

L'AFFAIRE ADANI BRAQUE LES PROJECTEURS SUR LES P-NOTES

L'AFFAIRE ADANI REMET SUR LE TAPIS LA PROBLÉMATIQUE QUE L'INDE RENCONTRE AVEC LES P-NOTES. CET INSTRUMENT, QUI A POURTANT DYNAMISÉ LES INVESTISSEMENTS EN INDE, COMPLIQUE LA TÂCHE DU STOCK EXCHANGE BOARD OF INDIA SURTOUT LORSQU'IL S'AGIT D'EFFECTUER DES EXERCICES DE DUE DILIGENCE. ÉTANT UNE PLATEFORME FINANCIÈRE INTERNATIONALE PRIVILÉGIÉE POUR STRUCTURER DES INVESTISSEMENTS VERS LA GRANDE PÉNINSULE, MAURICE SE RETROUVE AU MILIEU DE TELLES TRANSACTIONS.

NIRVAN ARMOOGUM

L'AFFAIRE Adani prend une nouvelle tournure. Récemment, le Stock Exchange Board of India (SEBI) a annoncé qu'il allait diligenter une enquête sur deux sociétés offshore basées à Maurice, à savoir, Great International Trusk Fund et Ayushmat Limited. Ces deux structures figureraient parmi les 38 sociétés offshore citées par Hindenburg Research et qui seraient utilisées comme des coquilles vides par le conglomérat indien, Adani Group.

Selon toute vraisemblance, les deux entreprises auraient outrepassé les lois indiennes ou seraient en conflit d'intérêts dans le processus de vente d'actions sur le marché boursier indien. Le SEBI évoque le terme d'*anchor investments*, ce qui suggérerait que des transactions boursières via des *Participatory notes*, aussi connus comme P-Notes, auraient été effectuées via ces deux supposées sociétés écrans.

Qu'est-ce que les P-Notes ? Il s'agit d'un instrument d'investissement créé par le gouvernement indien afin de dynamiser les flux d'investissement entrant dans le pays.

Ainsi, si un in-



LE SEBI A DILIGENTÉ UNE ENQUÊTE SUR DEUX SOCIÉTÉS OFFSHORE BASÉES À MAURICE

vestisseur ou un fonds de couverture (*Hedge fund*) souhaite effectuer un placement en Inde, il peut, sans passer par la case d'enregistrement du SEBI, investir sur la Bourse indienne. Il faut savoir qu'avant la réforme de 2016, les plus-values (*Capital gains*) n'étaient pas taxables. D'où le succès des P-Notes qui, à fin décembre 2020, avaient permis d'attirer des investissements de plus de 1 000 milliards de roupies indiennes.

Le gros inconvénient avec les P-Notes, c'est que le SEBI, en sa fonction de régulateur, perd parfois toute trace des

transactions effectuées. Dans le cas de l'affaire Adani, tout porte à croire que le SEBI estime que des sociétés proches du groupe auraient pu d'une quelconque façon influencer le marché boursier indien.

Élaborant sur le processus transactionnel des P-Notes, le CEO d'Anneau, Amit Bakhtia, indique qu'il y a deux profils d'investisseurs engagés dans ce type de transactions. Dans le jargon financier, l'on parle de placements provenant des investisseurs institutionnels étrangers (*Foreign Institutional Investors - FII*) et des investis-

seurs de portefeuille étrangers (*Foreign Portfolio Investors - FPI*). Ces mêmes FPI sont des investisseurs étrangers qui effectuent des placements dans des actifs financiers indiens, y compris des actions, des obligations ou encore des obligations. Les FPI comprennent toutes les catégories d'investissement qui effectuent des placements de portefeuille, y compris les FII, les petits investisseurs ou encore diverses entités d'investissement, entre autres. Pour ce qui est particulièrement des FII, c'est un type important d'investisseurs



LE NOUVEAU RÉGIME FISCAL ENTRAÎNE UNE DIMINUTION DE 60 % DES TRANSACTIONS FINANCIÈRES

Si Maurice a été pendant près de 25 ans le centre financier qui canalise le plus gros des investissements directs vers l'Inde, c'est en grande partie grâce à la première version du traité Inde-Maurice. En effet, avant sa révision en 2016, il donnait la possibilité, notamment aux gros fonds d'investissement, d'investir parallèlement sur la Bourse indienne en ayant la garantie que les plus-values réalisées lors de la cession d'actifs ne sont pas taxables.

Toutefois, avec la seconde version du traité, de nouveaux accords ont été remplacés ou instaurés. L'on peut citer en exemple la révision du *Capital gains tax*. Alors que dans son ancienne version, le traité fiscal octroyait la possibilité à la juridiction mauricienne de ne pas appliquer de taxe sur l'investissement, la seconde version permet à la Grande péninsule d'émettre une imposition à hauteur des 100 % des gains. Tous les changements effectués dans la nouvelle version du traité ont impacté, de facto, les investissements transitant par Maurice vers l'Inde.

Selon Amit Bakhritha, les volumes de transactions financières ayant été structurées à Maurice ont chuté d'au moins 60 % suivant l'entrée en vigueur de la seconde convention fiscale. «Les volumes de transactions sont d'environ -60 % inférieurs à ceux de 2015, puisqu'ils représentaient environ 34 % des entrées de l'IDE de l'Inde en 2015. Maurice représente désormais environ 14 %. Le précédent DTAA (traité de non-double imposition) avec l'Inde dans lequel la juridiction mauricienne bénéficiait d'avantages fiscaux supplémentaires (exonérations des gains en capital) par rapport à ses concurrents rendait les structures d'investissement mauriciennes plus compétitives par rapport à celles des autres juridictions», soutient le CEO d'Anneau.

Pour sa part, Shahed Hoolash rappelle que le traité fiscal entre l'Inde et Maurice a eu un apport considérable dans le développement économique de nos deux pays. «Entre 2000 et 2016, Maurice a contribué l'équivalent de 100 milliards de dollars en investissements directs étrangers en Inde. Ce qui représente près de 33 % des capitaux étrangers investis dans cette économie. Le secteur des services financiers mauriciens a contribué grandement au développement économique en Inde et continuera sans aucun doute à le faire à l'avenir», explique-t-il. Concernant la réforme et les nouvelles conditions du traité avec l'Inde, le Managing Director de Vistra soutient que plusieurs centres financiers internationaux, dont Singapour et GIFT City, ont été placés sur un pied d'égalité avec nous. Et même si une baisse a été notée dans les investissements vers l'Inde, Maurice facilite entre 9 milliards et 10 milliards de dollars d'investissements directs étrangers chaque année vers la Grande péninsule.

LA QUESTION DES BÉNÉFICIAIRES ULTIMES

Le hic de ce schéma d'investissement est que les P-Notes émis par les FI garantissent l'anonymat des investisseurs en question. Ils ne sont donc pas fichés par la SEBI, poursuit Amit Bakhritha. «Seuls le FI et le courtier sont inscrits auprès du SEBI. Cela garantit la rapidité, l'efficacité des transactions dans et hors des positions, des dividendes plus élevés et des gains en capital. Et cela, grâce à une réduction des processus d'enregistrement, des dépenses fiscales et des autres frais d'investissement ou de désinvestissement. Cependant, l'anonymat des *Ultimate beneficial owners*, soit les propriétaires de ces P-Notes, pose le problème de l'actionariat. C'est-à-dire la véritable identité du propriétaire ou de l'investisseur réel des P-Notes», fait-il remarquer.

De son côté, le Managing Director de Vistra, Shahed Hoolash, estime que les perceptions d'opacité entourant les transactions effectuées via les P-Notes sont inexactes. Pour lui, l'anonymat n'est pas réellement une problématique véridique. «Les opérateurs qui émettent et administrent des P-Notes, le plus souvent des banques, sont très bien régulés. À intervalles réguliers, ils doivent communiquer au SEBI tout un ensemble d'informations sur leurs fonds et leurs clients», indique-t-il.

étrangers institutionnels de portefeuilles. C'est-à-dire qu'ils comprennent des institutions comme les fonds de pension, les fonds communs de placement, les compagnies d'assurances, entre autres. En résumé, ils font partie de la grande catégorie des FPI. L'importance des FI est donc qu'ils sont de gros investisseurs, car ce sont des institutions. L'autre particularité des FI est leur taille, parce que ce sont de grandes entités qui sont bien réglementées. De fait, la valeur d'investissement des FI sera assez élevée de par la nature de leur structure. D'autre part, les petits investisseurs et les particuliers de la catégorie QFI (Qualified Foreign Investor) ne peuvent pas égarer les FI en termes de taille de l'investissement. Ainsi, lorsque l'on entend parler d'investissements étrangers sur le marché des actions, ce sont les FI qui attirent souvent notre attention. «Le FPI, qui peut être un fonds géré par un gestionnaire d'actifs ou encore une banque, entre autres, émet des P-Notes à des investisseurs – aussi bien des particuliers fortunés que des sociétés et fonds d'investissement – contre leurs placements. Le FPI procède ensuite à l'achat des titres sélectionnés sur les marchés boursiers indiens via un courtier en valeurs mobilières. Les investisseurs peuvent revendre les P-Notes au FI émetteur ou à d'autres investisseurs, comme stipulé dans le prospectus de l'émission», explique Amit Bakhritha.

LA CONCURRENCE S'INTENSIFIE

Depuis la révision de la convention fiscale avec l'Inde, la compétitivité de Maurice s'est considérablement érodée au profit d'abord de Singapour et maintenant des îles Caïmans, des Pays-Bas et des États-Unis. En 2021, la décision du SEBI de reconnaître les Émirats arabes unis, au même titre que Maurice et Singapour, comme une juridiction de Catégorie I pour les Foreign Portfolio Investors (FPI), a compliqué davantage les choses.

Il faut savoir que l'investissement atterrit en Inde par deux principaux canaux : les investissements directs étrangers (IDE) et les flux provenant des investisseurs institutionnels (FI) qui, en particulier à travers les P-Notes, font des placements à court terme sur le marché boursier, afin d'avoir le maximum de rendement dans un court laps de temps.

QUAND L'INDE OUVRIRAIT LA PORTE AUX FONDS SPÉCULATIFS

Depuis la crise financière de 2008, l'Inde a graduellement assoupli ses procédures pour attirer plus de capitaux grâce aux FI. Pour élargir l'accès aux fonds spéculatifs (hedge funds), le SEBI a d'abord introduit le Qualified Foreign Investor (QFI). Ce régime permet aux investisseurs qui ne sont pas enregistrés auprès du SEBI de passer par les FI – qui sont bien souvent des fonds de pension, des fonds mutuels ou des fonds souverains – pour investir sur le marché des capitaux en Inde. Et ce, sans devoir payer un access fee. Une opération rendue possible par le biais des notes participatives, un contrat à terme liant l'investisseur et le FI, ce dernier fait office d'intermédiaire dans une telle transaction.



LE MULTIMILLIARDAIRE GAUTAM ADANI EST DANS LE VISEUR DES AUTORITÉS INDIENNES



AMIT BAKHTIA (CEO D'ANNEAU)

«LES OPÉRATEURS QUI ÉMETTENT ET ADMINISTRENT DES P-NOTES, LE PLUS SOUVENT DES BANQUES, SONT TRÈS BIEN RÉGULÉS. À INTERVALLES RÉGULIERS, ILS DOIVENT COMMUNIQUER AU SEBI TOUT UN ENSEMBLE D'INFORMATIONS SUR LEURS FONDS ET LEURS CLIENTS»



SHAHED HOOLASH (MANAGING DIRECTOR DE VISTRA)

Quel rapport avec l'affaire Adani ? En réalité, le SEBI enquête pour savoir si les règles de l'investisseur principal ont été enfreintes. En vertu des règles de divulgation du capital en Inde, toutes les entités liées à un entrepreneur ou à son groupe ne sont pas admissibles pour demander une émission d'actions ou une introduction en Bourse dans la catégorie d'investisseur principal, soit les fameux «anchors investors». «Les investisseurs d'ancrage bénéficient d'actions

pré-attribuées (ne dépassant pas 60 % de l'émission totale) lors d'une vente d'actions ou d'une introduction en Bourse. Ils sont limités par une période de blocage de 90 jours à compter de la date d'attribution pour 50 % des actions attribuées et 30 jours supplémentaires pour les actions en circulation. 50 % des actions sont attribuées», ajoute Amit Bakhtia. En termes simples, les P-Notes peuvent, dans certains cas malheureusement frauduleux, permettre la manipulation du marché boursier par les

insiders comme des sociétés cotées.

De son côté, Shahed Hoolash préfère ne pas commenter cette enquête du SEBI. Car, dans tous les cas, le régulateur doit effectuer ses activités comme bon lui semble pour la réputation du secteur financier indien. Et de conclure : «Là où le SEBI ou un autre régulateur estime nécessaire d'intervenir, les autorités compétentes se doivent d'avoir la possibilité de diligenter une enquête».