

# Acquérir et constituer des sociétés étrangères au Vietnam

PAR FRANÇOIS D'HAUTEFEUILLE,  
CHEF DE POSTE DU BUREAU D'HO CHI MINH-VILLE, GIDE LOYRETTE NOUËL AARPI  
ET ANTOINE TOUSSAINT,  
BASÉ À HANOI

Depuis l'adhésion du Vietnam à l'OMC, le 11 janvier 2007, de nombreux secteurs d'activités ont été ouverts aux investisseurs étrangers ou le seront prochainement. Les ouvertures sectorielles les plus notables concernent la grande distribution, les activités bancaires, l'assurance ou encore l'importation de produits pharmaceutiques. En pratique, les seuils de participation étrangère autorisés ont été soit relevés, soit dorénavant supprimés, conformément au calendrier de libéralisation progressive signé par le Vietnam.

**F**ACE à ces nouvelles opportunités, les investisseurs étrangers disposent désormais d'un choix relativement large quant aux modalités de réalisation de leurs projets d'investissement. Les profondes réformes législatives menées en 2005<sup>1</sup> ont en effet considérablement amélioré le climat des affaires et le cadre juridique applicable à tout projet d'implantation. Que ce soit par la constitution d'une nouvelle société ou à travers une opération d'acquisition, la mise en œuvre d'un projet d'investissement étranger bénéficie aujourd'hui de nouvelles garanties qui contribuent en partie à l'attractivité croissante du pays (notamment l'instauration d'un régime juridique uniformisé pour les entreprises à capitaux étrangers et à capitaux vietnamiens).

Les opérations d'acquisitions se sont particulièrement multipliées récemment dans un contexte de croissance économique soutenue<sup>2</sup>. La nouvelle loi sur les investissements de 2005 et ses décrets d'application ont par ailleurs clairement formulé le droit pour tout investisseur étranger de procéder à un investissement sous forme de « contribution au capital, d'acquisition de participation ou de fusion<sup>3</sup> ». De telles opérations ont été remarquées, en particulier à la suite de la privatisation de plusieurs grandes sociétés d'État<sup>4</sup>. Les investisseurs étrangers sont également désormais autorisés à établir



*François d'Hautefeuille*

toute forme de société, sans limitation de principe. De nombreuses contraintes en vigueur sous l'ancien régime, tel que le plancher de 30 % de participation étrangère dans les sociétés conjointes ou l'obligation de nommer un représentant légal de nationalité vietnamienne, ont été levées.

## Les acquisitions au Vietnam

La pratique des acquisitions est cependant récente au Vietnam, et le cadre légal



*Antoine Toussaint*

applicable encore assez restrictif en comparaison des pratiques occidentales. Les opérations d'acquisition se déroulent encore selon des calendriers substantiellement plus longs. Les textes adoptés ces dernières années souffrent toujours de nombreuses imprécisions (beaucoup de décrets d'application sont en attente), et les pratiques administratives tardent à s'unifier. Il n'y a toujours pas non plus, à l'heure actuelle, de réglementation spécifique aux opérations d'acquisition de sociétés domestiques par

des investisseurs étrangers (un texte est cependant en préparation). Or, malgré les efforts d'uniformisation fournis ces dernières années, une opération d'acquisition menée par un investisseur étranger requiert toujours la mise en œuvre de procédures particulières.

Contraintes spécifiques aux investisseurs étrangers : la délivrance d'un certificat d'investissement par le département du Plan et de l'Investissement (DPI) compétent localement demeure nécessaire pour toute acquisition de participation de plus de 49 % dans une société vietnamienne déjà existante. Si le pouvoir du DPI au cours de cette phase reste en principe limité à un contrôle du respect du droit applicable, la procédure n'en demeure pas moins lourde et chronophage<sup>5</sup>. Les acquisitions inférieures à ce seuil entraînent simplement l'obligation d'amender le certificat d'enregistrement de la société cible, afin de refléter le changement de participation. Toute acquisition d'actions cotées par un investisseur étranger requiert par ailleurs également le respect de certaines formalités, et en particulier l'obtention d'un « code transaction de titres » auprès d'un centre agréé par la « State Securities Commission » (principal organe vietnamien de régulation des marchés, équivalent de notre COB française) et l'ouverture d'un compte spécifique dédié à ces opérations.

Par ailleurs, le taux de participation étrangère reste encore plafonné dans plusieurs secteurs (décision 88/QD-Ttg du Premier ministre), qu'il s'agisse d'exceptions transitoires prévues par les accords OMC (jusqu'en 2014 pour les plus longues, en matière de services portuaires et aéroportuaires, par exemple) ou de restrictions sectorielles particulières qui n'ont pas vocation à être levées un jour (en matière de services audiovisuels notamment). Les investisseurs étrangers ne sont pas non plus autorisés à détenir cumulativement plus de 49 % des titres d'une société vietnamienne cotée (décision du Premier ministre n° 55/2009/QD-Ttg), à moins qu'une loi spéciale n'en stipule autrement. En pratique, l'articulation de cette interdiction avec la libéralisation des secteurs visés par les accords OMC reste encore à clarifier (une telle clarification devrait aller dans le sens d'une réalisation effective des engagements internationaux du Vietnam). L'intérêt d'une opération d'acquisition peut ainsi être limité, puisque la loi sur les entreprises fixe des seuils majoritaires minimaux et impératifs pour la prise de décision au sein des



*Avec l'entrée du Vietnam à l'OMC, les grands laboratoires mondiaux n'ont plus besoin de fonder une coentreprise dans le pays pour fabriquer ou importer des médicaments.*

organes sociaux à 65 % et 75 % des droits de vote ; le fait d'être associé ou actionnaire majoritaire ne suffit donc pas en soi à garantir le contrôle sur la société.

Contraintes générales : du fait du caractère récent de la nouvelle loi sur les entreprises, beaucoup de sociétés établies sous l'ancien régime, et donc sous des formes sociales abolies, subsistent aujourd'hui au Vietnam. Un grand nombre de sociétés d'État sont notamment concernées, malgré une obligation de conversion en sociétés par actions ou sociétés à responsabilité limitée (selon le nouveau régime instauré par la loi de 2005) avant le 1<sup>er</sup> juillet 2010. Les sociétés privées n'ont pas d'obligation de conversion, mais une date limite a été fixée après laquelle il ne sera plus possible de procéder à de telles conversions, à défaut de quoi une société se trouve dans l'impossibilité de modifier son champ d'activité ou de prolonger sa durée de vie. L'opération d'acquisition sera donc souvent l'occasion de procéder à ces formalités, par ailleurs fortement conseillées, compte tenu des nombreuses incertitudes liées à l'application d'un nouveau régime juridique à des formes sociales révolues.

Audit juridique : préalablement à une opération d'acquisition, la phase de due

diligence et la réalisation d'audit juridique en particulier peuvent également se révéler difficiles. Le concept étant encore très nouveau, les parties vietnamiennes sont en général assez réticentes pour divulguer des informations et elles ne possèdent pas réellement d'expérience dans l'organisation de data room (en particulier dans les sociétés d'État). De nombreux documents sont souvent indisponibles et les risques sont donc difficiles à évaluer. Les recherches effectuées pendant l'audit juridique révèlent fréquemment de nombreuses irrégularités ainsi que de réelles carences dans le suivi juridique de la documentation légale. Les droits détenus par la société cible sont notamment enregistrés de façon incomplète, ce qui rend délicate la phase de valorisation de l'acquisition.

Il n'y a pas à ce sujet d'obligation légale de recourir à une évaluation par un tiers, mais simplement un principe selon lequel l'acquisition doit se faire à la « juste valeur du prix de marché » (fair market value<sup>6</sup>). À défaut, on ne peut exclure un risque de contrôle et de redressement fiscal sur la base d'une valorisation déterminée par les autorités fiscales. Dans le cas de sociétés d'État, si la valeur de la société ou de ses actifs est égale ou supérieure à 30 milliards de dongs



*Le ralentissement économique observé au trimestre 2009 tend depuis à s'estomper sous les effets combinés du plan de relance de l'économie engagé par le gouvernement et une reprise progressive de la demande extérieure.*

(environ 1,35 million d'euros), une évaluation par un auditeur agréé par le ministère des Finances doit être préalablement réalisée, et le prix d'acquisition devra être déterminé sur la base de cette évaluation. Si le prix d'acquisition peut légèrement différer de l'évaluation pour tenir compte des spécificités de la transaction, il ne peut pas être substantiellement différent.

La mise en place de garanties peut également soulever certaines difficultés, notamment en raison de contraintes au niveau des modalités de paiement : par exemple, pour les sociétés à capitaux 100 % publics, le premier versement en cas de

paiement fractionné ne peut pas être inférieur à 70 % du prix et le solde doit être payé dans les 12 mois suivant l'opération (décret 109/2008/ND-CP), ce qui limite le recours aux garanties courantes telles que la retenue d'une partie du prix d'acquisition. Dans le cas de sociétés cotées, le prix doit être intégralement payé lors du transfert afin d'obtenir les certificats d'actions (share certificates). Les autres mécanismes usuels sont aussi relativement délicats à mettre en place (garantie bancaire à première demande, autres types de garanties).

Notons enfin que la loi de 2004 sur la concurrence impose désormais une obliga-

tion de notification auprès du département de l'Administration de la Concurrence (le DAC, rattaché au ministère du Commerce) pour toute opération de concentration lorsque les parts de marché cumulées des sociétés concernées représentent plus de 30 % du marché en cause<sup>7</sup>. Malheureusement, le droit vietnamien ne propose aucune définition des notions de « part de marché » ou de « marché pertinent ». Il n'y a pas non plus d'organisations indépendantes fournissant des statistiques économiques objectives, ce qui laisse finalement au DAC une très large marge d'appréciation de l'opération. La réglementation en vigueur étant néanmoins très récente, il semble qu'aucun projet d'acquisition n'ait encore été rejeté par le DAC. Au-delà du seuil de 50 % de parts de marché, l'opération de concentration est en principe interdite (une procédure d'exemption sur autorisation préalable est quand même prévue). L'opération de concentration (dans tous les cas de notification obligatoire) ne peut être réalisée avant d'avoir obtenu confirmation de sa légalité par le DAC (dans un délai de 45 jours en principe). Ce dernier a également le pouvoir de s'autosaisir.

### Constituer une société

Les procédures de constitution sont distinctes selon que la société est constituée de capitaux étrangers ou non. Le droit vietnamien distingue ainsi les sociétés à capitaux étrangers et les sociétés domestiques, mais les critères distinctifs restent incertains en raison de contradictions dans la réglementation et malgré une tentative de clarification en 2009. Si bien qu'il est toujours difficile de savoir si une société acquiert le statut de société à capitaux étrangers dès qu'il y a participation étrangère (quel que soit son pourcentage) où seulement à partir d'un seuil de 49 % conformément à certains textes. Jusqu'à présent, en pratique, les autorités compétentes continuent de considérer que la procédure propre aux investissements étrangers est applicable dès qu'il y a participation étrangère, quel que soit son pourcentage.

Procédure d'établissement : tout projet d'investissement étranger au Vietnam est donc soumis à l'approbation préalable des autorités vietnamiennes et la création d'une société à capitaux étrangers est conditionnée par la délivrance d'un certificat d'investissement<sup>8</sup>. Selon le montant et la nature de l'investissement étranger, le ministère du Plan et de l'Investissement, les DPI auprès

des Comités populaires de province et les comités de gestion des zones industrielles sont habilités à délivrer ces certificats d'investissement, qui servent à la fois de licence autorisant l'investisseur étranger à opérer au Vietnam et de certificat d'enregistrement de la société nouvellement créée. Par la suite, toute modification relative notamment au nom de la société, à son siège social, à son capital (montant, composition, associés etc.), à sa durée, ou encore à son champ d'activités, doit faire l'objet d'un amendement du certificat auprès de l'autorité qui l'a initialement délivré.

En fonction de la nature du projet et du montant investi la procédure de délivrance du certificat d'investissement sera plus ou moins longue et complexe. Les projets dans des secteurs dits « conditionnés » (tels que la distribution, les activités bancaires ou la construction immobilière) ou dépassant un seuil fixé à 300 milliards de dongs (soit environ 13 millions d'euros) sont soumis à une procédure additionnelle d'« évaluation », entraînant la soumission de documents complémentaires détaillant le projet et la capacité financière de l'investisseur, ainsi que l'obligation de recueillir l'avis des ministères concernés par le projet (ce qui retarde considérablement les délais de délivrance des certificats).

Durant cette phase, les pouvoirs des autorités sont en principe limités à la vérification de la conformité du projet avec le ou les plans directeurs<sup>10</sup> applicables, avec la destination des terrains affectés au projet (le cas échéant) et avec la réglementation environnementale. Les autorités vérifient en outre la cohérence globale du dossier et la faisabilité du projet. Ces compétences, qui demeurent floues dans les textes, octroient en pratique un large pouvoir d'appréciation aux fonctionnaires en charge des dossiers. Ces derniers ont par ailleurs la possibilité de requérir l'envoi de tout document supplémentaire (en comparaison de la liste de documents à fournir fixée par la loi sur l'investissement) qu'ils jugent nécessaire pour procéder à l'examen du dossier. En pratique, il peut s'agir autant de documents justifiant de l'expérience passée de l'investisseur dans son pays d'origine, que de déclarations ou relevés bancaires attestant de sa capacité financière.

L'absence de capital statutaire minimum fixé par les textes permet en outre aux autorités de refuser une demande de certificat sur la simple justification que le montant de l'investissement n'est pas « substantiel » et n'est pas « adapté » à la

nature du projet. En pratique les autorités restent cependant ouvertes à une approche constructive consistant à engager un dialogue avec l'investisseur (ou ses avocats) avant le dépôt officiel du dossier de demande de certificat, permettant de mieux « calibrer » ce dernier (et de déterminer en particulier le montant d'investissement nécessaire) et d'éviter un rejet ultérieur de la demande.

Pour toutes ces raisons, les délais officiels de délivrance des certificats (20 ou 37 jours ouvrés selon qu'une évaluation est nécessaire ou non) sont très rarement respectés, et s'étendent en général à plusieurs mois. Il reste ainsi essentiel de bien préparer son investissement en amont afin d'éviter toute déconvenue au cours de la procédure.

La nouvelle loi sur les entreprises de 2005 a instauré trois principales formes de sociétés, et en a consacré l'accès sans limitation au bénéfice des investisseurs étrangers: la société à responsabilité limitée (unipersonnelle ou à plusieurs associés), la société par actions, et le partenariat (partnership). Elle a d'une manière générale unifié le régime légal des sociétés à capitaux étrangers et des sociétés domestiques.

Il est également toujours possible d'ouvrir un simple bureau de représentation, afin de mener des études de marché ou d'aider à la négociation et à la signature de contrats avec la maison mère étrangère. Les bureaux de représentation ne sont cependant toujours pas autorisés à mener des activités commerciales ou à générer des bénéfices en général.

Enfin, il faut signaler le cas particulier des contrats de coopération commerciale (Business Cooperation Contract), listés en troisième position parmi les diverses formes d'investissement prévues par la Loi sur les Investissements de 2005. La signature et l'exécution de ces contrats nécessitent généralement la formation de consortium et la mise en place d'un bureau d'opération (operating office). Non pourvu de la personnalité morale, cette forme d'investissement s'apparente à la société de fait, chacun des partenaires étant assujéti à l'impôt selon son propre statut de résident ou de contractant étranger (et selon les termes du contrat). Le bureau d'opération peut par ailleurs opérer tous les actes nécessaires à la bonne réalisation du projet, y compris signer des contrats de travail, ouvrir des comptes en banque ou émettre des factures. Très adaptée pour la réalisation de certains types de projets (construction d'infrastructures en particulier), cette forme d'investis-

sement nécessiterait un cadre juridique plus étoffé que les quelques stipulations aujourd'hui en vigueur, d'autant que sa mise en œuvre requiert également la délivrance d'un certificat d'investissement selon les procédures évoquées ci-dessus pour la création d'entités juridiques pourvues de la personnalité morale. ■

1. En prévision de l'entrée en vigueur des accords OMC (11 janvier 2007), depuis d'application directe dans l'ordre juridique vietnamien, ont été adoptées en particulier une nouvelle Loi sur les investissements et une Loi sur les entreprises, définissant les grandes règles sectorielles, et posant un principe de traitement uniforme des investissements étrangers et domestiques (ces deux lois sont en vigueur depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2006). Notons également les premières lois sur les valeurs mobilières (en vigueur depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2007) et sur la concurrence (en vigueur depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005).

2. Le ralentissement économique observé suite à la crise financière durant tout le premier trimestre 2009 tend depuis à s'estomper progressivement, sous les effets combinés tant du plan de relance de l'économie engagé par le gouvernement vietnamien l'année dernière, que d'une reprise progressive de la demande extérieure.

3. Article 10 du décret n° 108/2006/ND-CP, en date du 22 septembre 2006 en application de la loi sur les investissements de 2005.

4. On retiendra par exemple en matière d'assurance, l'entrée d'Axa en 2007, à hauteur de 16,5 % dans le capital de Bao Minh Insurance, deuxième assureur du pays, ou de HSBC Assurance à hauteur de 10 % dans le capital de Bao Viet, premier assureur vietnamien. En matière bancaire, c'est actuellement Vietin-Bank qui retient l'attention (seconde plus grosse capitalisation boursière du pays) avec la montée dans le capital de Bank of Nova Scotia à 15 %.

5. Article 56 du décret n° 108/2006/ND-CP. Le dossier devant être soumis au DPI doit notamment contenir le contrat de cession, les procès-verbaux autorisant l'opération, les statuts de la société cible et le projet de nouveaux statuts dans le cas où l'opération d'acquisition s'accompagne d'une révision statutaire, ainsi que le certificat d'incorporation de la société acquéreur.

6. En cas d'acquisition sur le marché, le « prix de marché » c'est le cours de Bourse du jour de l'acquisition. En cas de souscription, le prix de souscription approuvé par le conseil d'administration ne doit pas être inférieur au cours de Bourse du jour de l'approbation ou de la valeur nette comptable de la société déterminée sur la base du dernier bilan.

7. Une exemption est cependant prévue pour les petites et moyennes entreprises, définies comme les entreprises dont le capital social est inférieur à 10 milliards de dongs, soit environ 450 000 euros, et ayant moins de 300 salariés.

8. Les sociétés domestiques se voient délivrer un « certificat d'enregistrement », à l'issue d'une procédure beaucoup plus simple.

9. Décret 108/2006/ND-CP, en date du 22 septembre 2006.

10. Les plans directeurs sont adoptés pour des périodes variables (entre 5 et 10 ans) par le gouvernement (Premier ministre en concertation avec les ministères concernés).