant des stratégies et promulguant des politiques de développement socio-économique; en réalisant les objectifs relatifs à la croissance du NB fixés par la Résolution du 19ème Congrès du PCVN; en maîtrisant les inflations et améliorant les procédés de recette et de dépense budgétaires. Ce sont des conditions sine qua non pour le développement du marché boursier et pour renforcer la confiance publique.
- (2°) Améliorer la qualité des produits offerts sur le marché, étendre les canaux de mobilisation des capitaux par des obligations d'État, obligations de sociétés; obligations d'ouvrage.
- (3°) Encourager les investisseurs institutionnels à participer au marché boursier, développer les fonds d'investissement et des sociétés de gestion des fonds d'investissement en bourse, créer des organismes d'évaluation de la crédibilité.
- (4°) Compléter, renforcer le cadre juridique relatif au marché boursier élaborer la loi boursière (son adoption est prévue pour 2006) et, par conséquent, adapter les textes afférents.
- (5°) Renforcer la coordination entre les différents ministères, administrations et localités afin d'assurer la cohérence des politiques de développement du marché boursier. Le bon fonctionnement du marché financier, en général, et du marché boursier, en particulier, exige une coordination harmonieuse des politiques financières et monétaires; outre la Commission d'État de bourse, pour développer le marché boursier il faut, d'une part, une participation active des administrations et ministères concernés et une direction centralisée et homogène du Gouvernement.

## **b) Solutions à court terme**

- (1°)** Amender le Décret n°48/1998/ND-CP pour en étendre le champ d'application et l'adapter à la réalité, permettant ainsi de répondre au besoin de développement du marché. En effet, la Commission d'État de bourse, en coordination avec les administrations concernées, a élaboré un projet de décret et l'a soumis au Gouvernement. Parallèlement à la réforme du Décret n°48/CP, il conviendrait de réviser les textes existant et promulguer de nouveaux textes relatifs aux impôts, aux régimes de comptabilité et de contrôle des comptes, à la gestion des devises étrangères et au droit de propriété des étrangers afin d'assurer la transparence; continuer à prendre des mesures incitatives et avantageuses pour le développement du marché.
- (2°)** Prendre des mesures pour augmenter le nombre de titres sur le marché, sélectionner des sociétés de grande envergure, des sociétés à capitaux étrangers et des banques commerciales constituées sous forme de sociétés anonymes pour les introduire en bourse. Adopter des réglementations permettant de coter en bourse la plupart des obligations d'État, obligations de sociétés et obligations d'ouvrages émises.
- (3°)** Étendre le champ d'activité et améliorer la qualité de service des sociétés de bourse; créer des fonds d'investissement en bourse et des sociétés de gestion de ces fonds.
- (4°)** Améliorer les infrastructures matérielles et techniques du marché en modernisant le Centre des opérations en bourse; automatiser progressivement le système de gestion et de compensation des valeurs mobilières. Créer le Centre des opérations en bourse à Hanoi pour permettre la transaction d'actions des PME en vue de développement d'un marché OTC (hors cote).
- (5°)** Parfaire l'organisation de la Commission d'État de bourse et du Centre des opérations en bourse contournement aux dispositions du Décret du Gouvernement n°30/2003/ND-CP, du 1/4/2003, afin d'améliorer l'efficacité de leur travail de gestion, de contrôle du marché. Renforcer la gestion et le contrôle du marché pour adopter à temps voulu des mesures convenables de rajustement du marché et sanctionner les infractions.
- (6°)** Intensifier les activités de formation et de sensibilisation afin d'améliorer la connaissance du public et des acteurs du marché boursier.

## **III - Législation relative à la bourse et au marché boursier**

L'élaboration d'un cadre juridique relatif à la bourse et au marché boursier est un des objectifs de première importance du Vietnam lorsque ce pays commence à développer un marché boursier : un cadre juridique complet est en effet la condition sine qua non, l'élément essentiel pour assurer la sécurité, la transparence des opérations boursières et pour protéger les droits et les intérêts légitimes des investisseurs. L'expérience des marchés boursiers dans le monde, notamment des marchés nouvellement développés, montre qu'il s'agit là d'une activité centrale de l'État dans la gestion du marché, d'un élément qui peut décider la vie ou la mort du marché.

Ce cadre juridique est composé de deux catégories principales de textes :

- 1.** Les textes normatifs qui régissent directement les opérations en bourse (textes spécifiques).
- 2.** Les textes de droit commun dont le champ d'application couvre les opérations en bourse : Code civil, Loi sur les entreprises, Loi sur les investissements étrangers, Loi sur les organismes de crédit, Loi sur l'assurance...

## 1. État des lieux de la législation relative à la bourse et au marché boursier

### a) Les réalisations (résultats obtenus)

Le marché boursier commence à fonctionner depuis 3 ans seulement (7/2000), mais le Vietnam a engagé des travaux d'étude, depuis très longtemps avant, en vue d'élaborer une législation régissant ce type de marché. Ces travaux ont abouti à un texte qui marque un repère important : le Décret du Gouvernement n°48/1998/ND-CP, en date du 11/7/1998, relatif à la bourse et au marché boursier. C'est le texte le plus important toujours en vigueur qui régleme ce domaine.

Le Décret n°48/1998/ND-CP sert de fondement juridique, permettant à la Commission d'État de bourse, en coordination avec les administrations concernées, d'élaborer des textes normatifs relatifs à la bourse et des politiques de gestion et de développement du marché :

- Décret n°22/2000/ND-CP sur les sanctions administratives en matière boursière
- Décision du Premier Ministre n°139/1999/QD-TTg, en date du 10/6/1999, définissant le taux de participation des investisseurs étrangers sur le marché boursier du Vietnam
- Décision du Premier Ministre n°39/2000/QD-TTg, en date du 27/3/2000, promulguant des mesures
- Décision du gouverneur de la Banque d'État n°998/2002/QD-NHNN relative à la gestion des devises étrangères utilisées dans les transactions sur le marché
- Etc,...

Et des textes d'application :

- Circulaire sur l'émission des actions et des obligations
- Règlement sur gestion des cotations, des membres, des transactions et de la publicité des informations sur le marché
- Règlement sur l'inscription, le placement et le règlement compensatoire
- Règlement sur l'organisation et le fonctionnement des sociétés de bourse
- Règlement sur l'organisation et le fonctionnement des fonds communs de placement en bourse et des sociétés de gestion de ces fonds
- Etc,...

Le Décret n°48/CP constitue un cadre juridique pour la création et le fonctionnement du COB, des sociétés de bourse, des sociétés de gestion de fonds communs de placement en bourse, des organismes d'émissions et de cotation en bourse. Il régleme également le travail de gestion et de contrôle publics du marché.

En même temps, les textes normatifs fondamentaux sont renforcés pour mieux régleme les rapports patrimoniaux entre les différents acteurs économiques. En effet, durant ces dernières années, le Vietnam a promulgué des textes particulièrement importants (Code civil, Code pénal, Loi sur les entreprises, Loi commerciale...) et il envisage d'amender d'autres textes (Loi sur les investissements étrangers au Vietnam, Ordonnance sur les contrats d'affaires...). Cela permet de définir un fondement juridique et une orientation pour l'élaboration des textes en matière de bourse.

Une des plus grandes réalisations qu'il me conviendrait de vous rappeler ici, c'est qu'en quelques années seulement (de 1998 à 2003 effectivement), le Vietnam a promulgué et amendé un volume de textes important, ce qui lui permet de réglementer de manière efficace et complète les problèmes les plus fondamentaux de la bourse. Sur cette base juridique, il a pu assurer la stabilité et la sécurité du marché boursier depuis plus de trois ans. On peut ainsi dire que les leçons qu'il a tirées des marchés étrangers et les politiques qu'il a définies en fonction de la réalité économique et sociale pour développer son propre marché, sont tout à fait performantes.

Cependant, le dispositif juridique du Vietnam, qui est basé essentiellement sur la théorie et les expériences des marchés développés, démontre encore de nombreux défauts et inconvénients auxquels il faut trouver rapidement des solutions.

## **2. Défauts et inconvénients**

Ci-après les plus grands défauts et inconvénients du dispositif juridique du Vietnam.

### **2.1 Valeur juridique faible des textes normatifs**

Le texte le plus important régissant le marché boursier est un décret gouvernemental : c'est le Décret n°48/1998/ND-CP. Pour le reste, ce sont des décisions du Premier Ministre ou du président de la Commission d'État de bourse, ou encore des circulaires de cette dernière...

Certes, le choix des textes d'une faible valeur juridique, faciles à modifier, est aussi un bon choix dans certains cas, notamment dans ce domaine tout nouveau qu'est la bourse qui nécessite souvent des rajustements lorsqu'elle vient d'entrer en fonctionnement. Or, la faible valeur des textes peut entraîner des difficultés en cas de disparité entre les textes sur une même question. Par exemple : la Loi sur les entreprises et le Décret n°48/1998/ND-CP réglementent en même temps le rachat des actions émises par les organismes émetteurs. Ainsi, les autorités compétentes ont beaucoup de difficultés dans l'interprétation et l'application du Décret, en raison de l'hierarchie des normes, même s'il est prévu que les dispositions de ce texte s'appliquent aux organismes émetteurs cotés en bourse.

### **2.2. Faible effectivité des textes**

Le Décret n°48 a été promulgué alors que le marché boursier n'était pas encore enté en fonctionnement. Les dispositions de principes réglementant le fonctionnement du marché étaient élaborées à partir du cadre juridique général en matière économique, en se référant à l'expérience des marchés dans le monde, notamment ceux nouvellement développés des pays avoisinants. Par le manque de fondements pratiques, ce dispositif juridique démontre de nombreux défauts et faiblesses. De plus, étant basées sur l'ancienne Loi sur les sociétés, certaines institutions prévues par ce décret ne sont pas conformes à la nouvelle Loi sur les entreprises, par exemple :

+ *Sur les fonds communs de placement en bourse et la gestion de ces fonds* : Les dispositions relatives à la création et le fonctionnement des fonds communs de placement en bourse prévues par le Décret n°48 et le Règlement promulgué conjointement à la Décision n°05/1998, sont difficiles à appliquer car elles ne sont pas adaptées à la réalité du marché. Cette difficulté explique la lenteur dans la création des fonds et des sociétés spécialisées dans la gestion de ces fonds : une seule société a été créée jusqu'à ce jour.

± *Sur les sociétés de bourse* : Fondées sur l'ancienne Loi sur les sociétés, les dispositions du Décret n°48 relatives à la création, à l'organisation de ces sociétés ne sont pas conformes à la nouvelle Loi sur les entreprises. Certaines questions ne sont pas clairement réglementées, notamment celles relatives à la fonction de conseil financier des sociétés de bourse; aux restrictions applicables aux sociétés de bourse et aux courtiers...

+ Sur l'organisation du marché : La forme actuelle d'un marché centralisé, relevant de l'État, n'est qu'une solution palliative lorsque le secteur privé n'est pas encore assez développé pour assurer ce service. Certes, la structure actuelle peut offrir quelques avantages dans l'imédiat. Mais, à long terme, elle ne pourrait assurer une efficacité et une flexibilité adéquates pour faire face à la concurrence avec les marchés étrangers. La législation vietnamienne en matière de bourse prévoit deux types de marché centralisé : le centre des opérations en bourse et l'office des opérations de bourse. Or, ces deux structures appartiennent plutôt à l'État pour ne pas dire que leur organisation et leur statut ne sont pas clairement demis. Les dispositions relatives à l'organisation, l'administration et la gestion de l'office des opérations en bourse ne sont pas ouvertes mais très contraignantes et inadaptées au mode d'organisation et d'administration d'une société, lorsqu'il se transformera en société, une fois que le marché boursier sera pleinement développé. Ces dispositions ne tiennent pas compte des futures faillites de propriété et modes d'organisation du marché dans les années à venir.

Selon la formule actuelle, le Centre des opérations en bourse relève directement de la Commission d'État de bourse alors que elle-même, la Commission n'est pas une institution indépendante. Ainsi, les missions et les attributions du COB ne sont pas clairement définies par rapport à celles, de la CEB.

### **2.3. La portée limitée des règles juridiques :**

La gestion du marché n'est pas suffisamment réglementée, de telle sorte qu'on peut parler d'un certain vide juridique. Les textes normatifs sont en effet muets sur de nombreux points importants en rapport étroit avec la gestion du marché.

- *En ce qui concerne l'émission des valeurs mobilières* : Le Décret 48/1998/ND-CP ne s'applique qu'à l'émission des valeurs mobilières afin d'une cotation. Or, dans la réalité, le nombre des entreprises réunissant les conditions requises pour introduites en bourse est encore très limité. Ainsi, l'émission des titres par de nombreuses entreprises qui ne visent pas la cotation ou qui ne sont pas encore cotées ne fait l'objet d'aucune réglementation. Par ailleurs, l'émission des titres par ces entreprises n'est pas expertisée selon les normes minimales, et les investisseurs doivent faire face à des risques considérables. C'est en raison de ce vide juridique que l'organisation ainsi que le développement des marchés primaires ne peuvent pas répondre aux principes de transparence, d'égalité des chances et de protection de l'investisseur.

- *Cotation des valeurs mobilières* : Le Décret 48 associe la cotation avec l'émission des titres et attribue à la Commission d'Etat de bourse la compétence de délivrer les autorisations de l'émission des titres. Néanmoins, le texte ne contient aucune disposition relative aux conditions d'admission à la cote, aux procédures et aux dossiers d'admission à la cote, à la radiation des valeurs, aux obligations des sociétés de bourse. Toutes ces questions ne sont traitées que dans un Règlement de la Commission d'Etat de bourse.

D'autres éléments nouveaux relatifs à la cotation doivent également d'être réglementés, par exemple les pratiques de « back door listing » ou les émissions à caractère international.

- *Les principes les plus importants régissant le fonctionnement de la bourse*, c'est-à-dire les principes relatifs aux cessions des titres et au régime de la publicité des informations, ne sont pas traités de manière précise et claire dans le Décret 48, qui est pour le moment le texte essentiel en matière de bourse. En effet, le Décret ne consacre ces principes que de manière éparpillée et sommaire dans ces différents chapitres.

- *Les transactions spécifiques sur le marché*, elles aussi, ne sont pas encore réglementées en détail. Il s'agit, par exemple, de la fusion entre les sociétés de bourse ; des cessions ou acquisitions des titres par des personnes « internes » - c'est-à-dire des membres de la direction, du conseil de surveillance ou du conseil d'administration de la société de bourse ; des cessions directes de titres. En l'absence des règles juridiques, ces opérations ne peuvent pas être réalisées.

- Le Décret 48 /1998 a réservé un Chapitre entier sur l'inscription des valeurs mobilières, la compensation des paiements et la gestion du portefeuille, mais les dispositions de ce Chapitre sont très générales. Elles ne distinguent pas clairement le contenu et les principes de chacune de ces opérations, ce qui provoque beaucoup de difficultés dans leur mise en œuvre.

- *Les opérations interdites.* Le Décret 48 ainsi que le Décret 22/2000 sur la sanction des violations administratives en matière de bourse n'ont pas mis en place un dispositif suffisamment complet régissant les cessions et acquisitions des titres de valeurs réalisées par le Conseil d'administration, la direction et le conseil de surveillance des sociétés de bourse. Or, dans la réalité, ces opérations contiennent des signes manifestes du délit d'initiés et de la spéculation des initiés. La définition du délit d'initiés et celle de la spéculation des initiés sont très sommaires et manquent de précisions, ce qui rend très difficile le traitement de ces opérations interdites.

En outre, les textes en vigueur ne précisent pas les sanctions pénales applicables aux infractions spécifiques dans le domaine de la bourse. Ainsi, lorsqu'une infraction en la matière se produit, le juge ne peut que se baser sur quelques dispositions générales du Code pénal de 1999, par exemple : l'article 160 sur la spéculation, l'article 162 sur la tromperie envers la clientèle, l'article 159 sur les affaires illicites, l'article 251 sur le blanchiment de l'argent. Il est évident que ces infractions ne sont pas tout à fait correspondre à celles en matière de bourse.

## **2.4. Contradiction et incohérence entre les dispositions les textes spécifiques et celles des textes généraux**

### **- En ce qui concerne le contrôle de l'émission des valeurs mobilières**

L'émission des titres de valeurs est contrôlée par des autorités différentes en fonction de la nature des entreprises émettrices : l'émissions des titres des organisations de crédit est contrôlée par la Banque centrale (en vertu de la Loi sur les organisations de crédits), celle des entreprises publiques par l'autorité de tutelle (Loi sur les entreprises publiques), celle des entreprises à capital étranger par le Ministère du plan et de l'investissement (Loi sur les investissements étrangers) et l'émission des titres de valeurs introduits à la cote est contrôlée par la Commission d'Etat de bourse. Aucune autorité n'est désignée pour le contrôle de l'émission des titres des entreprises privées.

En vertu de la Loi sur les entreprises de 1999, l'émission des valeurs mobilières des entreprises anonymes est soumise aux dispositions légales en matière de bourse. Or, le Décret 48 de 1998, dans lequel sont rassemblées les dispositions légales en matière de bourse, ne réglemente que les émissions en vue d'une cotation en bourse. Ainsi, si une société anonyme souhaite mobiliser des fonds de l'épargne sans vouloir être cotée en bourse, elle peut émettre des titres de valeur sans avoir à demander l'autorisation d'émission ni être contrôlée par les autorités publiques.

Les autres lois, telles que la loi sur les organisations de crédit, la Loi sur les entreprises publiques, la loi sur les investissements étrangers, la loi sur les assurances, constituent la base juridique pour le contrôle des sociétés de bourse. Or, dans ces différents textes, les dispositions relatives à l'émission et les cessions de titres sont insuffisantes et contradictoires à celles contenues dans la loi sur les entreprises et le décret 48.

En ce qui concerne l'intervention des personnes étrangères dans le marché boursier

Le dispositif juridique régissant l'intervention des personnes étrangères dans le marché boursier vietnamien ainsi que l'intervention des personnes vietnamiennes dans les marchés boursiers étrangers est insuffisant et imprécis. Il n'existe en effet que quelques dispositions relatives à l'acquisition par les personnes étrangères des titres de valeurs des entreprises vietnamiennes cotées en bourse et à la coentreprise avec les sociétés de bourse vietnamiennes. L'intervention des opérateurs étrangers en d'autres qualités (cotation des entreprises étrangères, participation aux sociétés de gestion de portefeuille...) n'est pas encore réglementée.

Pour les personnes étrangères souhaitant intervenir dans le marché boursier vietnamien en tant que société de bourse, la forme de joint venture est obligatoire, c'est-à-dire la forme d'investissement direct prévue par la loi sur les investissements étrangers. De telles dispositions sont trop restrictives.

En outre, les dispositions légales relatives à l'intervention des personnes étrangères restent encore très ambiguë et donc difficilement applicables. La notion de « partie étrangère » n'est pas définie de la même manière dans les différents textes régissant le contrôle des actions des sociétés (Loi sur la bourse, loi sur les entreprises publiques et les autres lois). Le pourcentage d'actions qu'une personne étrangère est autorisée à détenir dans une entreprise vietnamienne n'est pas le même lorsqu'on passe d'un texte à l'autre. Le Décret 64/2002/CP adopté en application de la loi sur les entreprises prévoit que ce pourcentage ne doit pas dépasser 30% pour certaines professions. La décision N° 139/19991QD TTg (en application de la loi sur la bourse) fixe ce pourcentage à 20% si l'entreprise vietnamienne en question est cotée en bourse. Le Décret 38/2003/CP (en application de la loi sur les investissements étrangers) oblige la partie étrangère à détenir au moins 30% des actions des coentreprises transformées en sociétés anonymes. Cependant, la loi sur la promotion des investissements internes du 20 mai 1998 prévoit que le Premier Ministre est compétent pour déterminer les cas dans lesquels l'investisseur étranger est autorisé à faire des apports en capital et à acheter des actions des entreprises vietnamiennes, mais la part de capital détenue par l'investisseur étranger ne doit pas dépasser 30%.