

# Lettre du Vietnam

## Acquisitions sur les marchés et fusions-acquisitions



▲ Sun Wah Tower, siège d'Indochina Legal à Hô Chi Minh-Ville.

Dans un contexte de recul de l'Investissement Direct Etranger (12,5 milliards USD d'investissements déclarés au 30 septembre 2009 contre 58,6 milliards pour la même période en 2008, mais un objectif annuel de 20 milliards qui devrait être excédé et des investissements réalisés portant sur un montant relativement constant de plus de 7,2 milliards USD), l'investissement étranger sur les marchés boursiers vietnamiens (investissement indirect étranger), comme les opérations de prise de participation au capital de sociétés vietnamiennes (opérations de *private equity*, comprenant les opérations de LMBO) pourraient pour leur part s'illustrer en 2009.

**L'ENVOLÉE DES MARCHÉS BOURSIERS** vietnamiens (soit une hausse de 86 % pour l'indice VNI de la Bourse d'Hô Chi Minh-Ville, ou HoSE, entre les 1<sup>er</sup> janvier et 30 septembre 2009) semble en effet s'accompagner d'un regain d'intérêt des investisseurs étrangers pour les marchés vietnamiens.

Ainsi, selon la VAFI (Vietnam Association of Financial Investors), l'encours des placements étrangers excéderait (au 30 août 2009) 5 milliards USD, dont 1 milliard USD pour les investissements stratégiques au capital de banques et sociétés d'assurance vietnamiennes et le reste sous la forme d'investissements financiers.

Ce mouvement pourrait être amplifié par la restructuration des cotes vietnamiennes (*voir encadré en page 2*), dont l'organisation d'un marché du hors-cote (UpCom), comme par la reprise d'opérations majeures d'offres publiques de vente (OPV).

Ainsi Bao Viet Holdings et Vietcombank, introduites sur le HoSE le 1<sup>er</sup> juillet 2009, ont ajouté – prises ensemble – un montant de 5,6 milliards USD à la capitalisation de cette cote (la portant à environ 24 milliards USD).

Des introductions majeures devraient suivre, portant essentiellement sur des banques (Eximbank, Agribank, Incombank, Military Bank, etc), des opérateurs de téléphonie (Mobifone, Vinaphone, Viettel), mais aussi la compagnie aérienne nationale (Vietnam Airlines) et le principal brasseur vietnamien (Sabeco).

**L'INVESTISSEMENT ÉTRANGER** sur les marchés boursiers est soumis aux principales dispositions suivantes :

- **Plafonds** posés à l'investissement étranger : 49 % pour l'ensemble des investisseurs étrangers pris globalement, voire 30 % dans les secteurs bancaire et financier.
- **Obligations** liées au franchissement de seuils (applicables aux seuls marchés officiels). Le franchissement du seuil de 5 % conduit à la reconnaissance du statut d'actionnaire significatif de la société concernée, imposant une déclaration aux organismes de contrôle (limitée à l'identification de l'actionnaire concerné et du montant de sa participation). Toute variation de 1 % de la participation

### Au sommaire

Acquisitions sur les marchés et fusions-acquisitions  
**Marchés boursiers** page 2

Points clés  
**des due diligences** page 3

Brèves fiscales  
 • Impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP)  
 • Fiscalité des entrepreneurs étrangers  
 • Contrôle des prix de transfert page 4

**8,5%**

est le taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) enregistré sur le territoire de Hô Chi Minh-Ville au cours du 3<sup>e</sup> trimestre 2009. La performance pour l'ensemble du pays s'établit à 5,76 %, rendant possible le dépassement de l'objectif de 5% pour l'ensemble de l'année.

**77%**

est le taux des dirigeants d'entreprise vietnamiens qui anticipent une amélioration de la situation économique pour l'année à venir. 71% attendent un accroissement de leur profit, 59% projettent d'augmenter leur investissement, et 57% leur masse salariale.

(Vietnam Business Confidence Index)

## Acquisitions sur les marchés et fusions-acquisitions



doit donner lieu à déclaration. L'acquisition, y compris par plusieurs investisseurs agissant de concert, d'un bloc d'actions représentant plus de 25 % des droits de vote doit être réalisée dans le cadre d'une OPA.

• **Formalités/contrôle des changes.** L'investisseur qui souhaite investir directement sur les marchés boursiers vietnamiens doit disposer : (1) d'un compte bancaire en VND auprès d'une banque opérant régulièrement au Vietnam sur lequel devront transiter tous transferts monétaires ; (2) d'un compte titres auprès d'une ou plusieurs sociétés de bourse autorisées ; (3) d'un *trading code* à obtenir du Centre de dépôt des valeurs mobilières (cette information permet de suivre exactement la participation étrangère au capital des sociétés publiques ; à cette date, plus de 13 000 codes ont été attribués à des investisseurs étrangers). Alternativement, l'investisseur étranger peut confier la gestion de son portefeuille de valeurs mobilières à une société de gestion d'actifs locale.

• **Fiscalité.** Les ventes de valeurs mobilières réalisées par un investisseur non résident au Vietnam sont imposées au taux de 0,1 % du montant de la cession (alternativement, l'investisseur peut opter en début d'exercice pour une imposition au taux de 20 % des plus values à réaliser au cours de l'année à venir).

**EN MATIÈRE DE PRIVATE EQUITY,** s'il a manqué en cette première partie de l'année 2009 d'opérations majeures dans les domaines de la banque et de l'assurance à l'instar de 2007/début 2008, les études récentes des

cabinets de conseil PriceWaterhouseCoopers, Grant Thornton et Pickering Pacific, mettent en évidence une augmentation sensible et prometteuse des flux de transactions et un intérêt accru des opérateurs internationaux à pénétrer le marché vietnamien par voie d'acquisition (versus une implantation en propre ou *greenfield project*).

Selon les données collectées par PriceWaterhouseCoopers et Thomson Reuters, les opérations de M&A insignifiantes jusqu'alors, ont culminé en 2007 avec 108 opérations enregistrées pour une valeur totale de plus de 1,7 milliard USD. L'année 2008 a confirmé la tendance de forte progression du nombre des opérations (soit 166 opérations), mais pour une valeur cumulée en retrait à moins de 1,2 milliard USD. Il est attendu pour l'année 2009 une très sensible augmentation du nombre des opérations (à l'initiative d'acquéreurs tant internationaux que locaux). La valeur unitaire des opérations continuerait d'être relativement peu élevée, mais un « rush » de fin d'année pourrait permettre de conclure l'année sur une valeur globale en progression.

Le MPI a entrepris d'élaborer une circulaire visant à réglementer spécifiquement les opérations de fusion-acquisition, dont la prise est régulièrement retardée. En l'état, ces opérations soulèvent les principales problématiques juridiques suivantes.

**AU TERME DE SES ENGAGEMENTS D'ACCESSION À L'OMC** (effective le 11 janvier 2007), le Vietnam s'est engagé

## Marchés boursiers

Le Vietnam dispose de deux cotes officielles gérées par des sociétés publiques sous la tutelle du ministère des Finances (et susceptible d'être privatisées à terme).

La première, en activité depuis juillet 2000, est la Bourse d'Hô Chi Minh-Ville, ou HoSE. Sa capitalisation est de l'ordre de 24 milliards de dollars. Sont inscrits à sa cote des actions (essentiellement) et des obligations (sans inclure, en l'état, des titres plus complexes, tels que les options et autres "derivatifs").

Visant les plus importantes capitalisations, l'inscription au **HoSE** est soumise aux conditions suivantes :

- Un capital social supérieur ou égal à 80 milliards de VND (5 millions USD).
- Des résultats bénéficiaires au titre des deux exercices précédant l'inscription et aucune dette qui ne serait pas suffisamment provisionnée.
- 20 % du capital de cette société doit être détenu par au moins plus de cent actionnaires.
- Clause de *lock-up* et obligation de divulgation de toute créance applicables aux dirigeants et administrateurs.

La cote de Hanoi (dénommée depuis le 24 juin dernier, Hanoi Stock Exchange ou **HNX**) constitue une forme de marché secondaire. Créée en 2005, elle comprend un nombre de sociétés inscrites plus important que le HoSE (soit 227 sociétés, contre 162 au HoSE au 30 septembre 2009, mais des capitalisations respectives de 4,9 milliards de dollars, contre environ 24 milliards pour le HoSE). L'ensemble des bons d'Etat sont négociés au HNX.

Les critères d'inscription correspondent peu ou prou à ceux applicables au HoSE sous réserve de ceux qui suivent :

- Un capital social supérieur ou égal à 10 milliards de VND est suffisant (soit environ 625 000 USD).
- Des résultats bénéficiaires au titre de l'exercice précédant l'inscription.
- Un minimum de cent actionnaires ordinaires.

L'inscription à l'une des deux cotes passe par la double démarche de l'obtention d'un agrément du State Securities Committee à émettre une offre publique initiale de vente d'actions ainsi que de l'inscription à la cote considérée.

En marge des cotes officielles s'est développé un marché "gris" très actif, offrant peu de garanties aux opérateurs. En vue de réguler ces transactions, un marché hors cote (**UpCom**) a été constitué en avril 2009 (en activité depuis le 24 juin 2009) sous le couvert du HNX, sans rencontrer de grand succès.

## Acquisitions sur les marchés et fusions-acquisitions



à ouvrir à l'investissement étranger l'essentiel de ses secteurs d'activités, sous des conditions et limites variables selon les secteurs, mais sans distinction en fonction du mode d'investissement choisi (que ce soit par voie de participation à la création d'une société nouvelle ou par acquisition au capital d'une société existante). La liste des engagements spécifiques concernant les services prise dans le cadre du Groupe de travail sur l'accession du Vietnam à l'OMC <[www.wto.org/french/thewto\\_f/countries\\_f/vietnam\\_f.htm](http://www.wto.org/french/thewto_f/countries_f/vietnam_f.htm)> offre le détail complet (limites, conditions, calendrier) des engagements du Vietnam, secteur par secteur (selon les nomenclatures de la Classification centrale des produits [CPC] du département des statistiques des Nations unies).

En l'absence de normes de droit interne, les autorités vietnamiennes ont néanmoins continué, jusqu'à récemment, à faire application d'une Décision 36 du Premier ministre remontant à 2003 restreignant les acquisitions étrangères dans le capital de société domestique à certains secteurs et, en tout état de cause, dans la limite de 30 % de leur capital.

La Décision 88 du Premier Ministre du 18 juin 2009 met fin à cette situation et renvoie expressément aux seules limites prévues par les engagements d'ac-

cession à l'OMC, comprenant la possibilité dans nombre de secteurs d'investir jusqu'à 100 % dans le capital des sociétés domestiques.

Une exception notable a néanmoins été (contestablement) introduite au terme de la Décision 55 du 15 avril 2009, étendant à l'ensemble des sociétés publiques (c'est-à-dire non seulement les sociétés cotées, mais également celles comprenant plus de 100 membres ; soit les sociétés les plus importantes et en particulier celles résultant de l'actionnarisation/privatisation des entreprises publiques) le plafond de 49 % mis à la participation de capitaux étrangers.

**PLUS GÉNÉRALEMENT**, en l'absence de texte de droit interne de la nature d'une circulaire guidant les autorités locales en charge d'autoriser ces opérations, dans l'application des engagements internationaux du Vietnam, ces dernières sont souvent en difficulté pour exercer leur examen. C'est particulièrement le cas (usuel à vrai dire) lorsque l'objet social de la cible dont l'acquisition est recherchée comprend de nombreuses activités, soumises à des conditions et limites à l'investissement étranger différentes, ou lorsque l'objet social est conçu en termes vagues et non compatibles avec les CPC.

La procédure d'autorisation passe alors par l'obtention d'avis ou *rulings* émis en relation avec le projet d'acquisition considéré par les ministères centraux (généralement le Ministère au Plan et à l'Investissement, le Ministère de l'Industrie et du Commerce, mais aussi, selon les cas, les ministères techniques, dont celui des Finances ou celui des Transports). L'ensemble de ces *rulings* (non publiés mais dont les professionnels ont accès) constituent des précédents très précieux et autant de pièces d'un puzzle qui prend progressivement forme, offrant une perspective plus globale du degré d'ouverture des différents secteurs de l'économie vietnamienne à l'investissement étranger. Il est généralement recommandé aux praticiens de rechercher de tels *rulings* très en amont de leur projet d'acquisition et éventuellement de faire procéder à des amendements de l'objet social de la cible convoitée afin d'écartier les activités interdites à l'investissement étranger ou litigieuses.

**IL FAUT EN TOUT ÉTAT DE CAUSE** considérer que la réalisation de l'acquisition sera conditionnée à son autorisation par les autorités vietnamiennes. A cet égard, pour ajouter à la complexité de ces opérations, la procédure applicable varie selon divers paramètres (dont les conditions de constitution de la cible [a-t-elle donné lieu à l'émission d'un certificat d'investissement ou d'un simple certificat d'enregistrement ?] et son objet social ; le caractère majoritaire ou non de la participation à acquérir). La procédure peut ainsi porter selon les cas soit sur un simple amendement du certificat d'enregistrement dont la cible est titulaire (*business registration*), soit à l'amendement du certificat d'investissement dont elle est titulaire, soit encore à l'obtention d'un certificat d'investissement nouveau. Ces procédures passent généralement par l'obtention de divers avis d'autorités centrales ou locales et sont rendues en particulier compliquées lorsque l'objet de la cible comprend des activités de distribution. ■

### Points clés des "due diligences"

Dans un contexte réglementaire vietnamien tatillon et évolutif, souvent (jusqu'à ce jour du moins) mal respecté ou contourné par les entreprises locales, moyennant une certaine tolérance des administrations concernées, les *due diligences* doivent en particulier chercher à identifier/mesurer les risques juridiques et fiscaux suivants :

- Tenue très laxiste (parfois inexistante) des registres sociaux.
- Défaillance de gouvernance sociétaire (abus de pouvoirs remis aux dirigeants sociaux et défaut de respect des règles d'organisation sociale).
- Non-respect des dispositions légales, notamment en matière de législation du travail, de propriété industrielle, d'environnement, etc.
- Titres sur les droits immobiliers (certificat de droit d'usage sur terrain ; certificat de propriété sur les constructions) mais aussi sur d'autres actifs manquants ou partiels.
- Sous déclaration des effectifs salariaux ou de leur niveau de rémunération (à l'effet de réduire les charges sociales).
- Sous-évaluation des risques contentieux et couverture d'assurance insuffisante (au regard de la responsabilité produits).
- Sous-déclaration douanière.
- Double jeu d'écritures comptables ou revenus minorés pour réduire les obligations fiscales.
- *Tax planning* agressif.
- Opérations entre sociétés liées contestables.

Ces éléments sont souvent compliqués par le manque d'expérience des vendeurs locaux avec les procédures de *due diligences* et leur acceptation de risques. En matière fiscale, douanière et sociale, il faut considérer que les délais de préemption sont généralement longs et les pénalités lourdes.

# Brèves fiscales

## Impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP)

Heureuse confirmation pour les contribuables résidents au Vietnam (étrangers et vietnamiens), la suspension du paiement de l'IRPP introduite par le MoF en début d'année 2009 (cf. Lettre du Vietnam, édition avril) a été ratifiée par l'Assemblée nationale, le 19 juin 2009, conduisant à l'exonération pure et simple de :

- tous revenus perçus au titre du 1<sup>er</sup> semestre 2009,
- des revenus de capitaux mobiliers, plus values mobilières et revenus de la propriété industrielle pour l'ensemble de l'année 2009.

La circulaire du MoF 160/2009/TT-BC en fixe les conditions précises d'application.

Par ailleurs, de nouvelles dispositions, soit la circulaire 176/2009/TT-BTC, du 9 septembre 2009, et la Décision 119/2009/QĐ -TTg, du 1<sup>er</sup> octobre 2009, conduisent respectivement à réduire de 50% l'IRPP des personnes exerçant au sein de Zones économiques et à exonérer totalement de l'IRPP les personnes exerçant dans le cadre de projets sur financement de l'Aide Officielle au Développement.

## Fiscalité des entrepreneurs étrangers

La circulaire du MoF 134/2008/TT-BTC, du 31 décembre 2008, sur la fiscalité des entrepreneurs étrangers n'a considéré que les deux régimes optionnels suivants :

- Régime du réel (IS au taux de droit commun, soit actuellement 25% ; TVA au taux de droit commun, soit de 10%, récupérable dans le cadre du régime de déduction)

- Régime forfaitaire (IS au taux de 3 à 5% du montant du marché en fonction de la nature du marché ; TVA au taux de 2 à 5%, non récupérable).

La circulaire du MoF 197/2009/TT-BTC, du 9 octobre 2009, a l'heureux intérêt de réintroduire l'alternative, précédemment disponible, dite de la "formule hybride". Elle autorise (sous diverses conditions de substance et de procédure) les entrepreneurs étrangers, à se soumettre à l'IS selon le régime forfaitaire et à la TVA au régime réel (et ainsi à récupérer la TVA en amont).

## Contrôle des prix de transfert

Des lettres officielles récentes de la Direction Générale des Impôts, comme le développement par cette dernière de bases de données sur la fixation des prix de transfert, pourraient annoncer une application plus effective du dispositif de contrôle des prix de transfert entre sociétés liées introduit par la circulaire du MoF 117/2005/TT-BTC, du 19 décembre 2005.

Rappelons que les opérations avec des sociétés dépendantes (définies de façon très extensive comme couvrant pas moins de 12 situations dont la détention d'un intérêt direct ou indirect d'au moins 20% – voire 10% – ou le contrôle de plus de 50% de ses débouchés ou de son approvisionnement) doivent justifier d'une réalisation au prix de marché (*at arm's length*) comme déterminé par application de l'une des cinq méthodes prévues à la circulaire (en conformité avec les Principes de l'OCDE).

Diverses obligations déclaratives sont également applicables. La violation de ce dispositif est sanctionnable par les mesures générales de lutte contre la fraude fiscale. Un projet de circulaire du MoF (annoncé de longue date) pourrait aboutir prochainement, précisant les obligations en la matière et renforçant les sanctions.

### CONTACTS

#### Vietnam Eric Le Dréau

Associé gérant, Indochina Legal  
eric.ledreau@indochinalegal.com

#### Paris Jean-Jacques Lecat

Associé de CMS Bureau Francis Lefebvre  
jean-jacques.lecat@cms-bfl.com

#### Shanghai Emmanuel Meril

Associé de CMS Bureau Francis Lefebvre  
emmanuel.meril@shanghai.cmslegal.com

Indochina Legal est le correspondant au Vietnam de CMS Bureau Francis Lefebvre

#### Hô Chi Minh-Ville

Sun Wah Tower, Unit 705, 115 Nguyen Hue, Dist.1  
Tél. : +848 3821 9525, Fax : +848 3821 9520  
il.hcmc@indochinalegal.com

#### Hanoi

Unit 204, 29 Han Thuyen, Hoan Kiem Dist.  
Tél. : (84-4) 3972 5996, Fax : (84-4) 3972 2046  
il.hanoi@indochinalegal.com

#### CMS Bureau Francis Lefebvre

1-3, villa Émile-Bergerat, 92522 Neuilly-sur-Seine Cedex, Tél. : +33 1 47 38 55 00, Fax : +33 1 47 38 55 55, www.cms-bfl.com

Lettre du Vietnam + Newsletter publiée par Indochina Legal, responsable de publication : Eric Le Dréau