



OPPORTUNITÉS DE FIN DE CYCLE



BANQUE
PÂRIS BERTRAND STURDZA

Membre Partenaire du GSCGI
www.bkpbs.com

SOMMAIRE

3	EDITORIAL	Le Prix Frédéric Bastiat 2017 est attribué à François Meylan, Membre du GSCGI
4-5	SPONSOR DE SEPTEMBRE 2017	Opportunités de Fin de Cycle <i>Emmanuel FERRY, Banque Pâris Bertrand Sturdza, Membre Partenaire du GSCGI</i>
6-7	LES MEMBRES DU GSCGI	FECIF informs... <i>NewsFlash 85, 83 & 81/2017 (ESAs; ESMA; EC)</i> CIFA informs... <i>XVIth International Forum 2018 — TRUSTING 11</i>
8-10	JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE	FBAR penalty turns on individual's intent, judge says ... <i>Baker McKenzie</i>
11	ASSURANCE PROFESSIONNELLE	Assurance Cadre Responsabilité Civile ... <i>pour les Membres du GSCGI</i>
12-15	ANALYSES & PLACEMENTS	La réplication indicielle n'est pas une décision d'investissement! <i>Patrick Morel, Fixed-Income Strategist</i>
16-17	LE COIN TECHNIQUE	(1) S&P500: how far and how long may the current correction last? <i>...Bruno Estier Strategic Technicals, Member of GSCGI; (2) Expect a rebound on equities in September and further weakness into October ...</i> <i>Jean-Francois Owczarzak, MJT, Member of GSCGI</i>
18-19	IN GLOBO	<i>various by PCH and CFB</i>
20-21	GLOBAL EVENTS & AGENDA OF GSCGI'S MONTHLY CONFERENCES	Bürgenstock <i>(Sep. 11/12/13, 2017) — Millenium Banque</i> <i>(Sep. 21, 2017) — GSCGI/GE</i> <i>(Sep. 15, 2017) en collaboration avec Banque Pâris Bertrand Sturdza, Membre Partenaire du GSCGI</i>
22-23	LA RÉUNION MENSUELLE DU GSCGI	GSCGI ...Pause Estivale
24	BOOK REVIEW	The Crisis of Multiculturalism in Europe, <i>by Rita Chin</i>
25	CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE LA PAROLE EST À VOUS	Martin Wolf: Nothing like this has happened in 323 years <i>Cosima F. Barone, FINARC SA</i>
26	SPONSOR DE SEPTEMBRE 2017	Banque Pâris Bertrand Sturdza — www.bkpbs.com

Editeur: G S C G I

Secrétariat Général:
3, Rue du Vieux-Colège
Case Postale 3255
CH - 1211 Genève 3
Tél. +41 (0) 22 317 11 22
secretariat@gscgi.ch

Zürich: sekretariat@svuf.ch
c/o Findling Grey AG - Tél. +41 (0) 43 819 4243
Riesbachstrasse 57, CH - 8008 Zürich

Lugano: segreteria@gscgi.ch
c/o Phoenix Investment Managers - Tél. +41 (0) 91 923 4477
Via Maderno 10, CH - 6900 Lugano

*Advisory Committee Director,
Maquette & Réalisation:
Cosima F. Barone
www.finarc.ch
c.barone@finarc.ch*

ÉDITORIAL

Le Prix Frédéric Bastiat 2017 est attribué à François Meylan, Membre du GSCGI

*Le Groupement tient à féliciter François MEYLAN, Membre du GSCGI,
et à le remercier pour sa contribution fidèle et ponctuelle
à l'éditorial du WealthGram.*



Monsieur
François MEYLAN
Rue du Simplon 37
CH-1006 LAUSANNE

Lausanne, le 18 août 2017

Prix Frédéric Bastiat 2017

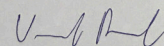
Monsieur,


Au nom du Cercle des Libertés, nous sommes fiers de pouvoir vous annoncer que le Prix Frédéric Bastiat 2017 vous a été attribué et de vous l'adresser par la présente. Ce prix récompense, avec humour, les actes, propos ou réflexions les plus collectivistes ou contradictoires aux libertés individuelles.

Le Cercle des Libertés est une association visant à débattre, diffuser et promouvoir les idées libérales en Suisse romande. Si vous le souhaitez, nous serions heureux de vous convier à l'un de nos événements.

En vous souhaitant bonne réception, nous vous prions de croire, Monsieur, à l'assurance de notre meilleure considération.

Pour le Cercle des Libertés :


Le Chancelier suprême de
l'expression des Libertés


Le Grand Chambellan et
Gardien du trésor des Libertés

Ann. ment.

Cercle des Libertés
Avenue d'Echallens 32C
CH-1004 Lausanne

www.cerledeslibertes.ch

Lire son article publié dans LE TEMPS le 8 mai 2017

Sans un Etat fort, le libéralisme ne survivrait pas!

Pour les néolibéraux qui placent le marché au-dessus de tout, le politique est également une marchandise qui s'achète

<https://www.letemps.ch/economie/2017/05/08/un-fort-liberalisme-ne-survivrait>

OPPORTUNITÉS DE FIN DE CYCLE



Une décennie de stimulation monétaire a poussé les valorisations des classes d'actifs vers des niveaux extrêmes. Cela conduit logiquement à avoir une attitude plus défensive concernant les choix d'allocation d'actifs. Cela libère en revanche des opportunités de fin de cycle, permettant d'être plus offensif sur les idées et les choix relatifs. L'identification de telles opportunités passe par une bonne compréhension du contexte global doublée d'une capacité *bottom-up* et *cross-asset* pour exprimer ces idées. Notre univers d'opportunités se décompose en trois blocs: Core, thématiques et opportunistes.



Emmanuel Ferry
Directeur des Investissements
Responsable de la gestion de PBS Investments

9 idées de fin de cycle		
	Classe d'actifs	Description
Core	1 Actions	Stratégie WISE : Capter l'alpha <i>tout terrain</i> en Europe
	2 Obligations	Stratégie CARE : Allocation core avec couverture systématique
	3 Matières Premières	Gold+ : Optimiser son exposition à l'Or
Thématiques	4 Actions	Value aux Etats-Unis
	5 Actions	Value dans les EM
	6 Actions	Rendement au Japon
Opportunistes	7 Taux	Inflation
	8 Taux	Le spread US-Allemagne
	9 Actions	Long Healthcare / Short Staples

Source : Banque PBS SA

1. Dans le bloc **Core**, qui vise à s'exposer à des classes d'actifs, la première idée concerne les **Actions européennes**. La classe d'actifs est attractive dans le contexte de diversification en dehors des marchés américains. Mais au-delà la pure exposition indicielle, il convient d'être en situation de capter un alpha additionnel. La structure fragmentée du marché européen en fait un vivier d'alpha qu'il est possible d'exploiter de façon systématique. Notre programme de sélection de valeurs WISE construit des portefeuilles fortement diversifiés (*afin d'éviter toute concentration de facteurs*) dont la performance ne dépend pas de l'environnement *top/down*. Les sources d'alpha sont réparties sur l'ensemble des secteurs, des styles et des thèmes. Le programme WISE repose principalement sur l'analyse exhaustive

et disciplinée des données fondamentales des sociétés (*moteur de performance à long-terme*). WISE intègre l'analyse des dynamiques de marchés afin d'améliorer la performance de court terme et d'éviter les pertes permanentes. L'objectif est de générer 4% d'alpha avec une *tracking error* de 4%. La normalisation du marché européen permet de réaliser cet objectif.

2. Dans le compartiment obligataire, le contexte actuel nécessite une remise en question de l'approche traditionnelle. Après 30 ans de baisse quasi ininterrompue des taux d'intérêt, les investisseurs obligataires ont fortement réduit les maturités moyennes des portefeuilles et ont été forcés d'augmenter les risques de crédit dans leurs portefeuilles afin de conserver un certain niveau de rendement. L'inconvénient des stratégies de type *Short Duration* est leur corrélation accrue avec les actifs risqués. Ces approches réduisent donc le pouvoir diversifiant d'une l'allocation obligataire au sein d'un portefeuille. La stratégie CARE superpose à une allocation *Core* (*Obligations d'Etat et Investment Grade*) une stratégie de couverture optionnelle afin de protéger le portefeuille contre une hausse importante des taux longs. Cette

OPPORTUNITÉS DE FIN DE CYCLE

stratégie de couverture est financée par une allocation maîtrisée en obligations à Haut Rendement.

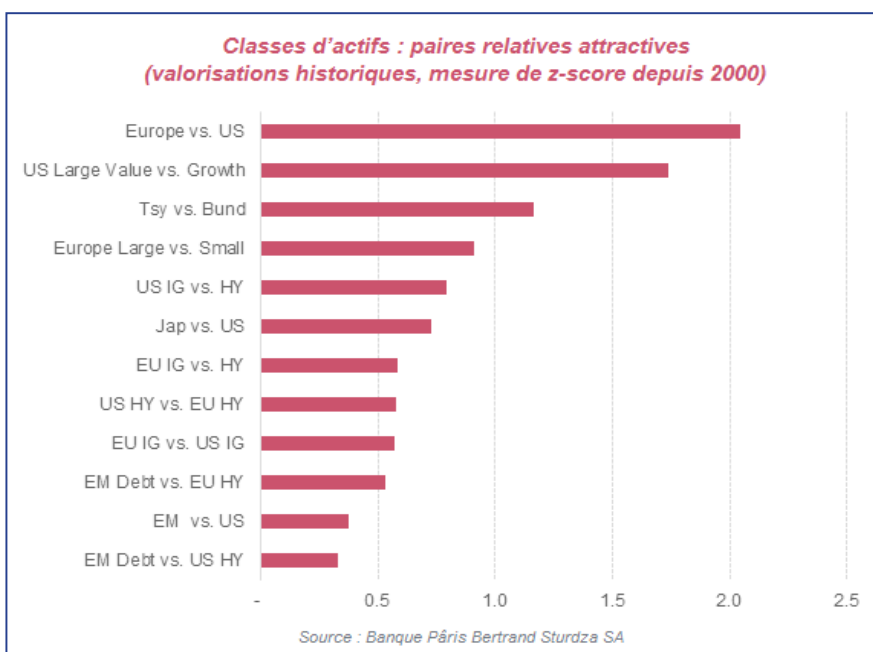
3. Avoir une exposition sur l'Or redevient pertinent. La vente d'option sur l'Or est souvent utilisée afin de générer du rendement sur les positions en Or. L'approche de "Carry Dynamique" sur l'Or vise à générer un rendement additionnel dont la performance ne dépend pas des phases haussières ou baissières de l'Or. Les sources de portage sont optimisées en fonction des tendances sur l'Or. L'approche "Carry Dynamique" repose sur la vente systématique d'option (*call et put*) sur l'Or. La vente de call est pertinente en marché baissier alors que la vente de put est plus optimale en cas de marché haussier sur l'Or. L'approche intègre un modèle de suivi de tendances afin de déterminer le régime (*haussier ou baissier*) sur l'Or et vendre le type d'option le plus approprié. Cette approche est susceptible de générer un surplus de performance de 4% par rapport à l'Or avec une *tracking error* de 6%.

4. Au sein du bloc thématique, le style *Value* est attractif dans les marchés émergents. La prime du style Croissance est particulièrement marquée par rapport au style *Value*, résultant d'un excès structurel d'aversion pour le risque depuis la crise financière et d'une croissance économique anémique. L'accélération des profits des sociétés de type *Value* (+27% vs. +6% pour les sociétés de type Croissance en 2017) n'est pas reflétée dans les prix (+16% vs. +25% à fin juillet). Pour implémenter l'idée du *Value* dans les EM, il convient de prendre en compte des

critères de valorisation au sens large, afin d'éviter le risque de concentration. Notre stratégie consiste à combiner valorisation attractive et solidité des fondamentaux à travers la rentabilité et la solidité du bilan. Cela permet de disposer d'une marge de sécurité. Le portefeuille est construit de manière à afficher la même exposition sectorielle que le MSCI EM. Malgré l'absence de biais sectoriels, notre portefeuille *Value* EM affiche une décote de valorisation économique de 33% (*EV/EBIT*) malgré une rentabilité et une croissance supérieure.

5. Le point d'entrée sur le *Value* aux Etats-Unis est attractif,

la prime de risque *Value* ayant connu sa pire décennie de tous les temps, avec une performance glissante sur dix ans négative. Les Actions *Value* ont pourtant connu la même progression des bénéfices que les Actions Croissance depuis le début du cycle en 2010. La surperformance du style Croissance provient uniquement d'une plus forte expansion de ses multiples de valorisation, les investisseurs ayant



tendance à sur-extrapoler la croissance passée des Mega Caps internet. Pour parvenir à un portefeuille *Value* (décote de près de 30% en P/E ou *EV/EBIT*) avec une croissance et une rentabilité supérieures au marché, il est important de combiner qualité des fondamentaux, diversification du risque dollar et absence de biais sectoriel.

6. Le thème du Revenu est approprié pour s'exposer aux Actions japonaises. L'économie japonaise présente plusieurs points cruciaux d'amélioration structurelle...

LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

FECIF informs...

Caterina Vidal | Senior Consultant
Cattaneo Zanetto & Co. | Rome | Milan | Brussels
www.cattaneozanetto.it



DAVID CHARLET
FECIF's
Chairman of the Board
www.fecif.org



JIRÍ ŠINDELÁŘ
FECIF's
Vice-Chairman



VINCENT J. DERUDDER
HONORARY CHAIRMAN
AND CHAIRMAN OF THE
CONSULTATIVE COMMITTEE



GSCGI
is Member of
FECIF's Board

FECIF NewsFlash 85/2017 — ESAs: Q&A on the Key Information Document for PRIIPs

Executive Summary — The European Supervisory Authorities (ESAs) published today (Aug. 24, 2017) further guidance on the Key Information Document (KID) requirements for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (PRIIPs) laid down in the European Commission's Delegated Regulation (EU) 2017/653.

Analysis — The guidance promotes common supervisory approaches and practices in the implementation of the KID and consists of:

- **Additional Questions and Answers (Q&A)** to supplement those already published on 4 July 2017 ... https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Technical%20Standards/JC%202017%2049%20%28JC_PRIIPs_QA_Final%29.pdf
- **Diagrams explaining the risk and reward calculations required to prepare the KID, and including example calculations** ... https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Technical%20Standards/JC%202017%2049%20%28PRIIPs_flow_diagram_risk_reward%29.pdf

The ESAs will continue to assess whether further guidance is needed, in particular based on additional questions received.

Stakeholders are invited to submit any new questions to the following address... PRIIPs@eiopa.europa.eu

Sources — Further information on the PRIIPs KID can be found via the following link ... <https://esas-joint-committee.europa.eu/Pages/Activities/Packaged-Retail-and-Insurance-Based-Investment-Products.aspx>

FECIF NewsFlash 83/2017 — ESMA: Update MiFID II guidelines on transaction reporting, order record keeping and clock synchronisation

Executive Summary — The European Securities and Markets Authority (ESMA) has issued an update of its Guidelines on transaction reporting, order record keeping and clock synchronisation under the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II).

Analysis — The updates corrects some unintended factual mistakes, typos and inconsistencies in the technical part of the Guidelines.

ESMA emphasises that none of the corrections aims to alter the substance or policy provisions of the Guidelines originally published on 10 October 2016. This revision exercise will not have an impact on the timeline for completion of the comply and explain procedure with the Guidelines. ESMA also makes available the compared track changes version to ensure full transparency on the changes made.

The Guidelines are currently undergoing translation in the official languages of the European Union. Upon completion of the translation process, the national competent authorities must notify ESMA whether they comply or intend to comply with the Guidelines, with reasons for non-compliance, within two months of publication of the guidelines in the official languages of the EU. **Sources** — The Guidelines are available [here](#).

...cont'd on page 7

LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

...cont'd from page 6

FECIF NewsFlash 81/2017 — European Commission: Consultation on reducing barriers to post-trade services across financial markets

Executive Summary — The European Commission launched a public consultation on how to improve post-trade services used in financial transactions, including clearing, settlement and collateral management. The consultation runs until 15 November 2017.

Analysis — As part of the [Capital Markets Union Action Plan](#), the Commission is currently reviewing progress made in removing barriers to post-trade market infrastructure. This consultation seeks to gather views on a range of issues including the current state of post-trade markets, the main trends and challenges faced by post-trade services providers and users as well as the best ways to remove barriers, including through financial technology. On average, cross-border trades remain more expensive than domestic trades and a more efficient post-trading environment could reduce such costs.

The purpose of this consultation is to learn stakeholders' views about the current state of post-trade markets, the main trends and challenges faced by post-trade services providers and their users, and to determine the existence and scale of remaining or new barriers, the risks associated with such barriers and the best ways to address them.

The results of the consultation will contribute to a Communication on post-trade planned for the end of 2017, and to future legislative reviews. The consultation questionnaire is available [here](#) and will remain open until 15 November 2017.

Sources — *The consultation documents is available upon request to either FECIF or GSCGI.*

* * *

Caterina Vidal | Senior Consultant
Cattaneo Zanetto & Co. | Rome | Milan | Brussels
www.cattaneozanetto.it

CIFA informs...



CIFA's XVIth International Forum

May 21 - 23, 2018

Hotel Hermitage — Monaco

www.cifango.org

JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

FBAR penalty turns on individual's intent, judge says

...article by Christopher Murrer (Zurich) — www.bakermckenzie.com

Judge Michael M. Baylson of the US District Court for the Eastern District of Pennsylvania, in a 13 April 2017 Memorandum, addressed an individual's claim of illegal extraction by the IRS and the government's claims against the individual for over USD 1 million in penalties and interest. (*Bedrosian v. United States*, No. 15-5853 - E.D. Pa. 2017).

Judge Baylson stated that the determinative issue common to both the individual's and the government's claim is what standard should be applied to «willful» when assessing a civil tax penalty based on a willful violation of an individual's obligations.

Facts

Arthur Bedrosian opened a Swiss bank account with a USD 100 deposit during overseas travel for business in the 1970s. The account was originally opened with Swiss Credit Corp., before it was acquired by UBS.

By 2005 Bedrosian had opened a second Swiss UBS account and both of his Swiss UBS accounts had balances exceeding the USD 10,000 FBAR threshold. For many years, Bedrosian did not tell his accountant at the time about these accounts because «the accountant never asked.» Bedrosian did tell his accountant about these accounts in the 1990s, at which time he asked what he should do to rectify the situation. The accountant allegedly told him to *«just leave it alone because the damage was already done.»*

That accountant passed away in 2007, at which time Bedrosian hired a new accountant. Under the guidance of the new accountant, Bedrosian reported on his 2007 federal income tax return for the first time that he had assets in a Swiss account and filed an FBAR for one of his Swiss UBS accounts. The account for which he made a disclosure had assets of approximately USD 240,000. The account that he did not disclose had assets totaling USD 2.3 million. Bedrosian also failed to report income earned on either account on his 2007 return.

In November 2008, Bedrosian asked UBS to close one of the accounts and transfer its assets to another Swiss bank. In December 2008, he asked UBS to close the remaining

account and transfer all of its assets to a US account at Wachovia Bank in the United States.

In August 2010, Bedrosian attempted to address the failure to disclose by filing an amended return for 2007 and an amended FBAR that included both accounts. The amended return reported approximately USD 220,000 in income from the Swiss accounts. When Bedrosian made these corrections, the IRS had already received information about these accounts from UBS, but had not yet commenced an audit for the 2007 and 2008 tax years.

In September 2010, Bedrosian decided to enter the IRS Offshore Voluntary Disclosure Program (OVDP), but he claimed that an IRS agent advised him to opt out of OVDP. The government contends that this claim is incorrect, and rather that his OVDP application was rejected.

In July 2013, the IRS imposed a penalty for willful failure to file an FBAR against Bedrosian for the highest amount permitted by regulations, which was USD 975,789.17. Bedrosian filed a suit against the government, alleging illegal extraction. The government asserted a counterclaim for full payment of the penalty allegedly due with accrued interest, a late payment penalty, and other statutory additions. Each party answered the other's claim, and then both moved for summary judgment.

Willfulness is the issue

Both parties to the suit concede that Bedrosian otherwise meets the other requirements of the relevant laws:

1. He is a US citizen.
2. He had an interest in a financial account during 2007.
3. The account had a balance exceeding USD 10,000 during that year.
4. That account was in a foreign country.
5. He failed to disclose that account. On that basis, Judge Baylson stated that the crux of the case is whether Bedrosian willfully failed to file an FBAR for the larger of his two Swiss accounts for 2007. Judge Baylson

JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

FBAR penalty turns on individual's intent, judge says

...article by Christopher Murrer (Zurich) — www.bakermckenzie.com

explained that the «*precise contours of the term 'willful' as used in ... the civil penalty provision, have not been clearly established by statute or precedent.*»

statements regarding his prior accountant's advice could be corroborated. Therefore, Judge Baylson denied both parties' motions for summary judgment.

Bedrosian's interpretation of willful

Bedrosian contends that the Supreme Court's construction of willfulness in *Cheek v. United States* (498 US 192 - 1991), and *Ratzlaf v. United States* (510 US 135 - 1994), should apply in this case. Bedrosian asserts that these cases stand for the proposition that the government must show that his actions amounted to a voluntary, intentional violation of a known legal duty to sustain a willful penalty under 31 U.S.C. section 5321(a)(5). *Cheek and Ratzlaf* address the meaning of willfulness in the criminal tax penalty context. Thus, Bedrosian takes the position that this construction of willfulness should also apply in a civil tax penalty context.

The Court's response

Judge Baylson did not rule whether Bedrosian's assertion is correct but stressed that he did not find Bedrosian's reasoning to be compelling. Judge Baylson elaborated that dicta in *Safeco Insurance Co. of America v. Burr* (551 US 47 - 2007), on which at least three other federal courts have based decisions (*United States v. Williams*, 489 F. App'x 655 - 4th Cir. 2012); *United States v. Bohanec*, No 15-4347, 2016 WL 7167860 (C.D. Cal. Dec. 8, 2016); *United States v. McBride*, 908 F. Supp. 2d 1186 - D. Utah 2012), makes a distinction between the characterization of "willful" in criminal versus civil contexts. He noted the importance of limiting criminal liability based on willfulness to knowing violations. In contrast, the case law supports a lower threshold for civil liability, where willful conduct could include "reckless violations."

The Court's conclusion

Judge Baylson explained that it was not necessary to ascertain the appropriate standard of willfulness at this point of the case, but noted that the jurisprudential trend is towards one that would treat actions of recklessness against the requirements of Section 5314 as a willful violation of those rules. The question facing the court at this juncture was whether there was a genuine dispute over the facts that would determine whether Bedrosian acted willfully, regardless of what standard is ultimately used.

Specifically, Judge Baylson noted that there were genuine disputes over what Bedrosian knew regarding his reporting requirements and when, and the extent to which Bedrosian's

Questions raised

The court seems to easily discount Bedrosian's construction of the willfulness standard based on its reading of certain federal cases, including, *Williams and McBride*, which rely on *Safeco Insurance Co.* But this issue is not as black and white as the court makes it seem. The statute and case law do not unequivocally support the distinction made by the court here. Taking the holdings in *Williams and McBride* at face value avers that the fact US persons sign a US income tax return gives them constructive knowledge of whether a duty to file an FBAR exists, and a failure to fulfill that duty is a willful failure within the meaning of the penalty statute. Importantly, *Williams and McBride* construed a pre-2004 version of section 5321(a)(5) which imposes a civil penalty only for willful violations. The current version of this statute imposes separate penalties for willful violations and non-willful violations.

Applying the standard in *Williams and McBride* in the post-2004 statute world likely casts too wide of a net; it is nearly impossible to distinguish between a willful and a non-willful violation under this standard. In fact, it effectively amounts to strict liability.

Moreover, it is not clear that the standard in *Williams and McBride* is congruent with the case law even under the pre-2004 version of the statute. The Service addressed the standard for willfulness in the context of the civil FBAR penalty before *Williams and McBride* were decided (*C.C.A. 2006-03-026 - 20 January 2006*). The Service focused on *Ratzlaf* and stated that the standard for civil penalties in section 5321 was the same for the criminal penalties in section 5322, because «*[s]tatutory construction rules would suggest that the same word used in related sections should be consistently construed.*»(Id.) In *Ratzlaf*, the Supreme Court held that willfulness within the meaning of the statute at issue required actual knowledge of the duty which was violated.

Cases that apply a lower threshold for willfulness distinguish the applicable statute from the one at issue in *Ratzlaf* on the basis that *Ratzlaf* involved highly technical statutes that threatened to ensnare individuals engaged in apparently innocent conduct. (*Bryan v. United States*, 524 U.S. 184, 194-95 - 1998) On that basis, the Supreme

...cont'd on page 10

JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

FBAR penalty turns on individual's intent, judge says

...article by Christopher Murrer (Zurich) — www.bakermckenzie.com

Court has reasoned that the technical nature of currency law and tax law violations *«sometimes criminalize conduct that would not strike an ordinary citizen as immoral or likely unlawful. Thus, both sets of laws may lead to the unfair result of criminally prosecuting individuals who subjectively and honestly believe they have not acted criminally.»* In other words, the threshold for willfulness does not necessarily depend on whether it is a civil or criminal penalty at issue, but rather whether the penalty is part of a complicated legal regime.

In the context of a civil patent law case, the Supreme Court imported the doctrine of willful blindness — meaning deliberate actions to avoid confirming a high probability of wrongdoing where it can be almost said that the individual actually knew the risk — from criminal law to civil law (*Global-Tech Appliances v. SEB S.A.*, 131 S. Ct. 2060, 2068-71 - 2011). The doctrine of willful blindness was created so defendants cannot escape the reach of “knowing” or “willful” statutes by deliberately shielding themselves from clear evidence of critical facts (*Global-Tech Appliances*, 131 S. Ct. at 2061-62). While this notion suggests that a defendant may be considered to have acted willfully within the meaning of “willful” statutes even when the defendant’s actions do not show actual knowledge, the court stated that willful blindness, nonetheless, has an *«appropriately limited scope that surpasses recklessness and negligence.»* (*Id.* at 2074)

Reading this case law together shows that:

1. Criminal standards of willfulness have been applied to civil statutes.
2. In the context of tax statutes, actual knowledge has been part of the standard of willfulness when the applicable statute is part of a highly technical regime.
3. Willfulness in the civil law arena has been construed as a higher standard than recklessness.

Granted, this case law may not be easily distilled into a simple principal. But it at least indicates that Bedrosian’s argument that the standard of willfulness from *Ratzlaf* applies to his case is worthy of thorough consideration.

Lessons (re)learned

While it is yet to be determined what standard will be applied for “willfulness” in this context and whether Bedrosian will be found liable for the civil penalty under that standard, this case underscores the fact that many

financial institutions have disclosed foreign account information to the US government and the IRS is intent on using that information to assess penalties — at the highest level permitted — against taxpayers who failed to fulfill their reporting obligations. This case also highlights that the IRS will not look sympathetically to a taxpayer who has taken no or limited action to disclose all of his or her foreign accounts, or has engaged in selective disclosure at some point in the past.

Importantly, the ultimate holding of this case may find that a lower threshold of a reckless disregard of reporting obligations permits an assessment of the highest penalties allowed. There is no «good cause» exception to this penalty. In other words, this case serves as another reminder to take action on undisclosed accounts before the IRS does.

**Baker
McKenzie.**

Wealth Management



ASSURANCE PROFESSIONNELLE

Assurance Cadre Responsabilité Civile ... pour les Membres du GSCGI

Le GSCGI offre à ses membres une couverture cadre d'assurance exclusive, négociée avec les assureurs AXA et Liberty. Ces deux assureurs seront nos partenaires exclusifs autorisés à présenter les couvertures des trois risques précités aux conditions préférentielles pour nos membres.

Ces couvertures étendues et complètes — **Responsabilité civile professionnelle (RCPI); Responsabilité des dirigeants (D&O); Assurance Fraude (FR)** — offrent une sécurité accrue aux gérants dans leur activité quotidienne. L'assurance professionnelle met les professionnels à l'abri de situations



inattendues et génératrices de conséquences financières parfois dévastatrices.

Pratiquement, les membres pourront s'adresser au Secrétariat du GSCGI, ou à la Commission Assurances, pour obtenir tous les renseignements.

Un formulaire spécifique du GSCGI a été édité pour obtenir les offres des assureurs, il figurera sur le site web du Groupement et sera donc à disposition des membres. Il devra être complété par le gérant pour demander les offres avec la preuve de sa qualité de membre et envoyé confidentiellement au courtier. Le GSCGI n'aura pas accès à ces informations.

COUVERTURES D'ASSURANCES

Responsabilité civile professionnelle (RCPI)

Elle couvre les actes fautifs commis par la société du gérant indépendant ou l'un de ses représentants en cas d'erreur, d'omission dans le cadre de l'activité professionnelle qui entraînerait un préjudice financier d'un tiers.

Les fautes les plus courantes sont:

- Mauvaise exécution d'un ordre
- Oubli d'un délai
- Non respect de la stratégie convenue
- Rupture abusive d'un crédit
- Défaut de conseil
- Délit de fraude fiscale

Qui est assuré?

1. L'institution financière et / ou ses filiales
2. Toutes les personnes physiques agissant dans l'exercice de leur fonction dans la société (*salarié, stagiaire, dirigeant, administrateur*)

Quelle est la couverture? L'assureur va payer:

- Les frais engagés pour la défense des assurés
- Les dommages et intérêts dus au lésé après jugement et condamnation
- Les réparations résultant d'un accord amiable (*après acceptation de l'assureur*)

Responsabilité des dirigeants (D&O)

En tant que dirigeant de votre entreprise, vous n'êtes pas à l'abri de revendications à titre personnel même s'il s'agit d'une erreur d'un employé. En effet, un lésé peut aller chercher une responsabilité personnelle vers le directeur ou l'administrateur de la société pour obtenir réparation du préjudice sur les biens propres du dirigeant. Il peut vous être reproché une mauvaise décision ou de ne pas avoir pris une décision, d'avoir fait un choix stratégique contraire

au but social, d'avoir effectué des investissements hasardeux, communication financière insuffisante ou erronée, manque de surveillance des dirigeants ou d'une filiale. Font aussi partie les conflits du travail: licenciement abusif, discrimination, harcèlement.

Qui est assuré? Tous les dirigeants exécutifs et les administrateurs ainsi que leur famille directe.

Quelle est la couverture?

- Les frais engagés pour la défense des assurés à titre privé
- Les dommages et intérêts dus au lésé après jugement et condamnation
- Les réparations résultant d'un accord amiable (*après acceptation de l'assureur*)

Assurance Fraude (FR)

L'évolution technologique et économique des sociétés financières a beaucoup évolué et les risques au sein de ces entreprises aussi. Le risque de fraude devient élevé dans les services financiers surtout en fonction de l'importance croissante des équipements informatiques. L'infidélité et la malhonnêteté des employés sont aussi une source de fraude (*cas Falciani*). L'usage intensif d'internet fragilise les services en terme de risques de sabotage ou de terrorisme cybernétique. Des fraudes peuvent aussi être commises sur les marchés ou sur l'octroi des crédits.

Qui est assuré? L'entreprise

Couverture d'assurance...

Une telle assurance a pour but de garantir les pertes subies par la société suite à la fraude:

1. Commise par un ou plusieurs employés y compris la fraude informatique et le transfert de fonds
2. Fraude informatique interne ou externe (*hacking*)
3. Frais de procédure et honoraires d'avocat

ANALYSES & PLACEMENTS

La répliation indicielle n'est pas une décision d'investissement!

...article de Patrick Morel, Fixed-Income Strategist, morel.patrick@bluwin.ch

L'engouement pour la "gestion passive" observée ces dernières décennies a propulsé la répliation indicielle sur la première marche des solutions d'investissement.

L'argument le plus souvent avancé repose sur une sorte de fatalisme financier puisque, indépendamment du choix de la stratégie implémentée, la dispersion des résultats est toujours connue d'avance avec 50% des performances au-dessus et 50% au-dessous de celle de l'indice, voire même plutôt de 80% des investisseurs sous-performant le marché une fois les frais bancaires prélevés.

Pourtant aussi logique que puisse apparaître cette explication, elle repose sur une série de profondes erreurs.

I. ERREUR CONCEPTUELLE

La décision de répliquer la composition d'un indice en achetant systématiquement chacun des titres composant un marché ne peut pas être considérée comme une décision d'investissement.

En effet, l'ensemble des titres existant dans un marché constitue l'"Offre de titres" qui sont disponibles à la vente pour l'ensemble des investisseurs. Par contre, la sélection de titres composant un portefeuille d'investissement constitue la "Demande de titres" à l'achat par un investisseur.

- ➔ Offre de titres,
à la vente: *Ensemble d'un marché, mesuré par un indice*
- ➔ Demande de titres,
à l'achat: *Sélection d'un portefeuille par un investisseur*

Une répliation indicielle peut être comparée à une personne qui souhaitant se nourrir, donc ayant une Demande de produits alimentaires, va chez un épicier. Mais, face à des étagères de marchandises comestibles vides, le client choisirait malgré tout de répliquer l'Offre disponible en achetant 50% de timbres et 50% de trombones.

Il apparaît donc clairement qu'une répliation indicielle consistant à acheter à l'aveugle l'ensemble de l'"Offre de titres" existant dans un marché ne peut jamais être interprétée comme une décision d'investissement, qui par définition compose une "Demande de titres" à l'achat par un investisseur, respectant ses objectifs et contraintes individuelles.

Similairement, le "smart-béta" qui modifie la composition d'un indice de référence en ajustant les pondérations



PATRICK MOREL

Patrick MOREL est un stratège et investisseur obligataire au bénéfice d'une expertise rare, et précurseur en Stratégies Actives d'investissement.

Actuellement, il finalise un livre novateur sur les limites et alternatives de la mesure probabiliste du risque d'investissement, intitulé: "L'Utopie Probabiliste de la Finance".

de certains titres peut à prime abord sembler apporter une amélioration au défaut de la surpondération des plus grandes capitalisations boursières et des émetteurs obligataires les plus endettés. Cependant, en plus de rendre les comparaisons très compliquées, voire impossibles, le "smart-béta" ne représente qu'une fausse solution à un vrai problème, puisque tout indice modifié ou ajusté continue à décrire une autre "Offre de titres" disponibles, plutôt qu'une sélection de "titres Demandés".

2. ERREUR THÉORIQUE

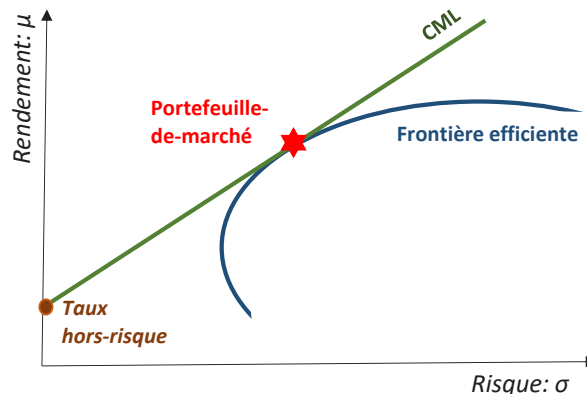
L'origine de cette croyance d'une supériorité de la répliation indicielle, donc de la gestion dite passive sur la gestion active, fondée sur des convictions, trouve sa source dans la Théorie Moderne du Portefeuille (MPT) de M. Markowitz. Etant incapable de déterminer la composition du portefeuille efficient situé au point de tangence entre la Capital Market Line et la frontière efficiente, il a alors décrété sans jamais le démontrer qu'il s'agissait du "portefeuille-de-marché" répliquant parfaitement l'ensemble de l'"Offre de titres" composant un marché. (voir infographie en page suivante)

...cont'd on page 13,14 & 15

ANALYSES & PLACEMENTS

La réplication indicielle n'est pas une décision d'investissement!

...article de Patrick Morel, Fixed-Income Strategist, morel.patrick@bluwin.ch



Paradoxalement, la MPT repose sur l'hypothèse théorique originale que la performance boursière d'une titre serait un phénomène probabiliste, qui pourrait être modélisée à l'aide la loi Normale $N(\mu, \sigma^2)$, d'espérance de rendement μ et de variance σ^2 .

Le problème est que cette modélisation probabiliste théorique a pour corollaire "irréaliste" d'imposer une composition du "portefeuille-de-marché" figée à travers le temps. Cela implique qu'un marché doit impérativement toujours être composé d'exactly les mêmes titres, ayant des pondérations, donc capitalisations boursières, inchangées depuis l'aube jusqu'à la fin des temps, dont les sociétés sous-jacentes seraient alors par définition toutes immortelles.

L'existence d'une espérance de rendement probabiliste pour chaque titre, qu'un investisseur rationnel ne peut concevoir que de valeur positive, a pour corollaire de stipuler l'existence d'une performance moyenne garantie à (très) long terme, indépendamment de son niveau de risque. Ce canevas théorique "incorrect" a aussi pour conséquence d'insuffler l'idée de l'existence d'une main invisible qui ramènerait indubitablement la performance moyenne d'un titre vers la valeur théorique de son espérance de rendement, avec pour conséquence de légitimer la simplicité de la réplication indicielle. En effet, pourquoi tenter de générer de la valeur-ajoutée à travers des "stratégies actives", alors qu'une "stratégie passive" par réplication indicielle garantirait des performances historiquement plus de double du taux de croissance de l'économie mondiale sans aucun effort?

En réalité, les lacunes et erreurs de la Théorie financière ne devraient pas masquer la très faible capacité d'anticipation des évolutions des marchés financiers par les investisseurs.

Pourtant, le cœur du métier consiste bien à élaborer des "stratégies actives" fondées sur des anticipations des marchés, afin de réaliser des performances strictement positives, selon une appréhension résolument "absolue" des investissements.

3. ERREURS PRATIQUES

L'usage abusif de la réplication indicielle a été conforté par le concept de "grilles d'Asset Allocation (AA)".

Au cœur du Portfolio Management, une grille d'AA consiste en la définition de pourcentages différents d'allocation des grandes classes d'actifs, principalement en actions et obligations, pour généralement 5 profils distincts de risques, dont la pondération en actions s'accroît avec la tolérance au risque du client.

Ces répartitions rigides qui imposent des investissements constants dans chaque classe d'actifs reposent sur les arguments que les actions sont plus risquées que les obligations, méritant alors des performances supérieures, ainsi que sur l'observation d'une alternance des performances entre les deux grandes classes d'actifs à travers l'évolution des cycles conjoncturels.

Cependant, le concept de "grilles d'AA" repose plus sur des croyances erronées que de véritables arguments.

a) Alternance des performances actions-obligations: "Hedge naturel"

L'évolution des cycles de croissance conjoncturelle met en lumière l'existence d'une forme de "hedge naturel" entre les

...cont'd on page 14 & 15

ANALYSES & PLACEMENTS

La réplication indicielle n'est pas une décision d'investissement!

...article de Patrick Morel, Fixed-Income Strategist, morel.patrick@bluwin.ch

performances provenant des deux grandes classes d'actifs:

Durant la 1^{ère} phase d'expansion conjoncturelle de l'économie, les marchés actions affichent des gains, reflétant l'accroissement des profits des entreprises au sein de l'économie réelle. Sur les marchés obligataires, la hausse des taux longs reflétant l'accélération globale de la croissance est source de sous-performances en gestion active et manque-à-gagner en gestion passive (B&H...)

Ensuite, durant la 2^{ème} phase de contraction conjoncturelle de l'économie, les marchés actions affichent des pertes, reflétant la diminution des profits des entreprises au sein de l'économie réelle. Sur les marchés obligataires, la baisse des taux longs reflétant le ralentissement général de la croissance est source de sur-performances relatives en gestion active et passive.

Mais ce formidable mécanisme de "hedge naturel" sur les marchés financiers a été récemment cassé par les Banques centrales.

→ *Marchés actions*

En créant plus de \$14 Trillions de monnaies scripturales directement par les banques centrales, les liquidités reçues par les banques principalement d'investissement ayant été réinvesties dans les marchés financiers essentiellement actions ont réussi à maintenir les marchés actions en apesanteur depuis plus de 2 ans, repoussant artificiellement leur phase de correction conjoncturelle à l'image des pertes de plus de 50% en 2000-2003 et 2007-2009. Le décalage flagrant entre les réalités de l'économie réelle et les marchés actions plaident en faveur d'un potentiel d'évolution résolument à la baisse!

→ *Marchés obligataires*

En gardant artificiellement les taux courts proches de zéro depuis 2009, la FED a empêché l'observation de la dernière phase haussière des courbes de taux jusqu'en 2014... en ligne avec l'accélération (*bien que médiocre*) de l'économie réelle, gardant les taux obligataires courts et moyens artificiellement trop bas.

De plus, un taux obligataire n'ayant pas pour mission d'afficher une performance attendue par un investisseur, mais le coût d'un emprunt implique qu'aussi longtemps que ces liquidités surabondantes créées par les banques centrales n'ont pas résorbées, il est naturel que le prix de l'argent demeure en territoire négatif.

Par conséquent et c'est une première historique, lors du prochain réajustement des marchés actions (*plus en ligne avec*

la réalité économique), il ne sera plus possible de compenser les pertes boursières avec des gains provenant des marchés obligataires, qui afficheront des performances globalement nulles ou négatives ces prochaines années, voire la prochaine décennie.

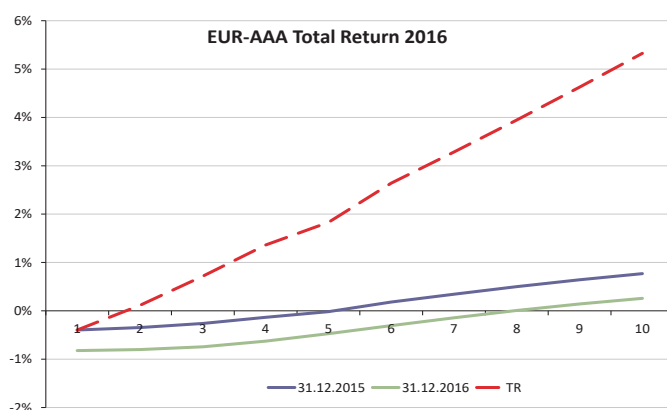
L'anticipation de pertes boursières en même temps, à la fois sur les marchés actions et obligataires va remettre en lumière la première règle qui précède toutes décisions d'investissement, à savoir la question de son arbitrage avec la décision de non-investissement (*afin de préserver le capital du client*), imposant de démontrer si un investissement sur les marchés financiers peut générer une performance supérieure au cash!

b) Marchés obligataires

Une incompréhension majeure consiste en la croyance simplificatrice de l'existence d'"un unique" marché obligataire qui pourrait être reflété dans un indice obligataire, à l'instar d'un marché action. Cependant, il n'existe pas "un" marché obligataire homogène, mais une "multitude" de marchés différents aux performances très hétérogènes.

Toutefois, si la distinction en matière de "risque de crédit" semble intuitive au travers des différentes catégories de ratings, décrites par des courbes de taux distinctes, elle l'est beaucoup moins pour les autres sources de risques, tels que risque de "marché" (*duration modifiée*), de liquidités...

La plus importante distinction provient de la forme d'une courbe de taux, qui n'étant pas plate et variant à travers le temps est source de performances très différentes selon les maturités des obligations choisies.



...cont'd on page 15

ANALYSES & PLACEMENTS

La réplication indicielle n'est pas une décision d'investissement!

...article de Patrick Morel, Fixed-Income Strategist, morel.patrick@bluwin.ch

- En gestion passive: d'achat-conservation (*Buy&Hold*) jusqu'à la maturité d'une obligation, où le taux ex-ante du marché offre une bonne estimation de la performance ex-post, une courbe de taux peut alors afficher en même temps des performances attendues très hétérogènes, voire antinomiques, telles que négatives sur sa portion courte et positive pour les échéances plus longues.

Par exemple la courbe des emprunts gouvernementaux européens AAA au 31.12.2015 affichait des taux négatifs pour toutes les échéances inférieures à 5 années et des performances attendues positives pour les maturités supérieures.

- En gestion active: l'observation des performances d'une même courbe de taux mesurées après une année ne sont pas du tout homogènes, pouvant également afficher à la fois des performances négatives et positives très disparates selon les échéances (*plus précisément, selon la valeur de leurs durations modifiées*).

Par exemple, la chute de la même courbe en 2016 est à l'origine de performances annuelles positives pour toutes les échéances supérieures à 1 année et très disparates, telles que 5.3% pour le 10 ans et 18.5% pour le 30 ans, malgré des niveaux de taux initialement très bas au 31.12.2015 de respectivement 0.77% et 1.72%.

Sans conteste, le positionnement sur la courbe de taux représente la première source de performances obligataires, mais qui brille à ce jour plutôt par son absence de la Théorie financière.

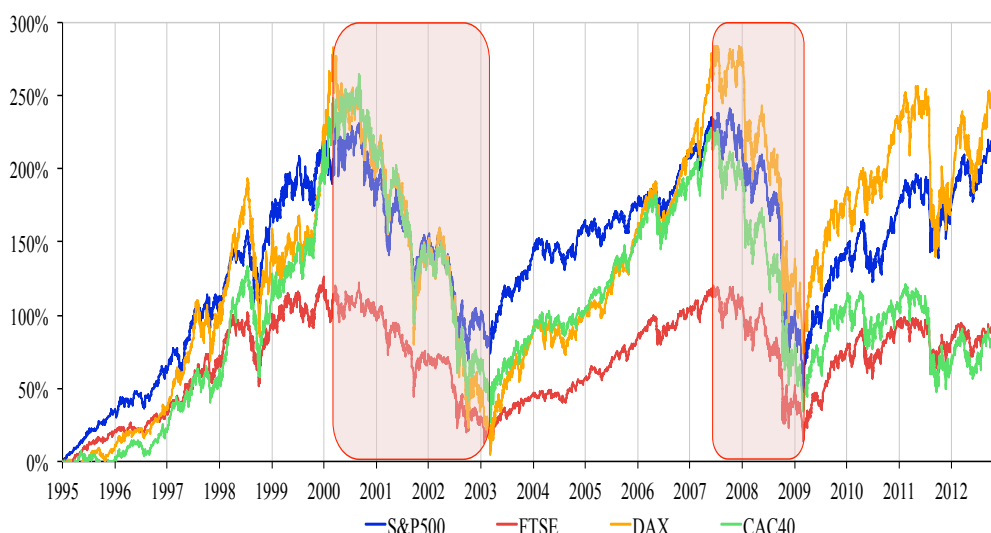
L'existence d'une multitude de marchés obligataires aux performances extrêmement différentes devrait annihiler toute velléité de réplication indicielle comme solution d'investissement dans les marchés obligataires.

c) Marché action

Contrairement au domaine obligataire, les performances observées sur un marché action, tel que national ou sectoriel, évoluent de manière beaucoup plus homogène.

Toutefois, toute décision d'investissement par réplication indicielle d'un marché action souffre, en plus de ne pas décrire une "Demande de titres", du défaut rédhibitoire de reposer sur l'hypothèse implicite de demeurer constamment investi dans la classe d'actif répliquée.

Pourtant, rester investi dans les marchés actions durant les longues phases de correction conjoncturelle illustre une profonde mécompréhension de la dimension dynamique des marchés financiers, qui évoluent au gré des cycles conjoncturels. Paradoxalement, l'existence d'une alternance des performances entre les actions et obligations à travers les mêmes cycles conjoncturels est aussi au cœur du concept figé de "grilles d'AA". Cependant, rien ne justifie de subir les pertes de plus de 50% observées sur les marchés actions durant les 2 précédentes phases de contractions conjoncturelles en 2000-03 et 2007-09, et encore moins de 84% subies par le S&P500 durant la Grande Dépression...



Cet article est disponible en version intégrale sur le website -- www.gscgi.ch -- pendant un mois et en zone "membres" dès Octobre 2017

LE COIN TECHNIQUE

S&P500: how far and how long may the current correction last?

...article de Bruno Estier Strategic Technicals - <http://bruno.estier.net/> - bruno.estier@bluwin.ch



In August, as usual, there are warnings in the equity markets about the risk of a seasonal correction in the fall. Looking at the weekly chart of the S&P500, one can see that the VIX index of implied volatility was just below 10% during July. Such a low level is followed, in the coming months, by a significant rise as the seasonal equity correction develops into the fall. That was the pattern during the summer-fall 2016. Sure enough, a rise of VIX to 16%, from mid-August 2017 forward, is presently visible. Moreover, a correction has started to develop for the S&P500, from 2490 to 2420, crossing down the weekly Stochastic and MACD, which represent a declining price momentum.

How long and how deep can this equity correction develop? The timing appears easier to define as the seasonality is really helping us. The time frame of this correction should last two months – into mid-October 2017. Last year, it lasted a little longer until the end of October, but perhaps it was tied to the presidential election process? Historically, the chance for an uptrend to resume for US equities increases a lot after mid-October. The issue of the depth of the correction is a little more difficult to define. From a pure technical analysis view point, the target of such correction is near the previous medium-term consolidation, which occurred during March-April 2017 near 2322, as seen on the chart. With two down weeks to 2420 and one week of rebound so far, it is likely that the first down leg of the correction has been done.

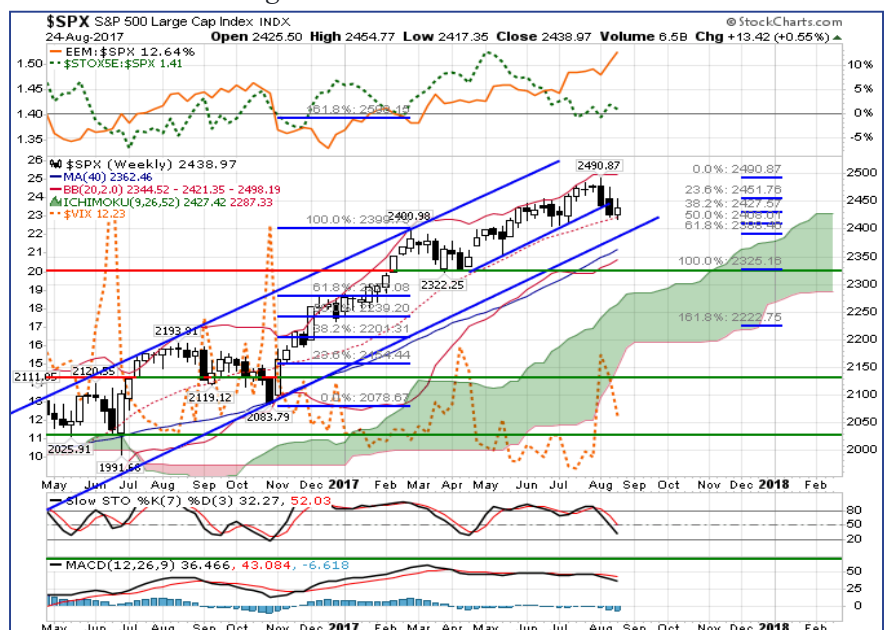
Graph:

S&P500 Weekly Candles and VIX line (orange dotted line). On upper panel relative strength (RS) line of ETF Emerging versus S&P500 (orange line) is rising and RS of Eurostoxx50 (green dotted line) versus the S&P500 is flat. On lower panel weekly STO could decline to oversold area or rebound near the 50% line.

Source: Stockcharts.com

As the 2016 correction is hinting, the rebound following that initial down leg can last several weeks. Lasting more than a month can separate the low of the first down leg from the low of the second down leg. Furthermore, the price pattern of the rebound between the two down legs is notoriously difficult to forecast. Of course, the weekly momentum indicators may display close to the end of the second down leg, some bullish divergences that will help to pinpoint the end of the correction. But, we should also monitor the upper panel of the chart, where the relative strength of emerging markets versus S&P500 (orange line) and of the Eurostoxx50 versus S&P500 (green dashed line) are represented. Currently, we note that the rising orange line is displaying outperformance of emerging markets, and the almost flat dashed green line represents Europe. A year ago, both relative strength lines started to fall in the last two weeks of the US equity correction, and suddenly the market was panicking and believing in a global equity correction! Let's hope that we will get a similar signal in 2017, which will help assess when the VIX will make its top, thus calling the end of the equity correction. Given the last high near 16% of VIX, we can guess that the next top will be between 16% and 23%, which was its high last year.

Of course, we don't know what news will trigger the price action of the ongoing correction, but we have identified a few parameters, which can help monitor the situation during the fall!



Barclays dans la tourmente des affaires judiciaires

Quatre directeurs de Barclays, y compris son ex-CEO John Varley, sont les premiers banquiers britanniques à faire face à des accusations de fraude durant la crise financière.

A l'époque, la direction de Barclay's avait conclu dans la hâte des arrangements financiers avec Qatar Holdings et Challenger Universal afin d'éviter son renflouement par la Banque d'Angleterre entre juin et octobre 2008. Le SFO (*Serious Fraud Office*) a confirmé les poursuites dans ce sens des membres de la direction de la banque.

A l'époque, la banque avait négocié une ligne de crédit de 3 milliards de dollars en faveur du Qatar avec l'aide du Ministère de l'Economie et des Finances.

Les quatre personnes accusées sont l'ex CEO, John Varley, Roger Jenkins, ex CEO de Barclay's Capital Private Equity Group, Thomas Kalaris, chef de la division gestion de patrimoine, et Richard Boath, ex responsable de la division finances de la banque.

En 2013 déjà, la FCA (*Financial Conduct Authority*) avait annoncé qu'elle risquait d'infliger une amende de 50 millions de livres dans cette affaire, mais l'enquête avait été différée. Fin juillet, le régulateur s'est dit prêt à publier ses décisions et conclusions.

Quel Statut pour les IFAs Britanniques?

La Financial Conduct Authority (FCA) a annoncé que les conseillers financiers doivent dorénavant choisir leur statut, indépendant ou à services restreints, alors que par le passé ceux-ci pouvaient alterner entre l'un et l'autre.

Dans sa dernière communication relative à sa politique d'application de la directive MIFID II, le régulateur britannique a annoncé qu'il était dans l'obligation d'appliquer cette distinction car il s'agissait d'une "réglementation déléguée".

Les "réglementations déléguées" sont des règles étendues de l'Union Européenne directement applicables, ce qui signifie qu'elles sont transposables notamment au Royaume-Uni, sans qu'il soit nécessaire de modifier les réglementations et lois domestiques.

Des entreprises pourront continuer à fournir des prestations "indépendantes" ou "restreintes", mais la FCA a indiqué

«Nous sommes satisfaits que cette procédure soit enfin publique. Sur les bases des accusations établies par le SFO, nous espérons un procès transparent. Nous coopérons étroitement avec le SFO sur plusieurs aspects de ce dossier, conformément à nos rôles distincts».

Les charges pénales retenues par le SFO à l'encontre de John Varley sont passibles d'une condamnation d'emprisonnement maximale de 22 ans, selon le Daily Telegraph.

Suite à ces développements, l'ex CEO a quitté l'ensemble des Conseils d'Administration dont il faisait partie, y compris celui de Rio Tinto.

Barclay's, pour sa part, a déclaré étudier sa position au regard des annonces du SFO.

Cette dernière est déjà impliquée dans des poursuites à son encontre, un de ses directeurs ayant tenté de découvrir l'identité d'un lanceur d'alerte.

«Alors que RBS et son CEO Fred Goodwin ont récemment évité l'ignominie — l'outrage? le déshonneur? — d'une parution en cour pénale, il semble que Barclays et son ex-CEO n'y échapperont pas», a déclaré un éminent pénaliste londonien.

Source: investmentweek.co.uk

PCH

que les conseillers à titre individuel devaient choisir entre l'un ou l'autre des statuts, ceci afin d'éviter des confusions possibles dans l'esprit du consommateur sur le type de conseil qu'il reçoit.

Actuellement, les conseillers financiers peuvent opter, avec l'assentiment du client, sur la nature des services qui sont prodigués à ce dernier. Avec la nouvelle réglementation, MIFID II, la FCA pense qu'il y aura certaines difficultés pour des structures qui utilisaient les deux modes de conseil, et surtout celles ne comportant qu'un seul conseiller.

On n'entrevoit pas clairement comment le BREXIT affecterait cette situation, mais pour l'instant, le régulateur poursuit des normes d'application comme exposé ci-dessus.

L'application des dispositions MIFID II est programmée pour le 3 janvier 2018.

Source: investmentweek.co.uk

PCH

What happened to the 'too big to fail' banks?

by Patrick Jenkins and Ian Bott

[...] One of the lessons of the crisis that began in 2007 was that banks proved "too big to fail". [...]

[...] Fears of systemic collapse pushed governments into bailing out hundreds of financial institutions around the world. [...]

[...] So it is ironic that the world's biggest banks have got bigger, not smaller, in the decade since. [...]

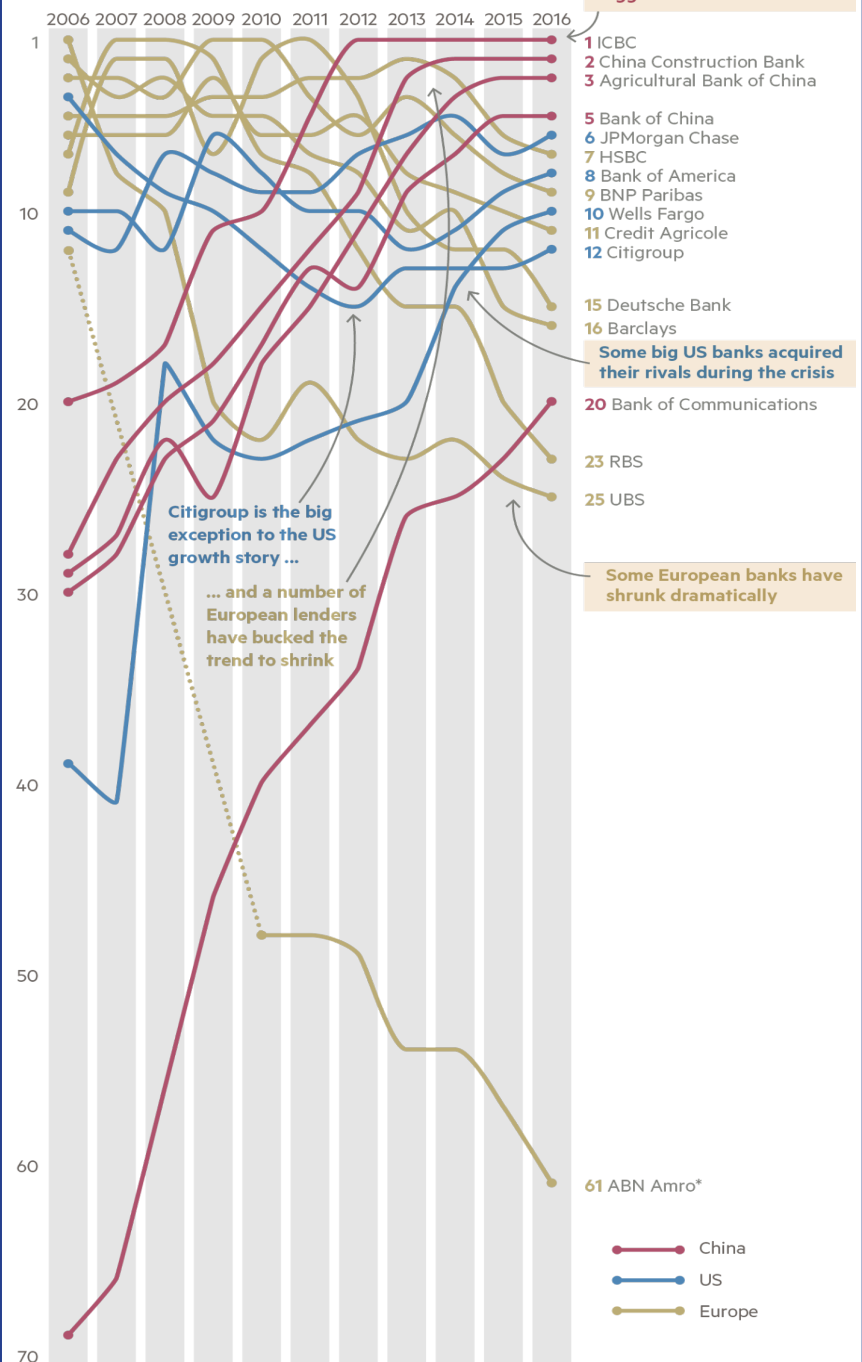
Read on for additional insightful charts and comments:

<https://www.ft.com/content/0bd8f4d4-76de-11e7-a3e8-60495fe6ca71>

Source: Financial Times, Aug. 24, 2017 CFB

How the rankings of the world's largest banks have changed

Selected bank rankings by asset size



*ABN Amro was acquired in a three-way deal by RBS, Fortis and Santander in 2007, but the Dutch rump of the business re-emerged under the ABN name when Fortis collapsed and was nationalised in 2008
Non-US asset valuations are affected by exchange rate changes
Source: The Banker
© FT

GLOBAL EVENTS

Encore cette année, grâce à la collaboration du Groupement avec...



pour la prochaine conférence BÜRGENSTOCK, qui aura lieu les 11/12/13 Septembre 2017,

les Membres du GSCGI bénéficient de conditions préférentielles:

une remise de 15% — <http://www.burgenstock.org/> — code **GSCGI15**



38th Bürgenstock Meeting

Join international CCPs, Exchanges, Banks, Regulators and the buy-side
in the Swiss mountains for Europe's commodities & derivatives meeting
11/12/13 September 2017



★ ★ ★

SAVE THE DATE

Common Reporting Standard (CRS): Impact on Swiss External Asset Managers

Thursday, 21st of September

Millennium Banque Privée and deBoccard Conseil are pleased to invite you to
a joint event to give you an overview of the CRS *best practices* and to discuss
opportunities/risks in Africa.

RSVP - Limited spaces
events@millenniumbp.ch

deBOCCARD
CONSEIL

Millennium
banque privée

AGENDA OF GSCGI's MONTHLY CONFERENCES

INVITATION / INSCRIPTION

Déjeuner- conférence 15 Septembre 2017

Nous avons le plaisir de vous inviter, ainsi que vos collègues et ami(e)s à notre prochain déjeuner-conférence qui aura lieu à Genève, organisé en collaboration avec la **Banque Pâris Bertrand Sturdza, Membre Partenaire du GSCGI...**



**BANQUE
PÂRIS BERTRAND STURDZA**

www.bkpbs.com

Le thème suivant, d'actualité certaine et de grand intérêt pour les gestionnaires de fortune indépendants, gestionnaires de fonds d'investissements, analystes financiers et conseillers financiers, sera présenté:

OPPORTUNITÉS DE FIN DE CYCLE

Une décennie de stimulation monétaire a poussé les valorisations des classes d'actifs vers des niveaux extrêmes. Cela conduit logiquement à avoir une attitude plus défensive concernant les choix d'allocation d'actifs. Cela libère en revanche des opportunités de fin de cycle, permettant d'être plus offensif sur les idées et les choix relatifs. L'identification de telles opportunités passe par une bonne compréhension du contexte global doublée d'une capacité bottom-up et cross-asset pour exprimer ces idées.



Emmanuel Ferry a rejoint la Banque Pâris Bertrand Sturdza SA en 2009 comme directeur des investissements. Il est également responsable de la gestion de PBS Investments, qui comprend notamment les fonds diversifiés SMART et FAST et les fonds Actions WISE. Il a auparavant travaillé dans un fonds d'investissement global macro (gérant, responsable de la stratégie) et a occupé les fonctions d'économiste de marché / stratège dans différents établissements financiers (Exane BNPP, BNP Paribas, HSBC). Il a commencé sa carrière à la Direction du Trésor (Ministère des Finances, Paris). Il enseigne à la Toulouse Business School. Emmanuel Ferry est diplômé d'un M.Phil de Finance et d'Economie Internationale à l'Université de Paris Dauphine. Il est Président de l'ISAG (Investment Strategists Association of Geneva) et membre du board éditorial de InvestmentEurope.

PROGRAMME

Date **Vendredi, 15 Septembre 2017**
LIEU Métropole, Quai Général-Guisan 34, Genève, Suisse
12h00 Enregistrement & networking cocktails
12h30 Conférence & Session Q&A
13h00 Début du repas
14h00 Fin de conférence

Prière de vous inscrire avant le mercredi, 13 sept. 2017, par email: secretariat@gscgi.ch

* * *

Sep. 15, 2017 / Genève — **Orateur:** Emmanuel FERRY, Banque Pâris Bertrand Sturdza, Membre Partenaire du GSCGI

Oct. 20, 2017 / Genève — **Orateur:** tba

Nov. 17, 2017 / Genève — **Orateur:** Dr. iur. Stiliano Ordolli, Chef du MROS, Bureau de communication en matière de blanchiment d'argent, Office fédéral de la police.

* * *

Réservez ces dates!

Les thèmes de Conférence sont communiqués par invitation et sur le site du Groupement — www.gscgi.ch

Non-Membres bienvenus — Inscrivez-vous!

LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

Pause estivale...

Les conférences mensuelles du Groupement reprendront en septembre 2017.



LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

Pause estivale...

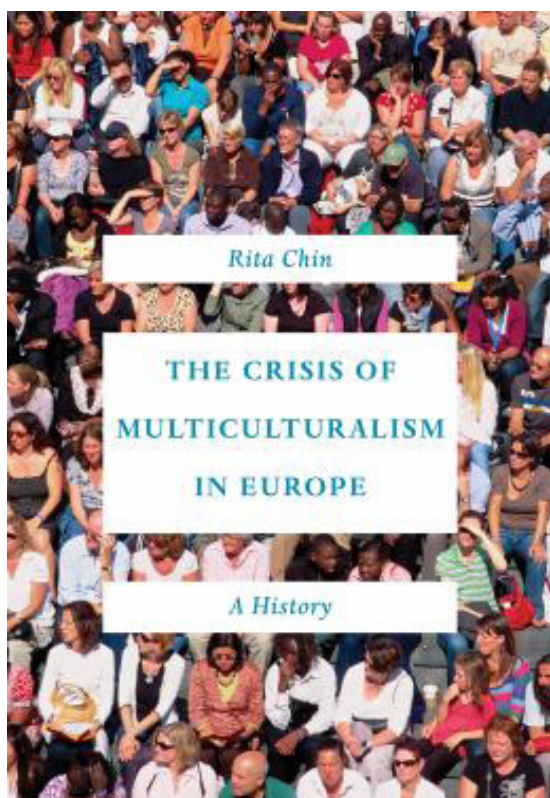
Les conférences mensuelles du Groupement reprendront en septembre 2017.



BOOK REVIEW

The Crisis of Multiculturalism in Europe

by Rita Chin



A history of modern European cultural pluralism, its current crisis, and its uncertain future

“ In 2010, the leaders of Germany, Britain, and France each declared that multiculturalism had failed in their countries. Over the past decade, a growing consensus in Europe has voiced similar decrees. But what do these ominous proclamations, from across the political spectrum, mean? ”

“ From the influx of immigrants in the 1950s to contemporary worries about refugees and terrorism, *The Crisis of Multiculturalism in Europe* examines the historical development of multiculturalism on the Continent. Rita Chin argues that there were few efforts to institute state-sponsored policies of multiculturalism, and those that emerged were pronounced failures virtually from their inception. She shows that today's crisis of support for cultural pluralism isn't new but actually has its roots in the 1980s. ”

“ Chin looks at the touchstones of European multiculturalism, from the urgent need for laborers after World War II to the public furor over the publication of *The Satanic Verses* and the

question of French girls wearing headscarves to school. While many Muslim immigrants had lived in Europe for decades, in the 1980s they came to be defined by their religion and the public's preoccupation with gender relations. Acceptance of sexual equality became the critical gauge of Muslims' compatibility with Western values. The convergence of left and right around the defense of such personal freedoms against a putatively illiberal Islam has threatened to undermine commitment to pluralism as a core ideal. Chin contends that renouncing the principles of diversity brings social costs, particularly for the left, and she considers how Europe might construct an effective political engagement with its varied population. ”

Read on: <http://press.princeton.edu/titles/10965.html>

* * *

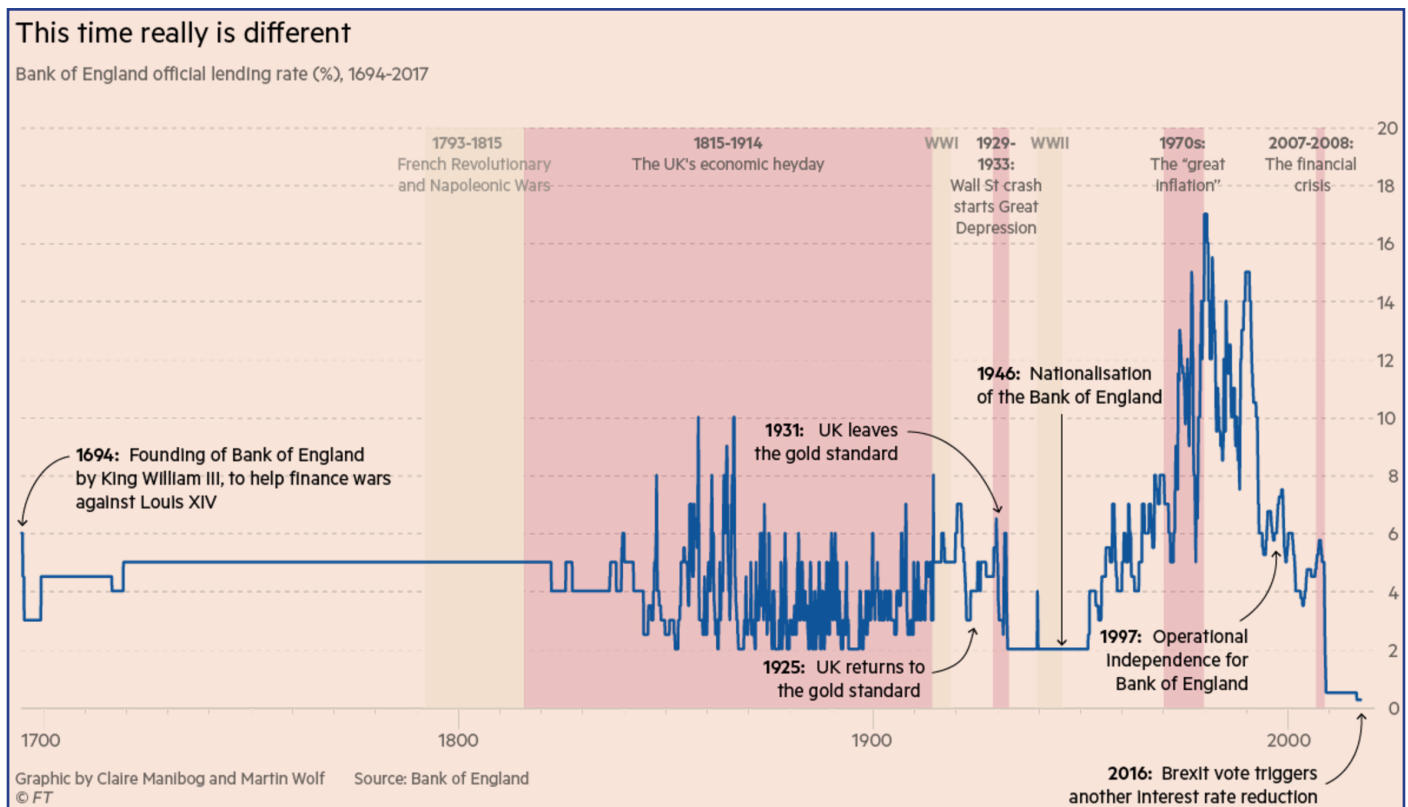
ABOUT THE AUTHOR

Rita CHIN is Professor of History at the University of Michigan, where she has taught since 2003. She received a Ph.D. from U.C. Berkeley in 1999 and a B.A. and M.A. from the University of Washington in 1990 and 1992. Rita Chin is a scholar of modern Europe with particular expertise in immigration and human mobility; race and ethnicity; and colonialism and postcolonialism. Trained in European cultural and intellectual history, she has sought to apply these modes of inquiry to her ongoing interest in how difference and diversity have shaped the very terms of modern Germany and Europe more generally. Her research and writing have been supported by the SSRC, Woodrow Wilson International Center for Scholars, ACLS Burkhardt Fellowship for Recently Tenured Scholars, and the Institute for Advanced Study in Princeton. Her areas of interest include postwar Germany, Britain, and France; immigration and migration studies; racial and ethnic minorities; colonialism and postcolonialism; gender; and European Leftism and the New Left. She is currently Director of Graduate Studies for the History Department at the University of Michigan (2016–18). She is also excited to be serving as the faculty sponsor for a new Rackham Interdisciplinary Workshop on Migration and Displacement that is being co-coordinated by Ana Silva, Alexander Stephens, and Drew Johnson. In addition, Rita Chin is a member of the Program Committee for the 2018 American Historical Association meeting and on the editorial board for the University of Michigan Press German Studies series.



CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

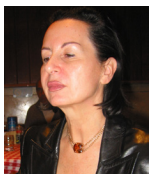
Martin Wolf: Nothing like this has happened in 323 years



"The Bank of England was founded just over 323 years ago, in July 1694, at the instigation of King William III. It is the second oldest continuously-functioning central bank in the world, after Sweden's Sveriges Riksbank, founded in 1668."

"The Bank of England supported the UK's public finances and stabilised the British financial system through the wars with Revolutionary and Napoleonic France, two world wars and the Great Depression."

"Prior to January 2009, the Bank had never lowered its lending rate below 2 per cent. But it was then lowered to 1.5 per cent, on its way to 0.5 per cent in March 2009 and 0.25 per cent in August 2016. This ultra-easy policy was further buttressed by a huge expansion of the Bank's balance sheet, which now contains £435bn in UK government "gilt-edged" securities and £10bn in corporate bonds."



Read on: <https://www.ft.com/content/5e5b2fca-7ed0-11e7-ab01-a13271d1ee9c>

Historical graph: courtesy of Financial Times

Cosima F. Barone, FINARC SA
Membre du Conseil du GSCGI

LA PAROLE EST A VOUS

Le Conseil du GSCGI et le Comité de Rédaction de "The IFA's Wealth Gram" invitent les Membres et Partenaires du Groupement à partager leur expérience et connaissance avec les collègues en fournissant des articles sur des thèmes divers: (a) actualité, (b) techniques de gestion, (c) analyse fondamentale, technique et globale, (d) fiscalité, (e) régulation, etc. Annoncez et adressez vos écrits à wealthgram@gscgi.ch le plus rapidement possible. Les non-Membres également peuvent fournir des articles et sponsoriser Wealth Gram.

SOUHAITEZ-VOUS ÊTRE LE SPONSOR D'UN PROCHAIN NUMÉRO MENSUEL?

RÉSERVEZ SANS TARDER LE NUMÉRO QUI VOUS INTÉRESSE!

wealthgram@gscgi.ch

LE SPONSOR DE SEPTEMBRE 2017

BANQUE PÂRIS BERTRAND STURDZA — www.bkpbs.com
Membre Partenaire du GSCGI



**PBS
INVESTMENTS**

Research-Based Process for Beating the Market

About PBS Investments

PBS Investments is the investment arm of Banque Pâris Bertrand Sturdza, which manages assets around CHF 4.8 bn for private and institutional clients.

PBS Investments manages 4 funds through an Irish UCITS IV Platform and more than 25 different strategies and mandates.

Contact

Banque Pâris Bertrand Sturdza SA
Rue de Candolle 19
PO BOX 340
CH - 1211 Genève 12
Tel.: +41 (0) 22 316 02 00

www.bkpbs.com
www.pbsinvestments.com

Multi-Asset

| Equity

| Fixed Income

| Commodities

| Alternative