

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁP¹

FABRICE BAUMGARTNER

Văn phòng Cleary Gottlieb, Paris, Cộng hòa Pháp



1. Lịch sử hình thành thị trường chứng khoán Pháp

Cho tới năm 1980, Thị trường chứng khoán Paris được quản lý bởi Hiệp hội môi giới chứng khoán là một thiết chế nắm độc quyền về niêm yết chứng khoán. Ngay từ đầu những năm 1980 và sau khi có sự phục hồi cạnh tranh giữa các thị trường giao dịch chứng khoán quốc tế, đặt ra vấn đề hiện đại hóa Thị trường chứng khoán Paris mà cho tới thời điểm đó vẫn hoạt động theo phương thức khớp lệnh bằng lời. Việc quản lý thị trường chứng khoán được giao cho Công ty chứng khoán Pháp (SBF). Sau này Công ty chứng khoán Pháp có tên là ParisBourse S.A. Hệ thống CAC (Khớp lệnh tập trung) được từng bước đưa vào sử dụng vào những năm 1986-1989 đã cho phép áp dụng phương thức khớp lệnh tập trung và giúp thị trường chứng khoán Paris có thể tồn tại trước sự đe dọa của Thị trường chứng khoán Luân Đôn. Kể từ năm 1989, việc khớp lệnh đã được thực hiện hoàn toàn trên máy tính. Tiếp theo đợt tin học hóa này, nhiều cải cách liên quan tới các thiết chế đã được tiến hành như việc thay đổi địa vị của các nhân viên môi giới chứng khoán với việc thay thế họ bằng các công ty chứng khoán.

Vào cuối những năm 1990 ngay sau khi triển khai *Hệ thống niêm yết mới* (NSC), Thị trường chứng khoán Paris đã đưa ra ý định hợp nhất giữa nhiều thị trường giao dịch Châu Âu và kết quả quan trọng nhất là việc thành lập Hệ thống Euronext. Năm 2000, Euronext qui tụ được Thị trường chứng khoán Paris, Thị trường chứng khoán Amsterdam và Thị trường chứng khoán Bruxelles. Cùng thời gian này đã diễn ra việc hợp nhất các trung tâm lưu ký chứng khoán của Pháp (Sicovam), của Bỉ (CIK) và của Hà Lan (Negicef) để cho ra đời trung tâm lưu ký Euroclear. Năm 2007, nhóm Euronext đã quyết định hợp nhất với Thị

¹ Sử dụng hình ảnh trên trang actu-economie.com (Civillawinfor)

trường chứng khoán New York để thành lập thị trường chứng khoán số 1 thế giới: NYSE Euronext.

Pháp luật chứng khoán đương đại được hình thành đầu tiên ở Mỹ. Sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 1929, Mỹ đã thông qua hai bộ luật hiện nay vẫn còn hiệu lực là Luật chứng khoán Mỹ 1933 và Luật về thị trường chứng khoán Mỹ 1934. Luật 1933 liên quan chủ yếu đến việc phát hành chứng khoán và quy định (có kèm theo các ngoại lệ) rằng mọi hình thức phát hành chứng khoán phải được đăng kí (thời gian đầu là tại Ủy ban Thương mại Liên bang và kể từ năm 1934 đến nay là tại Ủy ban chứng khoán Mỹ). Luật năm 1934 thành lập Ủy ban chứng khoán Mỹ (Securities and Exchange Commission) tập trung quy định về việc giao dịch chứng khoán trên thị trường chứng khoán sau khi phát hành.

Nguyên tắc theo đó việc “quản lý” thị trường chứng khoán thuộc thẩm quyền của một cơ quan hành chính độc lập đã được áp dụng gần như tại tất cả các quốc gia có thị trường chứng khoán. Đây là mô hình được quy định trong pháp luật của hầu hết các nước. Tại Pháp, Ủy ban chứng khoán (COB) đã được thành lập tiếp sau báo cáo của một ủy ban được thành lập theo sáng kiến của tổng thống Gorges Pompidou. Nhiệm vụ của Ủy ban chứng khoán là phụ trách việc bảo vệ và thông tin cho khách hàng và đảm bảo hoạt động của các thị trường tài chính.

Năm 2003, theo sáng kiến của Laurent Fabius, Cơ quan quản lý thị trường tài chính (AMF) được thành lập và thay thế cho Ủy ban chứng khoán (COB), Hội đồng các thị trường tài chính (CMF) và Hội đồng Kỉ luật quản lý tài chính.

Thành lập ngày 2/7/1996, Hội đồng các thị trường tài chính (CMF) là kết quả của việc hợp nhất giữa Hội đồng các sở giao dịch chứng khoán (CBV) và Hội đồng các thị trường kì hạn (CMT). Đây là một cơ quan quản lý ngành gồm 16 thành viên trong đó một số người được lựa chọn nhờ năng lực của họ trong lĩnh vực tài chính và các thành viên còn lại được lựa chọn trên cơ sở tham khảo ý kiến của các tổ chức nghề nghiệp hoặc nghiệp đoàn đại diện cho các nhà trung gian thị trường, các thị trường giao dịch hàng hóa và các nhà đầu tư. CMF vừa có vai trò ban hành quy phạm pháp luật lại vừa có vai trò giám sát. Thẩm quyền của CMF được mở rộng ra đối với toàn bộ các thị trường tài chính của Pháp. Cùng với Ủy ban các tổ chức tín dụng (CECEI), CMF cấp phép cho tất cả các doanh nghiệp cung ứng dịch vụ đầu tư. CMF thực hiện chức năng là cơ quan chủ quản đối với các trung gian và các doanh nghiệp khai thác thị trường. Các đối tượng này phải tuân thủ các quy tắc đạo đức nghề nghiệp do CMF ban hành đặc biệt là thông qua Quy định chung.

Cũng như Ủy ban chứng khoán Mỹ (SEC), Cơ quan quản lý thị trường tài chính Pháp (AMF) đã từng chịu trách nhiệm về việc quản lý mọi mặt các thị trường tài chính đặc biệt là đảm bảo thông tin và tính toàn vẹn của thị trường.

Bộ cục của Quy định chung cho thấy phạm vi thẩm quyền của Cơ quan quản lý thị trường tài chính Pháp:

| | |
|-------------------|---|
| Quyển I: | Cơ quan quản lý thị trường tài chính Pháp |
| Quyển II: | Các tổ chức phát hành và thông tin tài chính |
| + Thiên I: | Phát hành chứng khoán ra công chúng |
| + Thiên II: | Thông tin định kỳ và thông tin thường xuyên |
| + Thiên III: | Chào mua công khai |
| + Thiên IV: | Các kế hoạch mua lại chứng khoán vốn được chấp nhận giao dịch trên một thị trường chính thức và tuyên bố giao dịch |
| + Thiên V: | Thương mại hóa tại Pháp các công cụ tài chính được thương mại hóa trên một thị trường nước ngoài được thừa nhận hay trên một thị trường thuộc Không gian Kinh tế Châu Âu. |
| + Thiên VI: | Thẩm định độc lập |
| Quyển III: | Các nhà cung ứng dịch vụ |
| Quyển IV: | Các sản phẩm tiết kiệm tập thể |
| Quyển V: | Cơ sở hạ tầng thị trường |
| Quyển VI: | Lạm dụng Thị trường: Hành vi giao dịch nội gián và thao túng thị trường |
| + Thiên I: | Quy định chung |
| + Thiên II: | Các hành vi giao dịch nội gián |
| + Thiên III: | Thao túng thị trường |

2. Phát hành chứng khoán

2.1. Các chủ thể

(1) Tổ chức phát hành (issuer) là công ty có chứng khoán được phát hành trên thị trường chứng khoán

(2) Các cổ đông của tổ chức phát hành cũng có thể bán cổ phiếu mà họ nắm giữ khi công ty của họ có chứng khoán được phát hành trên thị trường chứng khoán.

Thông thường các cổ phiếu được chào bán ra công chúng trong đợt phát hành lần đầu gồm cả cổ phiếu “sơ cấp” (cổ phiếu mới phát hành) và cổ phiếu thứ cấp (cổ phiếu đã phát hành, chuyển nhượng bởi các cổ đông hiện tại).

(3) Các ngân hàng bảo lãnh phát hành (underwriters) tập hợp thành một “tổ hợp” có vai trò:

- Tư vấn cho tổ chức phát hành (và khi cần cho các cổ đông) về các khía cạnh tài chính của việc niêm yết: loại chứng khoán phát hành, việc triển khai chào bán, lộ trình...

- Xác định các nhà đầu tư quan tâm tới việc mua chứng khoán của tổ chức phát hành.

(4) Một ngân hàng hoạt động với tư cách là “tổ chức bảo lãnh phát hành chính” (lead underwriter) hay “tổ chức điều phối chung” (global coordinator) chịu trách nhiệm về việc quản lý quá trình phát hành và là đầu mối chủ chốt của việc triển khai dự án phát hành.

(5) Một ngân hàng (đôi khi là chính ngân hàng đầu mối nêu trên) hoạt động với tư cách là “tổ chức nắm giữ sổ lệnh” (bookrunner) có vai trò xây dựng sổ lệnh cho phép xác định giá cho các cổ phiếu của tổ chức phát hành sẽ được phát hành trên thị trường chứng khoán.

(6) Các kiểm toán viên (auditors) của tổ chức phát hành sẽ xem xét lại thông tin tài chính nêu trong các tài liệu chào bán và sẽ chuyển cho các ngân hàng bảo lãnh phát hành một “thư xác nhận” (comfort letter).

(7) Luật sư của tổ chức phát hành có các nhiệm vụ sau đây:

- Soạn thảo các tài liệu chào bán (bản cáo bạch và international offering circular hay international offering memorandum). [Khi chứng khoán phát hành là các chứng khoán nợ (trái phiếu) hay các chứng khoán lai tạp (trái phiếu có khả năng chuyển đổi...), các điều khoản và điều kiện về chứng khoán thường do luật sư ngân hàng soạn thảo.]

- Quản lý quan hệ với các cơ quan quản lý thị trường (như SEC ở Mỹ hay AMF ở Pháp) và với thị trường trên đó chứng khoán được phát hành (như NYSE-Euronext ở Mỹ hay ở Pháp hay Nasdaq ở Mỹ).
- Soạn thảo các tài liệu về công ty phát hành theo quy định (các biên bản...).
- Đàm phán về “hợp đồng bảo lãnh phát hành” (underwriting agreement): Hợp đồng này phải được kí kết giữa tổ chức phát hành và các ngân hàng bảo lãnh phát hành.
- Soạn thảo một văn bản pháp lý về công bố thông tin (publicity guidelines) nhằm thông tin cho tổ chức phát hành về các quy định và nguyên tắc phải được tuân thủ về mặt công bố thông tin, tiếp thị, truyền thông...liên quan đến việc phát hành.
- Đọc lại một văn bản pháp lý về nghiên cứu tài chính (research guidelines) nhằm ấn định các hạn chế áp dụng đối với việc phổ biến các báo cáo nghiên cứu (research reports) của các nhà phân tích tài chính.

(8) Luật sư của các cổ đông là người bán thường có các nhiệm vụ sau đây

- Đọc lại và bình luận các tài liệu chào bán.
- Đàm phán về hợp đồng bảo lãnh phát hành cho các cổ đông là người bán.

(9) Luật sư ngân hàng thường có các nhiệm vụ sau đây:

- Đọc lại và bình luận các tài liệu chào bán.
- Soạn thảo các điều khoản và điều kiện về chứng khoán khi chứng khoán phát hành là các chứng khoán nợ hay các chứng khoán lai tạp.
- Soạn thảo và đàm phán hợp đồng bảo lãnh phát hành vì lợi ích của các ngân hàng.
- Đọc lại văn bản pháp lý về công bố thông tin.
- Đọc lại văn bản pháp lý về nghiên cứu tài chính.

(10) Cơ quan quản lý thị trường (SEC ở Mỹ, AMF ở Pháp...)

(11) Doanh nghiệp quản lý thị trường mà trên đó chứng khoán được phát hành (NYSE-Euronext ở Mỹ hay ở Pháp hay Nasdaq ở Mỹ...)

2.2. Các văn bản quan trọng

(1) Bản cáo bạch: Là tài liệu nộp cho cơ quan quản lý các thị trường tài chính theo quy định của cơ quan này trong đó miêu tả cho các nhà đầu tư tiềm năng

về tổ chức phát hành chứng khoán, hoạt động và viễn cảnh phát triển của tổ chức phát hành chứng khoán (bao gồm cả các nhân tố rủi ro) và các phương thức chào bán chứng khoán ra công chúng.

(2) Tại Pháp, bản cáo bạch phải nhận được “giấy phép” của AMF.

(3) Bản cáo bạch bao gồm:

+ Một “Tài liệu cơ sở”, mô tả tổ chức phát hành chứng khoán, hoạt động và viễn cảnh phát triển của tổ chức phát hành chứng khoán (bao gồm cả các nhân tố rủi ro); và

+ Tờ thông tin về việc phát hành mô tả các phương thức chào bán chứng khoán ra công chúng cũng như các đặc điểm của các chứng khoán được phát hành.

(4) Nội dung của bản cáo bạch được quy định tại Phụ lục I và III của “Chỉ thị về Bản cáo bạch”.

(5) Nếu đợt phát hành là của một công ty đã được niêm yết, “Tài liệu cơ sở” được thay thế bằng “Tài liệu quy chiếu” là báo cáo hàng năm của công ty đó với phiên bản là văn bản được đăng ký hay nộp tại AMF.

(6) Theo quan điểm của pháp luật Mỹ, việc chào bán chứng khoán của một tổ chức phát hành Pháp được thực hiện tại Pháp thông qua bản cáo bạch theo quy định của AMF là hình thức chào bán được tiến hành đúng theo quy định “Regulation S” của Luật chứng khoán 1993 của Mỹ, tức là chào bán bên ngoài lãnh thổ Mỹ và do đó được miễn không phải đăng ký tại SEC.

(7) Ở Mỹ, bản cáo bạch (registration statement) phải được “đăng ký” (registered) tại SEC và sau đó mới “có hiệu lực” (effective).

+ Theo cách làm tại Mỹ, phải lập một bản cáo bạch sơ bộ (preliminary prospectus, red herring) là tài liệu trong đó không nêu thông tin liên quan đến giá chào bán chứng khoán.

+ Thông tin này được nêu trong bản cáo bạch cuối cùng (final prospectus).

+ International offering circular hay international offering memorandum là một tài liệu nhằm chào bán chứng khoán ra ngoài đất nước mà ở đó việc niêm yết chứng khoán dự định sẽ được tiến hành và việc chào bán này được diễn ra trong khuôn khổ một đợt “phát hành riêng lẻ” (private placement) - có nghĩa là không phát hành chứng khoán ra công chúng và tài liệu này do đó không chịu sự kiểm tra của một cơ quan quản lý thị trường tài chính nào.

(8) Chẳng hạn một tổ chức phát hành của Pháp có thể phát hành chứng khoán tại thị trường Eurolist của Euronext bằng cách phát hành chứng khoán ra công chúng tại Pháp trong khuôn khổ quản lý của AMF và đồng thời tiến hành phát hành riêng lẻ trong các nước Châu Âu khác cũng như tại Mỹ theo quy định “144A”.

(9) Các đợt phát hành riêng lẻ thường được tiến hành với các nhà đầu tư có tổ chức hay còn gọi là các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp (qualified institutional buyers, QIB).

(10) Các báo cáo nghiên cứu (research reports) của các nhà phân tích tài chính:

- Là các tài liệu trong đó các nhà phân tích tài chính mô tả cho các khách hàng của họ phân tích mà họ tiến hành đối với tổ chức phát hành và triển vọng phát triển của tổ chức phát hành cũng như với triển vọng của các chứng khoán được chào bán.
- Về nguyên tắc, khoảng hai tuần trước khi công bố bản cáo bạch, các nhà phân tích chuyên các báo cáo nghiên cứu này cho các nhà đầu tư.

(11) Hợp đồng bảo lãnh phát hành (underwriting agreement) được giao kết giữa một bên là tổ chức phát hành và có thể là các cổ đông là người bán và một bên là các ngân hàng thuộc tổ hợp bảo lãnh. Hợp đồng này đặc biệt có mục đích làm cho các ngân hàng thuộc tổ hợp bảo lãnh bảo đảm rằng trong trường hợp chứng khoán phát hành không có người mua thì các ngân hàng này sẽ mua chúng.

(12) Hợp đồng giữa các ngân hàng bảo lãnh phát hành (agreement among underwriters) có đối tượng là một số vấn đề liên quan tới các mối quan hệ giữa các ngân hàng với nhau, đặc biệt là:

- Việc chia hoa hồng
- Việc cấm thực hiện các giao dịch đối với các chứng khoán của tổ chức phát hành bên ngoài Tổ hợp.
- Việc bồi thường các ngân hàng và việc phân chia trách nhiệm giữa các ngân hàng này

(13) Các tài liệu liên quan tới việc đánh giá cẩn trọng (due diligence) nhằm kiểm tra tính chính xác và đầy đủ của các tài liệu chào bán.

(14) Tại Mỹ, các ngân hàng phải chịu trách nhiệm khi có các lỗi thiếu chính xác hay lỗi bỏ sót trong các tài liệu cơ sở. Tuy nhiên nghĩa vụ của các ngân hàng chỉ dừng lại ở nghĩa vụ phương tiện mà các ngân hàng có thể không phải thực

hiện nếu như chứng minh được việc họ đã tiến hành đánh giá cẩn trọng văn bản. Và để làm được điều này, các ngân hàng phải có được đội ngũ chuyên gia trong đó các luật sư và các kế toán viên là những người có vai trò nòng cốt.

(15) Luật sư được giao nhiệm vụ chuyên cho các ngân hàng một “10b- 5 letter” và các kiểm toán viên của tổ chức phát hành chuyển cho các ngân hàng một lá thư xác nhận.

(16) Các “10b- 5 letters” thường gồm một mẫu câu như sau:

“No information has come to our attention that causes us to believe that the Registration Statement contains an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statement therein not misleading”.

Chúng tôi không phát hiện thấy một yếu tố nào khiến chúng tôi nghĩ là bản cáo bạch (Registration Statement) chứa nội dung không đúng sự thật hay bỏ qua việc xác lập một nội dung cần được thông tin theo quy định hay cần thiết để hiểu các nội dung của bản cáo bạch.

- Ở Pháp, không tồn tại cơ chế trách nhiệm theo quy định của pháp luật như ở Mỹ (dù trách nhiệm của các ngân hàng có thể bị truy cứu khi xét về mặt bản phận tư vấn theo quy định của hệ thống án lệ ở phạm vi tách biệt với hoạt động chứng khoán).
- Tuy nhiên, các ngân hàng phải nộp cho AMF giấy chứng nhận tư cách nhà cung ứng dịch vụ đầu tư (Giấy chứng nhận PSI) theo đó các ngân hàng chứng nhận đã thực hiện việc đánh giá cẩn trọng.
- Khi đưa vào áp dụng giấy chứng nhận PSI, Ủy ban chứng khoán (COB) đã viết:

(17) “Với việc đưa vào áp dụng PSI, Ủy ban mong muốn quy định cụ thể trách nhiệm của các nhà cung ứng dịch vụ đầu tư tham gia vào một dự án tài chính. Trước khi lập bản cáo bạch, các nhà cung ứng dịch vụ đầu tư phải hoàn thành các đánh giá tương xứng với chuẩn mực quốc tế về chào bán chứng khoán vốn và chứng minh được các đánh giá này với COB trước khi COB cấp giấy phép chào bán chứng khoán ra công chúng. Với việc chứng minh này, các nhà cung ứng dịch vụ đầu tư xác nhận đã thực hiện các đánh giá cần thiết và rằng các đánh giá cho thấy trong nội dung của bản cáo bạch không có yếu tố không chính xác hay và không có việc bỏ sót yếu tố quan trọng có thể gây nhầm lẫn cho nhà đầu tư hay khiến nhà đầu tư có các nhận định sai về tổ chức phát hành. Đánh

giá căn trọng trong hoạt động nghề nghiệp được quy định trong một Bộ quy tắc nghề nghiệp do Hiệp hội ngân hàng Pháp và Hiệp hội các doanh nghiệp Pháp và COB phối hợp cùng xây dựng. [...] Đối với COB, các nhà cung ứng dịch vụ đầu tư có trách nhiệm triển khai toàn bộ các đánh giá đã được quy định trong Bộ quy tắc nghề nghiệp và không làm tổn hại tới các thỏa thuận bảo đảm từ phía tổ chức phát hành.”

(18) “Các đánh giá quy định được thực hiện ở các cấp độ khác nhau theo từng thời điểm:

+ Khi phát hành chứng khoán lần đầu tiên ra công chúng, đánh giá được tiến hành đối với tất cả các tài liệu của bản cáo bạch.

+ Trong giai đoạn 3 năm sau khi phát hành, đánh giá vẫn được tiến hành đối với tất cả các tài liệu của bản cáo bạch. Tuy nhiên, một nhà cung ứng dịch vụ đầu tư có thể chỉ dừng lại ở việc đánh giá Tờ thông tin về việc phát hành nếu một nhà cung ứng dịch vụ đầu tư khác cung cấp một giấy chứng nhận về tài liệu quy chiếu, hoặc một bản cáo bạch của tổ chức phát hành được đưa vào qua hình thức tham chiếu tới các thông tin do AMF quy định và đã được trình lên cơ quan này trước đây.

+ Sau ba năm kể từ khi phát hành chứng khoán, chỉ tiến hành đánh giá về các phương thức chào bán và các đặc điểm của các công cụ tài chính được chào bán như được mô tả trong bản cáo bạch hay trong tờ thông tin về việc phát hành từng trường hợp.”

- Hầu hết các ngân hàng Pháp hay ngân hàng nước ngoài hoạt động trên thị trường Pháp trong khuôn khổ các hoạt động phát hành đều yêu cầu việc luật sư chuyển cho các ngân hàng này một “10b-5letter” trước thời điểm ngân hàng nộp Giấy chứng nhận tư cách nhà cung ứng dịch vụ đầu tư cho AMF. Điều này cũng giống với quy định của Mỹ kể cả trường hợp các hoạt động phát hành không có mối liên hệ nào với nước Mỹ. Thông lệ này cho thấy ảnh hưởng của pháp luật Mỹ tới thông lệ quốc tế bao gồm cả những gì đang diễn ra tại Châu Âu.

- Ở Pháp cũng như ở Mỹ, các kiểm toán viên cao cấp của tổ chức

phát hành trao cho các ngân hàng một lá thư bảo đảm, xác nhận đặc biệt:

- rằng tài khoản nêu trong các tài liệu chào bán chính là các tài khoản đã được kiểm toán và được xác nhận (đối với các tài khoản thường niên) hoặc là đã được “đọc lại” bởi các kiểm toán viên cao cấp.

- rằng các kiểm toán viên cao cấp đã tiến hành một vài lần kiểm tra bên cạnh Ban giám đốc của tổ chức phát hành.
- rằng các kiểm toán viên cao cấp đã kiểm tra việc một vài con số được sử dụng lại trong bản cáo bạch đã được sử dụng lại và tính toán một cách phù hợp.
- Thư xác nhận được trao trong khuôn khổ của một văn bản về việc thực hiện nhiệm vụ kiểm toán (engagement letter) có chữ kí của tổ chức phát hành và các kiểm toán viên cao cấp.
- Tại Pháp, Hội kiểm toán viên quốc gia đã ấn định một số quy định nghề nghiệp đặc thù. Chính vì lý do này mà các thư xác nhận liên quan tới các tổ chức phát hành của Pháp khá khác so với các thư xác nhận thông dụng tại Mỹ hay tại các nước khác trên thế giới.
- Một điểm đặc thù của Pháp là có yêu cầu đặt ra đối với các kiểm toán viên cao cấp của tổ chức phát hành là trao cho tổ chức phát hành một “Văn bản về việc hoàn tất công việc” trong đó các kiểm toán viên cao cấp chỉ rõ đã tiến hành kiểm tra các thông tin liên quan đến tình hình tài chính và các tài khoản nêu trong bản cáo bạch cũng như đã tiến hành đọc toàn bộ các văn bản có trong bản cáo bạch.
- Cuối cùng, người đại diện theo pháp luật của tổ chức phát hành phải đặt lên phần đầu của bản cáo bạch một giấy xác nhận theo đó người này đặc biệt xác nhận điều sau đây:

Sau khi tiến hành các biện pháp được cho là cần thiết, theo vốn hiểu biết của người đại diện theo pháp luật thì các thông tin trong bản cáo bạch là đúng sự thật và không có chuyện bỏ sót các yếu tố có thể ảnh hưởng xấu đến nội dung của bản cáo bạch.”

- Hơn nữa, giấy xác nhận này chỉ rõ rằng các tài khoản đưa lại một “hình ảnh trung thực” và quy chiếu sang văn bản về việc hoàn tất công việc của các kiểm toán viên cao cấp.

2.3. Các công cụ khác

- Các cuộc họp giới thiệu chứng khoán được phát hành (road shows) là các cuộc họp được tổ chức giữa tổ chức phát hành, các ngân hàng và các nhà đầu tư tiềm năng. Các luật sư không tham gia vào các cuộc họp này.
- Việc “xây dựng sổ lệnh” (bookbuilding) nhằm ghi lại sự quan tâm mà các nhà đầu tư tiềm năng dành cho đợt phát hành (về mặt giá bán và khối lượng

chứng khoán) để về sau có thể xác định được giá phát hành phù hợp với mức cầu hiện tại đối với chứng khoán của tổ chức phát hành.

2.4. Có việc “chào bán chứng khoán ra công chúng”:

- Trong trường hợp một công cụ tài chính được phép giao dịch trên thị trường chính thức; hoặc là
- Trong trường hợp phát hành hay chuyển nhượng các công cụ tài chính trong công chúng thông qua việc sử dụng phương tiện thông tin đại chúng, sử dụng hình thức tiếp thị tài chính hay thông qua các tổ chức tín dụng hay các nhà cung ứng dịch vụ đầu tư. 18 Các công cụ tài chính liên quan bao gồm:
 - Cổ phiếu và các giấy tờ có giá mang lại hay có khả năng mang lại quyền đối với một phần vốn hay quyền phủ quyết, có thể chuyển giao dưới hình thức ghi sổ hay trao tay.
 - Các chứng chỉ ghi nợ ghi nhận một quyền đòi nợ đối với các pháp nhân phát hành có thể chuyển giao dưới hình thức ghi sổ hay trao tay, ngoại trừ thương phiếu và trái phiếu do các tổ chức tín dụng phát hành.

(1) Hiện nay, Pháp có một thị trường chính thức duy nhất là Euronext. Bộ trưởng Bộ Kinh tế là người có quyền công nhận địa vị thị trường chính thức cho một thị trường giao dịch.

(2) Ở Pháp chỉ có công ty cổ phần và công ty hợp vốn cổ phần mới có thể phát hành chứng khoán ra công chúng.

(3) Các hoạt động sau không được coi là phát hành chứng khoán ra công chúng: Không được coi là phát hành chứng khoán ra công chúng việc cho phép đưa vào giao dịch trên thị trường chính thức, việc phát hành hay chuyển nhượng công cụ tài chính:

- Được phát hành bởi một tổ chức đầu tư chứng khoán tập thể (OPCVM), việc đầu tư mua các phần vốn của OPCVM được quy định theo một chế độ riêng.
- Được phát hành bởi một công ty cổ phần, công ty hợp vốn cổ phần hay một công ty nước ngoài được công nhận có hình thức tương đương với công ty cổ phần, công ty hợp vốn cổ phần của Pháp khi:

+ tổng lượng chào bán nhỏ hơn 100.000 euro

+ lượng chào bán giao động từ 100.000 euro đến 2.500.000 euro và chiếm không quá 50% tổng vốn của công ty phát hành (tổng lượng chào bán được tính trên một giai đoạn là 12 tháng sau đợt phát hành đầu tiên).

+ chào bán liên quan đến các công cụ tài chính mà mỗi nhà đầu tư chỉ có thể mua một lượng chứng khoán có giá trị trên 50.000 euro trong một đợt phát hành.

+ Mệnh giá chứng khoán chào bán cao hơn 50.000 euro.

Cuối cùng, dù có sử dụng phương tiện thông tin đại chúng, sử dụng hình thức tiếp thị tài chính hay dịch vụ của tổ chức tín dụng hay nhà cung ứng dịch vụ đầu tư thì việc chào bán chỉ nhằm vào các nhà cung ứng dịch vụ đầu tư quản lý quỹ cho khách hàng, hay chỉ nhằm vào các “nhà đầu tư chuyên nghiệp” hay “một số lượng hạn chế các nhà đầu tư”, khi các đối tượng này hành động vì lợi ích của họ cũng không được coi là phát hành chứng khoán ra công chúng.

❖ Tổ chức phát hành hay trung gian chứng khoán thực hiện phát hành riêng lẻ phải thông tin cho các nhà đầu tư khi họ có yêu cầu về việc:

- Đợt phát hành không dẫn tới việc công bố một tài liệu thông tin cần được AMF chấp nhận.
- Tổ chức phát hành hay trung gian chứng khoán chỉ tham gia chào bán vì lợi ích của các chủ thể này.
- Việc phát hành một cách trực tiếp hay gián tiếp ra công chúng các công cụ tài chính chỉ có thể thực hiện theo quy định về chào bán chứng khoán ra công chúng.

❖ Các nhà đầu tư chuyên nghiệp là các chủ thể quyền hay các đơn vị có năng lực và phương tiện cần thiết để nhận định được các rủi ro gắn liền với các hoạt động tiến hành đối với các công cụ tài chính. Các nhà đầu tư chuyên nghiệp gồm:

- Các tổ chức tín dụng
- Nhà nước
- Các tổ chức đầu tư chứng khoán tập thể
- Các công ty bảo hiểm và các công ty tái bảo hiểm
- Ngân hàng trung tâm Châu Âu

❖ Các đơn vị sau đây cũng được coi là nhà đầu tư chuyên nghiệp:

- Các đơn vị đáp ứng tối thiểu hai trong ba tiêu chí sau đây: có nhân sự trung bình hàng năm gồm trên 250 người, có tổng tài sản trên 43 triệu euro, có doanh thu trên 50 triệu euro.
- Các đơn vị có đơn xin ghi danh vào tập phiếu dữ liệu của AMF và đáp ứng tối thiểu hai trong ba tiêu chí sau đây:
 - + Pháp nhân: có nhân sự trung bình hàng năm dưới 250 người, có tổng tài sản dưới 43 triệu euro, có doanh thu dưới 50 triệu euro.
 - + Thẻ nhân: nắm giữ một danh mục đầu tư gồm các công cụ tài chính có giá trị trên 500.000 euro, thực hiện ít nhất 10 giao dịch một quý với giá trị của một giao dịch ít nhất là 600 euro, có một vị trí công tác trong lĩnh vực tài chính đòi hỏi các kiến thức về đầu tư vào các công cụ tài chính ít nhất trong vòng một năm.
- “Một số lượng hạn chế các nhà đầu tư” được hiểu là một số lượng người, không bao gồm các nhà đầu tư chuyên nghiệp, với số lượng nhỏ hơn 100.

2.5. Hệ quả của việc phát hành cổ phiếu ra công chúng đối với việc quản trị doanh nghiệp

(1) Việc quản trị các công ty đã được niêm yết trên thị trường chứng khoán không được quy định sâu trong Bộ luật thương mại. Tuy nhiên Báo cáo Viénot tháng 7/1995 và tháng 7/1999 và Báo cáo Bouton 2002 đã đưa ra hàng loạt các đề xuất, khuyến nghị được các công ty phát hành nhiệt liệt hưởng ứng.

(2) Các báo cáo này đặc biệt đề xuất việc có các thành viên Hội đồng quản trị độc lập trong Hội đồng quản trị và chỉ dẫn: “ Ngay cả khi không thể đánh giá Hội đồng quản trị thông qua tỷ lệ các thành viên Hội đồng quản trị độc lập, các thành viên Hội đồng quản trị độc lập phải là những người có năng lực, làm việc tích cực, thường xuyên và có *tinh thần trách nhiệm*”. Tác giả Báo cáo khuyến nghị cần có một tỷ lệ thích đáng các thành viên Hội đồng quản trị độc lập trong một Hội đồng quản trị: theo tinh thần của Báo cáo Viénot II, con số này là 1/3 và sau đó phải được tăng lên mức 1/2 số thành viên của Hội đồng quản trị trong các công ty có vốn nằm phân tán hay không có cổ đông có quyền kiểm soát.”

(3) Hơn nữa, Báo cáo cũng đề xuất định nghĩa sau: “Một thành viên Hội đồng quản trị là độc lập khi không giữ bất kỳ mối quan hệ nào với công ty, với nhóm mà Công ty là thành viên và với ban giám đốc Công ty – các đối tượng có thể tác động xấu tới quyền tự do đánh giá của thành viên này”.

(4) Báo cáo Bouton làm rõ định nghĩa này và đề xuất các tiêu chí mà Ủy ban bổ nhiệm và Hội đồng quản trị phải xem xét để đánh giá một thành viên Hội đồng quản trị độc lập. Các tiêu chí này bao gồm:

- Trong vòng 5 năm trước khi nộp đơn xin trở thành thành viên Hội đồng quản trị độc lập, đương sự không phải là người hưởng lương hay là người đại diện ủy quyền của công ty, người hưởng lương hay thành viên Hội đồng quản trị của công ty mẹ hay một công ty con khác có báo cáo tài chính được công ty mẹ này hợp nhất trong báo cáo tài chính hợp nhất.
- Đương sự không phải là người đại diện theo ủy quyền của của một công ty mà trong đó công ty mà đương sự là thành viên của Hội đồng quản trị trực tiếp hay gián tiếp đang nắm vai trò thành viên của Hội đồng quản trị, hay của một công ty mà trong đó một người được hưởng lương đã được chỉ định hay một người đại diện theo ủy quyền của công ty mà đương sự là thành viên của Hội đồng quản trị (ở thời điểm hiện tại hay đã từng đảm nhiệm vai trò này kể từ gần 5 năm) đang nắm vai trò thành viên của Hội đồng quản trị.
- Không phải là khách hàng, nhà cung ứng, nhân viên ngân hàng kinh doanh hay ngân hàng đầu tư:

(5) Có quan hệ đối tác quy mô với công ty của đương sự hay với nhóm công ty mà công ty của đương sự là thành viên.

(6) hoặc là các chủ thể mà công ty của đương sự hay nhóm công ty mà công ty của đương sự là thành viên đóng góp một phần đáng kể vào các hoạt động kinh doanh.

- Không phải là người thân với một người đại diện theo ủy quyền của công ty.
- Không phải là kiểm toán viên của doanh nghiệp trong vòng 5 năm trở lại đây.
- Không phải là thành viên của Hội đồng quản trị của doanh nghiệp kể từ 12 năm.

(7) Hơn nữa, Báo cáo Bouton cũng chỉ rõ rằng, đối với các thành viên Hội đồng quản trị là các cổ đông quan trọng của công ty hay của công ty mẹ, đề xuất đưa ra là coi họ như thành viên Hội đồng quản trị độc lập khi họ không tham gia vào việc kiểm soát công ty. Khi vượt qua ngưỡng 10% vốn hay cổ phiếu có quyền bỏ phiếu, Hội đồng quản trị phải cân nhắc một cách có hệ thống tư cách thành viên độc lập trên cơ sở báo cáo của Ủy ban bổ nhiệm và trên cơ sở tính

đến thành phần vốn của công ty cũng như việc có hay không một xung đột tiềm năng về lợi ích.

(8) Báo cáo Bouton cũng đưa ra các khuyến nghị về hoạt động của các ủy ban khác nhau của Hội đồng quản trị, đó là:

- Ủy ban bổ nhiệm
- Ủy ban kế toán (hay Ủy ban kiểm toán) □ Ủy ban về lương, thù lao

(9) Cuối cùng, Báo cáo Bouton cũng đưa ra các khuyến nghị liên quan đến tính độc lập của các kiểm toán viên cao cấp.

2.6. Tính toàn vẹn của thị trường

(1) Tính toàn vẹn của thị trường là một yếu tố quyết định và đặc biệt cần thiết để thị trường tài chính có thể phát triển.

(2) “Người biết thông tin nội bộ” là người trong khi tác nghiệp hay thực hiện chức vụ được giao có được các thông tin nội bộ về triển vọng phát triển hay tình hình của một tổ chức phát hành có các giấy tờ có giá được giao dịch trên một thị trường chính thức hoặc về triển vọng phát triển của một công cụ tài chính được phép trao đổi trên thị trường chính thức.

(3) Hơn nữa, các thành viên Ban giám đốc của tổ chức phát hành được coi là người biết thông tin nội bộ.

(4) Mọi người biết thông tin nội bộ không được thực hiện hay cho phép thực hiện hoặc trực tiếp, hoặc qua một trung gian, một hoặc nhiều giao dịch trước khi công chúng biết được các thông tin này và nếu vi phạm sẽ bị truy tố trách nhiệm hình sự.

(5) Ngoài ra, mọi cá nhân trong khi tác nghiệp hay thực hiện chức năng, nhiệm vụ được giao có được các thông tin nội bộ về triển vọng phát triển hay tình hình của một tổ chức phát hành có các giấy tờ có giá được giao dịch trên một thị trường chính thức hoặc về triển vọng phát triển của một công cụ tài chính được phép trao đổi trên thị trường chính thức cũng phải tránh tiết lộ biết các thông tin này cho người thứ ba bên ngoài khuôn khổ công việc của anh ta.

(6) Từ năm 2001, các nguyên tắc nêu trên áp dụng cả cho mọi cá nhân biết rõ các thông tin nội bộ (có được trong hay ngoài khuôn khổ công việc của người này).

(7) Pháp chia làm hai loại giao dịch nội gián: giao dịch nội gián với tính chất là một khinh tội (bị xử phạt bằng biện pháp hình sự) và giao dịch nội gián với tính chất là vi phạm hành chính (bị AMF xử phạt bằng các biện pháp xử phạt hành chính).

(8) Trong vi phạm hành chính giao dịch nội gián, khái niệm “thông tin nội bộ” được hiểu là một thông tin chính xác, chưa được công bố, liên quan trực tiếp hay gián tiếp tới một hay nhiều tổ chức phát hành công cụ tài chính và nếu như thông tin này được công bố có thể có một ảnh hưởng đáng kể tới giá giao dịch của các công cụ tài chính được phát hành hay tới giá giao dịch của các công cụ tài chính liên quan.

(9) Một thông tin được coi như là “chính xác” nếu nó nêu toàn bộ các bối cảnh hay nêu một sự kiện đã xảy ra hay có khả năng xảy ra và có thể là nêu ra một kết luận về tác động tiềm năng của các bối cảnh hay sự kiện này đối với giá giao dịch của các công cụ tài chính được phát hành hay các công cụ tài chính liên quan.

(10) Một thông tin, nếu được công bố có thể có một ảnh hưởng đáng kể tới giá giao dịch của các công cụ tài chính được phát hành hay tới giá giao dịch của các công cụ tài chính liên quan là một thông tin mà một nhà đầu tư thông minh có thể sẽ sử dụng như một trong những căn cứ để quyết định đầu tư.

(11) Cá nhân nắm giữ một “thông tin nội bộ” nhờ:

- Tư cách là thành viên các bộ phận quản trị, lãnh đạo, quản lý hay giám sát của tổ chức phát hành.

- Qua việc tham gia góp vốn vào tổ chức phát hành

- Tiếp cận thông tin qua công việc, hay thực hành chức vụ hoặc là tham gia vào việc chuẩn bị và thực hiện một hoạt động tài chính.

- Các hoạt động có thể bị coi là trọng tội hay khinh tội, thì phải tránh:

+ Sử dụng thông tin nội bộ đó nhằm mua hay nhượng vì lợi ích của anh ta hay vì lợi ích của một người khác, một cách trực tiếp hay gián tiếp, các công cụ tài chính là đối tượng của thông tin này hay các công cụ tài chính liên quan đến chúng.

+ Tiết lộ thông tin này cho một người bên ngoài khuôn khổ công việc hay chức vụ của anh ta hoặc vì các mục đích không chính đáng khác.

+ Khuyến một người khác nên mua hay nhượng hoặc chỉ đạo để người này mua hay nhượng các công cụ tài chính là đối tượng của thông tin này hay các công cụ tài chính liên quan đến chúng trên cơ sở thông tin nội bộ.

(12) Việc thao túng thị trường là việc một cá nhân hay tổ chức thực hiện trực tiếp hay thông qua một trung gian hành vi nhằm gây cản trở hoạt động bình thường của một thị trường tập trung và qua đó gây nhầm lẫn cho người khác.

(13) Nếu vi phạm thao túng thị trường sẽ bị xử phạt hình sự.

(14) Chẳng hạn, quy định cấm này cho phép trừng phạt hành vi bán khống các giấy tờ có giá không xuất phát từ tình hình của tổ chức phát hành nhằm tạo ra một đợt giảm giá và sau đó là nhằm mua lại một khối lượng giấy tờ có giá lớn hơn với giá rất thấp.

(15) Hơn nữa, các hình thức xử phạt hình sự và hành chính được áp dụng đan xen đối với hai loại hành vi giao dịch nội gián nêu trên. Quả vậy, Quy định chung của AMF cấm:

- Thực hiện các giao dịch hay ra các lệnh:

+ Đưa ra hay có thể đưa ra các thông tin sai lệch hay gian dối về chào bán, cầu và giá các công cụ tài chính.

+ Ân định tỷ giá của một hay nhiều công cụ tài chính ở một mức bất thường hay giả tạo thông qua một hành vi do một hay nhiều người cùng thống nhất tiến hành, trừ khi người thực hiện các giao dịch hay ra các lệnh chứng minh được tính chính đáng của các lý do nêu ra để thực hiện các giao dịch hay ra các lệnh này và chứng minh được sự phù hợp của chúng với các hành vi thị trường được chấp nhận trên thị trường giao dịch chính thức liên quan.

- Thực hiện các giao dịch hay ra các lệnh có sử dụng các kỹ thuật tạo một hình ảnh ảo về tình hình thị trường hay sử dụng mọi hình thức gian dối hay giả tạo khác.

2.7. Chào công khai

Chào mua công khai và chào trao đổi công khai

(1) Chào công khai phải nhằm tới toàn bộ các chứng khoán của đối tượng được chào.

(2) Chào công khai cũng phải liên quan tới các công ty con là công ty đại chúng của đối tượng được chào mà đối tượng được chào nắm giữ hơn 1/3 tổng lượng

chứng khoán trong trường hợp công ty con là một tài sản có thiết yếu của công ty mẹ.

(3) Chào công khai có thể là chào mua, chào trao đổi hay chào hỗn hợp và có thể đưa ra các giải pháp thay thế (chẳng hạn việc lựa chọn giữa chào hỗn hợp hay chào mua bằng tiền mặt). Trong trường hợp chào trao đổi hay chào hỗn hợp, chứng khoán đem chào phải được niêm yết trên một thị trường tập trung của Liên minh Châu Âu hay của Không gian Kinh tế Châu Âu (trừ khi có việc chào thay thế bằng tiền mặt).

(4) Việc chào phải mang tính chất không thể rút lại. Hơn nữa, nó phải được thực hiện bởi một nhà cung ứng dịch vụ đầu tư đảm bảo được việc tổ chức, cá nhân chào có các cam kết không thể rút lại được (khái niệm funds certain trong tiếng Anh).

(5) Tuy vậy, chào công khai có thể đi kèm một số điều kiện sau:

- Điều kiện gắn liền với việc cơ quan quản lý cạnh tranh cho phép.
- Điều kiện gắn liền với việc đưa một số lượng tối thiểu chứng khoán vào chào công khai (mức tối đa được AMF cho phép là 2/3).
- Điều kiện gắn liền với việc cổ đông của tổ chức phát hành chấp thuận việc phát hành cổ phiếu để đổi chứng khoán của đối tượng được chào trong trường hợp chào trao đổi công khai.
- Sau khi đã gửi đăng kí chào lên AMF, các đối tượng là người thứ ba có thể đưa ra các chào công khai khác với mức giá cao hơn, ít nhất là cao hơn 2% (hay trong trường hợp chào trao đổi công khai, cải thiện đáng kể các điều kiện đã đề xuất) và chậm nhất là 5 ngày giao dịch trước khi hết thời hạn của lần chào trước.
- Trong trường hợp có chào công khai với mức giá cao hơn, người chào có thể thôi chào trong thời hạn 5 ngày giao dịch tính từ ngày có chào công khai với mức giá cao hơn.
- Nếu được AMF cho phép, người chào cũng có thể thôi chào nếu chào không có đối tượng hay đối tượng được chào đã tiến hành các biện pháp làm thay đổi nội dung chào trong quá trình chào hay sau khi đối tượng chào đã chấp thuận việc chào.

(6) Việc nộp đăng kí chào được thực hiện tại AMF là việc trình lên cơ quan này một Dự thảo tờ thông tin được gửi kèm với một lá thư trong đó có các nội dung quan trọng sau:

- Các mục tiêu và ý định của người chào mua.
- Số lượng và tính chất của các chứng khoán của đối tượng được chào mà người chào mua đang nắm một mình hay cùng với người khác (hay anh ta có quyền lựa chọn mua theo ý anh ta), cũng như các thời điểm và điều kiện mua.
- Giá hay giá trị trao đổi đề xuất với các cổ đông của của đối tượng được chào và các yếu tố xác định giá trị của đối tượng chào (phân tích *theo nhiều tiêu chí*).
- Khi cần, các điều khoản đình chỉ chào

(7) Sau khi người chào gửi đăng kí chào và thông báo chào qua một Thông cáo báo chí, AMF đề nghị Euronext tạm dừng việc niêm yết chứng khoán của đối tượng chào.

(8) AMF đăng các thông tin cơ bản của đăng kí chào và tải lên mạng Dự thảo tờ thông tin.

(9) Tính từ thời điểm này và tới khi công bố kết quả chào, người chào và đối tượng được chào phải tuân thủ một vài quy định, đặc biệt là việc không tham gia bất cứ giao dịch chứng khoán nào ngoài thị trường.

(10) Trong thời hạn 3 ngày kể từ khi nộp Tờ thông tin lên AMF, người chào phải gửi một bản sao của Tờ thông tin tới Ban đại diện nhân sự của đối tượng được chào.

(11) Về nguyên tắc, AMF có 10 ngày (tính theo ngày giao dịch) để đưa ra ý kiến cho phép và tuyên bố Tờ thông tin của người chào là hợp lệ. Trên thực tế, thời hạn trả lời này thường dài hơn do AMF thường có các câu hỏi hay bình luận về Tờ thông tin.

(12) Nếu trước các bình luận của AMF, người chào đưa ra nhiều dự thảo tờ thông tin liên tiếp nhau thì chúng phải được công bố. Tuy vậy, thường thì AMF chỉ đăng trên mạng dự thảo đầu tiên và phiên bản cuối cùng của Tờ thông tin mà thôi.

(13) Tuyên bố hợp lệ và giấy phép mà AMF cấp cho Tờ thông tin phải được nêu trong một Thông cáo báo chí của người chào và trong hai ngày giao dịch sau đó, Tờ thông tin phải được công bố rộng rãi và được đăng tải trên một tờ báo phát hành trên cả nước.

(14) Trong thời hạn 5 ngày giao dịch kể từ khi có giấy phép và có tuyên bố hợp lệ của AMF, đối tượng được chào phải trình lên AMF một Dự thảo Tờ thông

tin trả lời trong đó đặc biệt nêu lên “ý kiến có kèm theo lý do” của Hội đồng quản trị của đối tượng được chào và chỉ ra ý kiến của Hội đồng quản trị đối với chào công khai của người chào. (Dự thảo Tờ thông tin trả lời phải được trình lên trong thời hạn 5 ngày giao dịch, đặc biệt đối với các chào công khai nhận được sự chấp thuận của đối tượng được chào.)

(15) Về nguyên tắc, AMF có 5 ngày giao dịch để đưa ra ý kiến cho phép và tuyên bố Tờ thông tin trả lời của đối tượng được chào là hợp lệ. Trên thực tế, thời hạn trả lời này thường dài hơn do AMF thường có các câu hỏi hay bình luận về Tờ thông tin trả lời.

(16) Tuyên bố hợp lệ và giấy phép mà AMF cấp cho Tờ thông tin trả lời phải được nêu trong một Thông cáo báo chí.

(17) Chào công khai được mở trong vòng từ 25-35 ngày giao dịch và có thể được tái mở trong vòng 10 ngày tính từ thời điểm công bố kết quả.

(18) Nếu người chào nắm giữ tối thiểu 95% vốn hay quyền biểu quyết của đối tượng được chào sau khi tiến hành chào công khai thì có thể tiến hành loại bỏ niêm yết.

(19) Nếu quá trình chào làm phát sinh các xung đột lợi ích có khả năng ảnh hưởng tới ý kiến của Hội đồng quản trị của đối tượng được chào, đối tượng được chào phải chỉ định một chuyên gia độc lập để lập báo cáo thẩm định về các điều kiện chào.

(20) Quy định chung của AMF đưa ra rất nhiều ví dụ về các trường hợp xung đột lợi ích, đặc biệt là:

- Việc người chào kiểm soát đối tượng chào
- Có các thỏa thuận với người chào nhằm tác động tiêu cực tới vị trí độc lập của các thành viên Hội đồng quản trị.



SOURCE: *Tài liệu Lớp Bồi dưỡng luật sư. Nhà Pháp luật Việt – Pháp.
Ngày 5-6/6/2008 tại Thành phố Hồ Chí Minh*