



# L'IMMOBILIER COMME CLASSE D'ACTIF

*Un complément intéressant dans la gestion de fortune*

**C R O N O S**  
**F I N A N C E**

**WEALTH MANAGEMENT COMPANY**  
**Gestionnaire Indépendant Agréé FINMA**

**www.cronosfinance.ch**  
Membre du GSCGI

## SOMMAIRE

<b>3</b>	EDITORIAL	<b>Gestionnaires de fortune et LEFin: défis, solutions et réponses pratiques</b> <i>Conférence d'Academy &amp; Finance - 27.03.2019 - article de CFB, Membre du Conseil du GSCGI</i>
<b>4-5</b>	SPONSOR D'AVRIL 2019	<b>L'IMMOBILIER COMME CLASSE D'ACTIF: Un complément intéressant dans la gestion de fortune</b> ... <i>Rim El Bernoussi &amp; Christophe Zuchuat, Cronos Finance SA, Membre du GSCGI</i>
<b>6-8</b>	LES MEMBRES DU GSCGI	<b>FECIF informs...</b> <i>NewsFlash 32 &amp; 31/2019, (EIOPA)</i> <b>CIFA informs...</b> <i>XVII<sup>th</sup> Intl Forum 2019 to be held in NYC — TRUSTING 13</i>
<b>9</b>	ASSURANCE PROFESSIONNELLE	<b>Assurance Cadre Responsabilité Civile ...</b> <i>pour les Membres du GSCGI</i>
<b>10-13</b>	JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE	<b>(1) Devoir de diligence: une nouvelle obligation à la charge du client (CDBF); (2) Un oligarque débouté pour omniscience (CDBF); (3) Mise en oeuvre des recommandations du Forum mondial ...</b> <i>(BOREL &amp; BARBEY)</i>
<b>14-17</b>	ANALYSES & PLACEMENTS	<b>(1) The Fed Follows Trump's Tweets, And Does The Right Thing ...</b> <i>Prof. Steve H. Hanke; (2) Un taux obligataire n'est pas une performance ...</i> <i>Patrick Morel</i>
<b>18-19</b>	LE COIN TECHNIQUE	<b>(1) Defensive assets should see one last push higher into late April ...</b> <i>[F.Owczarzak, MJT]; (2) Safety of the "Defensive" Swiss Market (SMI) Index ...</i> <i>B. Estier, BEST; ...both Members of GSCGI</i>
<b>20-21</b>	IN GLOBO	<i>World Gold Council &amp; various by CFB</i>
<b>22-23</b>	GLOBAL EVENTS & AGENDA OF GSCGI'S MONTHLY CONFERENCES	<b>Conférence PWC &amp; Société Générale</b> <i>(Genève, 2 mai 2019)</i> <b>Les Rencontres d'ARIF</b> <i>(Genève, 16 avril 2019)</i> <b>GSCGI/GE: CRONOS FINANCE SA</b> <i>(Genève, 12 avril 2019)</i>
<b>24-25</b>	LA RÉUNION MENSUELLE DU GSCGI	<b>GSCGI/GE: 2019, Mar. 22 — Pourquoi un Trust Suisse ...</b> <i>Prof. Luc Thévenoz, Centre du Droit Bancaire et Financier; article de CFB</i>
<b>26</b>	BOOK REVIEW	<b>PUTIN'S WORLD: Russia Against the West and With the Rest</b> <i>by Angela E. Stent</i>
<b>27</b>	CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE LA PAROLE EST À VOUS	<b>How Tech Unicorns Are Raking In Cash but Losing Big Money ...</b> <i>(WSJ: March 29, 2019) ...</i> <i>Cosima F. Barone, FINARC SA, Membre du Conseil du GSCGI</i>
<b>28</b>	SPONSOR D'AVRIL 2019	<b>Cronos Finance SA — www.cronosfinance.ch — Membre du GSCGI</b>

**Editeur: G S C G I**

Secrétariat Général:

**NEW:**

7, rue François Veronnex  
CH - 1207 Genève / Suisse  
Tél. +41 (0) 22 736 18 22  
secretariat@gscgi.ch

Information contained herein is based on articles obtained from the authors, recognized statistical services, issuer reports or communications, or other sources, believed to be reliable. However, such information has not been verified by GSCGI, and GSCGI does not make any representation as to its accuracy or completeness. Any statement nonfactual in nature constitute only current opinions, which are subject to change.

Les informations contenues dans le présent document sont basées sur des articles obtenus auprès des auteurs, des services statistiques reconnus, des rapports ou communications des auteurs, ou d'autres sources jugées fiables. Toutefois, ces informations n'ont pas été vérifiées par le GSCGI, et le GSCGI ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Toute déclaration de nature non factuelle ne constitue que des opinions courantes, qui sont sujettes à changement.

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

## ÉDITORIAL

### Gestionnaires de fortune et LEFin: défis, solutions et réponses pratiques

...Conférence d'Academy & Finance - 27.03.2019 - article de Cosima F. Barone, Membre du Conseil du GSCGI

Rappelons qu'enfin la profession de **Gestionnaire de Fortune** (*Indépendant*) est reconnue dans la législation suisse. Le Groupement, depuis plus de 25 ans et sans cesse, a milité pour cette reconnaissance. Désormais, la profession est invitée (*Lois, Ordonnances, Directives, etc.*) à s'organiser de manière claire et pragmatique, ce qui en assurera pérennisation et reconnaissance tant sur le plan national qu'international.

Le Groupement continue d'informer (*individuellement sur demande, par le WealthGram et lors de nos réunions mensuelles au Métropole*) et d'accompagner ses Membres durant cette période transitoire, empreinte d'incertitudes, mais conduisant néanmoins les gestionnaires de fortune et les conseillers en placement vers la mise en application des lois LFin-LEFin et de leurs Ordonnances (*OSFin-OEFin-OOS*).

Certains aspects sont encore à préciser ou clarifier (*version définitive des Ordonnances du DFF; Ordonnances/Directives de la FINMA*). Lors de l'élaboration de notre Rapport de Consultation, un grand nombre de points essentiels ont été examinés par le Groupe de Travail du GSCGI, qui a été efficacement appuyé par un certain nombre de Membres du Groupement. Le Conseil du GSCGI les remercie vivement d'avoir donné de leur temps pour le bénéfice de tous les Membres.

Des conférences sont organisées autour de cette nouvelle législation et nombre d'entre elles répondent aux questions les plus pressantes que tout gestionnaire de fortune se pose en ce moment.

La semaine passée (27 mars 2019) nous avons été aimablement invités à celle organisée par Academy & Finance — **Gestionnaires de fortune et LEFin: défis, solutions et réponses pratiques** — durant laquelle des experts (*gestionnaires, compliance et réviseurs, banques et avocats*) se sont exprimés autour de questions de base, telles la garantie de capitale et/ou l'assurance professionnelle RC, l'organisation minimale selon son modèle d'affaires, le temps et complexité du dossier de demande d'assujettissement, la possibilité de délégation de certaines tâches, les directives internes, et plus encore.

Notre collègue, Daniel Glasner (*Membre d'Honneur et ancien Président du GSCGI*) a ouvert le débat de la journée avec des considérations et questions essentielles que tout gestionnaire de fortune se pose afin d'organiser au mieux son activité future. Quels objectifs? Rester indépendant? S'associer? Ou pas? Quels sont réellement ses choix?

Plusieurs intervenants ont passé en revue les recommandations de bases (*déjà commentées dans nos écrits*), dont la **classification des clients**, qui devient désormais une obligation tant pour la banque dépositaire que pour le gestionnaire de fortune. Classer ses clients dans les trois catégories proposées (*client privés, clients professionnels et clients institutionnels*), le tout assorti des options '*opting-out*' et '*opting-in*', relève essentiellement de la notion du degré de protection de l'investisseur.

Les intervenants de BDO ont commenté, entre-autres et d'une façon bien pratique, la **garantie d'activité irréprochable** en comparant la situation actuelle à celle préconisée dans la LEFin (*principe de base, qualifications professionnelles, bonne réputation, conflits d'intérêt*).

Concernant la **demande d'assujettissement** à l'OS (*Organe de Surveillance*) et la FINMA, les intervenants se sont inspirés des pratiques actuelles de l'autorité de surveillance notamment pour la LPCC. On peut se poser la question si cela est vraiment approprié. Les réponses viendront très probablement de la FINMA (*Ordonnance/Directive de Surveillance qui suivra les Ordonnances définitives du DFF*).

Tout au long de la journée, intervenant après intervenant, le thème de la **transition** a suscité un sens d'imprécision patente de la part des autorités bernoises. Le Groupe de Travail du GSCGI a longuement débattu à ce sujet (*décembre 2018 à janvier 2019*). Sous le conseil avisé de notre Conseiller Juridique (*Yves Nidegger*), nous étions arrivés à la conclusion que, pendant la période de transition vers le système de surveillance par l'OS, les OAR continuent la surveillance LBA et règles-cadres et le Groupement continue la surveillance REP (*Règles d'Éthique Professionnelles*) et ce jusqu'à nouvelles instructions de la FINMA. Simple!

Mais il reste la question essentielle des **GFI directement soumis à la surveillance de la FINMA pour la LBA (IFDS)**. Il se trouve que, vraisemblablement par une omission de précision contraire dans les lois, la FINMA cessera d'exercer ce rôle au 1er janvier 2020 (*date de mise en application des lois et Ordonnances*). Par conséquent, l'autorité de surveillance invite précipitamment les IFDS à faire demande d'assujettissement auprès des OAR. Ne serait-il pas plus judicieux que la FINMA attende la publication de l'OEFin, dont l'art.86 définit clairement la procédure applicable aux IFDS?

## L'IMMOBILIER COMME CLASSE D'ACTIF



### L'IMMOBILIER COMME CLASSE D'ACTIF

*Un complément intéressant dans la gestion de fortune*

Cronos Finance SA est une société suisse de gestion de patrimoine agréée par la FINMA: ceci est une garantie de «Best Practice», soit les pratiques et procédures les plus exigeantes de la profession en Suisse. Elle offre ses services financiers indépendants à l'attention de personnes fortunées. Cronos gère à ce jour CHF 1.5 milliards, et compte 25 collaborateurs. Notre outil informatique PMS (*portfolio management system*) permet d'intégrer et de consolider nos 13 banques dépositaires, et ainsi d'avoir une vue quotidienne de l'ensemble des avoirs confiés à notre gestion.

Notre vision est la suivante: avec l'arrivée en 2020 des nouvelles lois, LSFIN et LEFin, l'industrie financière en Suisse va se restructurer et se professionnaliser encore plus. Cronos a une importante croissance dans un marché qui consolide fortement: son chiffre d'affaire a doublé en 4 ans. Cronos récolte les fruits de 5 années d'investissements intensifs pour construire un modèle d'affaire robuste en anticipation des tendances à venir.

La proposition de Cronos repose sur plusieurs lignes de compétences complémentaires: gestion de fortune pour une clientèle privée et institutionnelle, individuelle et collective, suisse et étrangère; fonds de placement de droit suisse et luxembourgeois; gestion mobilière et immobilière.

Cette intégration de compétences exprime notre volonté de maîtriser toute la chaîne de création de valeur ajoutée pour répondre aux attentes des clients les plus exigeants.

Nous avons p.ex. un fonds immobilier, avec un parc de 30 immeubles locatifs en Suisse, soit environ 700 appartements, achetés en direct par Cronos, et gérés par une équipe interne dédiée. Ce fonds est entièrement défiscalisé pour les porteurs de parts.

Le siège de Cronos est à Pully, et nous avons décidé d'ouvrir deux représentations: Genève et Martigny.

Cronos a une approche prudentielle sur les marchés financiers et de type 'top-down' qui se concentre en priorité sur l'allocation d'actifs, principal moteur de la performance.

Nous avons deux types de mandats: discrétionnaires et de conseil en placement, 5 fonds de placements qui investissent dans 4 classes d'actifs (*actions, obligations, matières premières et immobiliers*).

Cronos Finance anime depuis 2011 un 'Think Tank' sur la prévoyance professionnelle suisse. Cette démarche informelle a pour but de susciter des échanges sur différentes problématiques auxquelles sont confrontés les responsables de caisses de pensions. Un groupe de travail d'une dizaine de personnes bénévoles (*milieu académique, autorités de surveillance et gérants de caisses de pension*) pilote cet événement. Le fruit de ces recherches est présenté en plenum chaque année à l'Université de Lausanne au début septembre lors d'une journée non payante ouverte à tous les responsables institutionnels. Les débats sont conduits par M. Yves Cuendet, Président de la Fondation Patrimonia. Le sujet de 2018 portait sur l'analyse des investissements immobiliers résidentiels en Suisse. Voici un résumé des recherches menées pour le Think Tank 2018 ... <https://www.letemps.ch/economie/investisseurs-prevoient-une-legere-baisse-loyers>

Le contexte économique et financier d'après crise, avec des taux d'intérêt à leurs plus bas niveaux, a poussé les investisseurs à se tourner vers des placements alternatifs tels que l'immobilier. En effet, le taux de propriétaires est en constante hausse en Suisse (*évalué à 38,2% en 2016*), avec une présence toujours plus importante d'acteurs institutionnels ces dernières années.

...cont'd on page 5



## L'IMMOBILIER COMME CLASSE D'ACTIF

Selon l'Office fédéral de la statistique (OFS), la part des autres SA/SARL/coopératives (*qui représente les caisses de pension, assurances, fonds immobiliers, fondations, etc.*) en tant que propriétaires de logements locatifs est passée de 23 à 33%, tandis que celle des particuliers a baissé de 57 à 49% depuis les années 2000. Dans la région lémanique, la proportion d'investisseurs institutionnels a même dépassé celle des particuliers sur l'année 2017 (43,1% contre 40,7%).

Cronos Finance a voulu en savoir davantage sur les motivations (*en termes d'objectifs et de contraintes d'investissements*), les sentiments et les perceptions des différents acteurs présents sur le marché immobilier suisse à travers une enquête qualitative, et a présenté ses résultats lors de son 'think tank' annuel à l'Université de Lausanne. Les répondants sont donc des investisseurs immobiliers de différentes typologies et tailles, à savoir: des investisseurs privés, des caisses de pension, des fonds et fondations de placement. Le privé est plus orienté sur le court terme.

Comme attendu par les auteurs, deux groupes principaux semblent se détacher en analysant les résultats:

- D'un côté, **les investisseurs privés**, qui détiennent majoritairement des portefeuilles moins diversifiés, et dont les objectifs d'investissement sont généralement plus orientés à court terme, avec des prises de risques tendanciellement plus importantes et donc des attentes de rendement plus grandes (*avec plus de la moitié du groupe interrogé qui attend un rendement supérieur à 5%*). A titre d'exemple, une acquisition avec but de revente à plus-value est davantage exploitée dans le groupe d'investisseurs privés, et particulièrement par les promoteurs.
- **Les institutionnels**, qui visent le long terme, avec une aversion plus importante aux risques et qui peuvent se permettre des rendements temporairement moins élevés, compte tenu des lissages envisageables. En moyenne, leur rendement brut attendu se situe autour des 4%.

En revanche, une très grande majorité d'investisseurs interrogés s'accordent sur leurs préférences d'achat puisqu'ils favorisent les biens résidentiels déjà construits, jugés plus stables et moins risqués. Néanmoins, la plupart

ont précisé que la tendance actuelle du marché les pousse à être présents de plus en plus tôt dans les phases de développement.

Les critères d'investissement jugés les plus importants par la plupart des répondants sont les rendements attendus ainsi que le risque. L'obstacle à la réalisation d'objectifs qui a été mentionné le plus souvent est le manque d'offre d'immeubles de rendement jugés de qualité.

De manière générale, les investisseurs privilégient le marché local qu'ils connaissent, puisque la majorité de leurs investissements se situent dans leur région d'origine et qu'aucun répondant n'investit en dehors de la Suisse.

Concernant leur perception par rapport aux acheteurs les plus actifs sur le marché aujourd'hui, aucune conclusion claire ne peut être tirée, car les réponses diffèrent sensiblement entre les différents groupes: les caisses de pension et les privés désignent les fonds immobiliers, qui eux-mêmes désignent les assurances tandis que les fondations pensent que ce sont les caisses de pension. Par contre, au sujet des vendeurs les plus actifs, tous les répondants sont d'accord et désignent les privés.

Au sujet des perspectives financières à l'horizon 2023, la majorité des investisseurs interrogés pensent que le taux de rendement brut moyen du marché immobilier se situera toujours autour des 3-5% (*à l'exception d'une partie du groupe des fonds immobiliers, légèrement plus optimiste*), que les taux hypothécaires de référence à 10 ans resteront inchangés ou augmenteront légèrement, tandis qu'une baisse minime est attendue en moyenne sur les loyers.

Finalement, compte tenu de l'évolution de ces dernières années, la plupart des investisseurs interrogés semblent s'accorder sur le fait que les investissements de type infrastructures, industries, santé et/ou sur le marché européen laissent entrevoir des perspectives de rendement plus intéressantes. Il convient toutefois de relever qu'aucun groupe parmi les investisseurs interrogés ne paraît être enclin à investir à l'étranger.

**Rim El Bernoussi**  
**Christophe Zuchuat**  
www.cronosfinance.ch

**C R O N O S**  
F I N A N C E

## LES MEMBRES DU GSCGI

### Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

#### FECIF informs...



DAVID CHARLET  
FECIF's  
Chairman of the Board  
[www.fecif.org](http://www.fecif.org)



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



\*\*\*

GSCGI  
is Member of  
FECIF's Board

#### FECIF NewsFlash 32/2019 — EIOPA: Reports related to FinTech

**Executive Summary** — The European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) published today a Report on Best Practises on Licencing Requirements, Peer-to-Peer Insurance and the Principle of Proportionality in an InsurTech Context; and a Report on Outsourcing to the Cloud: EIOPA's Contribution to the European Commission Fintech Action Plan.

**Analysis** — *Report on Best Practises on Licencing Requirements, Peer-to-Peer Insurance and the Principle of Proportionality in an InsurTech Context.*

As part of the European Commission's Fintech Action Plan, with this Report EIOPA presents a mapping of current authorising and licencing approaches to financial innovation, including an assessment of how the principle of proportionality is applied in practice. The Report also includes an analysis of the approach to InsurTech start-ups operating as peer-to-peer (P2P) insurers.

It also highlights emergent best practices for national competent authorities (NCAs) to support a more systematic approach to InsurTech licencing requirements as well as to ensure through a common application of the proportionality principle consistent and effective supervisory practices across Europe.

The evidence gathered points to an InsurTech market in the European Union that remains at an early stage of development, but which at the same time is evolving. Most NCAs have limited experience with InsurTech companies or do not differentiate "digital" business models from others. Nevertheless, the joint report on innovation facilitators identified that 24 NCAs have implemented innovation facilitators, which implies that most NCAs are well aware of the importance of innovative technologies and new market players, and the need to understand the associated risks and benefits.

At this stage – also reflecting EIOPA's overall stance of technological neutrality and support for establishing a level playing field for all market participants – there seems to be no need for further regulatory steps on licensing.

However, NCAs should adapt their internal processes and knowhow to reflect the impact of digital transformations and avoid diverging supervisory practices taking into account the cross-border and cross-sectoral nature of some InsurTech developments.

The rise of new technology driven business models (e.g. P2P), the use of new technologies (e.g. artificial intelligence (AI), and Distributed Ledger Technology (DLT)) and the need to rise to the challenge of sound authorisation and on-going supervision of highly digitalised insurers, requires close monitoring of developments.

To prepare for potential associated risks NCAs should further enhance cooperation and the exchange of experience among each other and with EIOPA. To this end, EIOPA will work together with NCAs and InsurTech firms by:

- Exploring options to develop a network of innovation facilitators for the benefit of NCAs and InsurTech firms

...cont'd on page 8 & 9

## LES MEMBRES DU GSCGI

### Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

- Assessing what InsurTech-related data might need to be collected systematically to support NCAs and EIOPA work on InsurTech
- Spearheading further work on understanding new technologies and different business models including the impact of InsurTech on traditional business models on insurance companies
- Monitoring of outsourcing and the developments in licencing InsurTech companies
- Analysing the potential growth of the P2P insurance market.

#### *Report on Outsourcing to the Cloud: EIOPA's Contribution to the European Commission Fintech Action Plan*

The European Commission's FinTech Action Plan requested that the European Supervisory Authorities (ESAs) explore the need for guidelines on outsourcing to cloud service providers by the end of the first quarter of 2019.

In the European financial regulatory landscape, the purchase of cloud computing services falls within the broader scope of outsourcing. For the (re)insurance sector, the current Solvency II regulatory framework includes measures on outsourcing to ensure it does not impact the financial stability and policyholder protection objectives of the framework. EIOPA's guidelines on System of Governance provide some further principle based guidance.

Cloud computing is a fast developing service. Based on a survey conducted by the National Supervisory Authorities (NSAs), it is not yet extensively used by (re)insurance undertakings. It is used mainly by newcomers, within a few market niches and by larger undertakings for non-critical functions. However, as part of their wider digital transformation strategies many European large (re)insurers are expanding using the cloud.

While cloud computing falls under existing regulatory measures on outsourcing, current guidance on these measures, including at the national level, is not homogenous. At the same time, the majority of the NSAs responsible for both banking and (re)insurance supervision are considering the Recommendations issued by the European Banking Authority (EBA), which have been integrated into further Guidelines on outsourcing arrangements as a reference for the management of cloud outsourcing.

The results of the survey confirm the alignment of the usage of cloud computing services by (re)insurance undertakings to the banking sector. This is also true for the risks arising from the usage of cloud computing by (re)insurance undertakings, with few minor (re)insurance specificities.

In order to avoid potential regulatory arbitrage and to support market participants in the course of the first half of 2019 EIOPA has concluded in favour of developing Guidelines on Cloud Outsourcing, building on the substance of the EBA Recommendations. EIOPA will seek stakeholders' input via a public consultation and a roundtable discussion with the aim to issue the final guidelines by the end of 2019.

To guarantee cross-industry harmonization within the European financial sector and to continue keeping the fruitful alignment, EIOPA agreed with the other European Supervisory Authorities, the European Banking Authority and the European Security Markets Authority, to start in the second half of 2019 a joint market monitoring activity. The objective of this monitoring activity is to gather input for policy views for how in the future to treat cloud outsourcing in the financial sector taking into account the increasing use of the cloud and the potential for large cloud service providers to be a single point of failure.

**Sources** — *The Reports are available upon request to either FECIF or GSCGI.*

\* \* \*

#### **FECIF NewsFlash 31/2019 — EIOPA: Principles for transparent, timely and clear information provision on pension**

**Executive Summary** — The European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) published today a second Report on Other Information to be provided to Prospective and Current Members: Guidance and Principles based on Current Practices.

**Analysis** — This report complements EIOPA's first report "Implementation of IORP II: Report on the Pension Benefit Statement: guidance and principles based on current practices", published on 13 November 2018.

It analyses national practices existing prior to the implementation of the IORP II Directive on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision (IORPs). It addresses in particular documents

...cont'd on page 9



## LES MEMBRES DU GSCGI

### Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

for obligatory disclosure to prospective members and members in the pre-retirement and pay-out phase.

Based on the analyses EIOPA together with the national supervisory authorities (NCAs) determined principles and guidance important for the consistent implementation of the IORP II requirements, which are as follows:

- The calculation and presentation of past performance in the information to be provided to prospective members
- The presentation of retirement options in the pre-retirement phase
- The timing of issuance of documents during the pre-retirement phase
- The communication channels used for the provision of information during the preretirement and the pay-out phase

- The provision of clear and easy accessible information put in appropriate layers is key for prospective and pre-retirement members to plan and make informed decisions for retirement. Equally important is the right sequence of timing of the provision of information as well as the communication channels including the use of digital communication tools such as on-line tutorials, short videos and on line calculators.

As regards the presentation of the information EIOPA advises to conduct consumer testing to learn about the needs of consumers. To raise awareness the pension members should be informed following a systematic approach, i.e. starting five years prior to retirement.

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

**Caterina Vidal | Senior Consultant**  
**Cattaneo Zanetto & Co. | Rome | Milan | Brussels**  
[www.cattaneozanetto.it](http://www.cattaneozanetto.it)

### CIFA informs...

## CIFA's Annual International Forum

"By Invitation Only" / [www.cifango.org](http://www.cifango.org)





## 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

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Devoir de diligence: une nouvelle obligation à la charge du client

...article de Célian Hirsch — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1051/>

Le client qui ne relève pas son courrier en banque restante pendant quatre ans viole son devoir de diligence. Ainsi, et malgré la faute grave commise par la banque qui n'a pas vérifié l'authenticité d'ordres inhabituels, le client se voit opposer sa propre responsabilité contractuelle lorsqu'il tend à obtenir le remboursement de la part de la banque des transactions indues (*TF, 4A\_119/2018 du 7 janvier 2019*).

En 2004, une cliente place son patrimoine d'environ 1,5 million d'euros auprès d'une banque suisse. Les conditions générales contiennent notamment une clause de banque restante, une clause de réclamation ainsi qu'une clause de transfert des risques.

Durant plusieurs années, la cliente se rend régulièrement dans les locaux de la banque où elle est reçue par son gérant. Lorsque ce dernier quitte la banque en avril 2007 pour rejoindre une société de gestion de fortune, la cliente retire le mandat de gestion de fortune à la banque. Elle le confie à cette société, en laissant néanmoins son patrimoine auprès de la banque. Depuis cette date, elle se rend exclusivement dans les locaux de la société où le gérant lui présente ses décomptes.

Entre 2006 et 2010, le gérant détourne, à l'insu de la cliente, presque l'intégralité des avoirs gérés, principalement en imitant sa signature. Invoquant la responsabilité de la banque, la cliente dépose une action en justice et réclame près de 1,3 million d'euros. Les deux instances cantonales vaudoises considèrent que les vérifications des transactions litigieuses effectuées par la banque étaient suffisantes et rejettent presque l'entier des prétentions. Dans un arrêt du 15 juin 2017, le Tribunal fédéral admet le recours de la cliente. Il considère que la clause de transfert de risque n'est pas applicable car la banque a commis une **faute grave** (*4A\_379/2016 commenté in Marie Jenny, cdbf.ch/979*). Il renvoie la cause à l'instance cantonale en l'invitant à déterminer les conséquences juridiques découlant du fait que la cliente n'a pas prélevé son courrier adressé en banque restante pendant quatre ans.

Lors de l'examen de ce point, le Tribunal cantonal retient notamment que la cliente n'avait aucune obligation **contractuelle** de vérifier l'état de ses comptes. Dès lors, elle n'a pas commis de faute en omettant de prélever son courrier adressé en banque restante (*HC/2017/1138 du 16 janvier 2018*).

Saisi par la banque, le Tribunal fédéral commence par rappeler que, vu que la clause de transfert des risques n'est

en l'espèce pas applicable, la cliente dispose d'une **action en restitution** des avoirs qui se trouvaient sur son compte. Pour s'opposer à cette action, la banque ne peut pas invoquer une faute concomitante de la cliente puisque cette dernière demande l'exécution du contrat, et non des dommages-intérêts. L'**art. 44 CO** ne trouve ainsi pas application.

Néanmoins, la banque peut invoquer une **créance en compensation** à l'action en restitution si la cliente a engagé sa responsabilité contractuelle vis-à-vis de la banque. Il convient ainsi d'examiner, en premier lieu, si la cliente a violé ses obligations contractuelles en ne relevant pas son courrier en banque restante.

Après avoir rappelé la portée des clauses de banque restante et de réclamation (*en reprenant les considérants publiés dans l'arrêt 4A\_471/2017 du 3 septembre 2018, commenté in Célian Hirsch, cdbf.ch/1028*), le Tribunal fédéral, citant Thévenoz, considère que «*[l]es règles de la bonne foi imposent au client une obligation de diligence relativement à l'examen des communications reçues de la banque et à la contestation des écritures qui lui paraissent irrégulières ou infondées*» (*mise en évidence ajoutée*).

En l'espèce, la cliente n'a pas relevé son courrier en banque restante ce qui l'a empêchée de pouvoir contester les ordres frauduleux et éviter ainsi l'aggravation du dommage. Elle a donc violé son «devoir de diligence».

Partant, le Tribunal fédéral admet le recours et renvoie, à nouveau, la cause au Tribunal cantonal. Ce dernier devra examiner les conséquences de la violation de ce devoir: la cliente aurait-elle découvert le premier ordre frauduleux si elle avait relevé son courrier en banque restante? Si la réponse est négative, elle ne peut être tenue pour responsable du dommage subi par la banque. Dans l'affirmative, le Tribunal cantonal devra peser les fautes respectives de la cliente et de la banque.

Cet arrêt est le premier, à notre connaissance, à imposer un tel **devoir de diligence** au client et, par la même occasion, à constater que le client l'a violé.

Bien que le Tribunal fédéral eût déjà annoncé l'existence de ce devoir de diligence, à la charge du client, dans l'arrêt *4A\_471/2017* susmentionné, il l'avait appliqué dans un autre contexte: le client qui prenait effectivement connaissance des relevés d'investissement et qui disposait de connaissances suffisantes pour en appréhender leur portée devait se voir opposer la fiction de ratification. En effet, le devoir de diligence lui imposait d'examiner les

...cont'd on page 12

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Devoir de diligence: une nouvelle obligation à la charge du client

...article de Célian Hirsch — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1051/>

opérations effectuées grâce aux relevés d'investissement afin, le cas échéant, de les contester.

Dans l'arrêt commenté ici, le devoir de diligence imposé au client se réfère non pas à la clause de ratification, mais à celle de banque restante: le client qui ne retire pas le courrier en banque restante viole son devoir de diligence.

Ce raisonnement ne convainc toutefois pas. Si l'on peut en effet imposer au client, en application du principe de la bonne foi, un devoir de prise de connaissance des documents effectivement remis, il n'en va pas de même, à notre avis, pour les documents gardés en banque restante. Un tel devoir aurait dû résulter du contrat conclu avec la banque, et non du principe général de la bonne foi. Créer une telle obligation en application de la bonne foi porte atteinte à la sécurité juridique, laquelle exige notamment que les justiciables puissent prévoir les obligations

auxquelles ils seront soumis. De plus, la conclusion d'un contrat vise précisément à renforcer cette sécurité. Dès lors que les conditions générales de la banque ne prévoyaient pas une telle obligation, la cliente ne pouvait s'attendre à se voir reprocher d'avoir omis de relever ses comptes. Enfin, aucune mauvaise foi ne pouvait être reprochée à la cliente qui se rendait régulièrement auprès de son gérant afin de s'informer sur l'état de ses comptes. Néanmoins, et bien que le raisonnement ne soit pas convaincant, le résultat peut être satisfaisant : il permet au tribunal de pondérer les fautes respectives afin de ne pas faire porter l'entier du dommage à une seule partie.

*Célian Hirsch a obtenu son Bachelor of Law à l'Université de Fribourg avec mention bilingue et droit européen (magna cum laude) en 2013. Il a ensuite poursuivi ses études avec un Master of Law en Business Law à l'Université de Zurich (magna cum laude) en 2015. Il a enfin perfectionné sa formation à l'Université de Genève en obtenant le Certificat de spécialisation en matière d'avocature en juin 2016. Après avoir effectué son stage au sein de l'étude d'avocats CMS von Erlach Poncet à Genève, Célian Hirsch a obtenu le brevet d'avocat en mars 2018.*

\* \* \*

### Un oligarque débouté pour omniscience

...article de Nicolas Ollivier — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1055/>

L'arrêt de la Cour de justice de Genève **ACJC/52/2019**, actuellement attaqué devant le Tribunal fédéral, déboute un **oligarque kazakh (B.)** dans un litige l'opposant à une **banque suisse (A.)** pour avoir opéré une couverture du risque de change sur un portefeuille géré.

Le 10 avril 2008, B. signe les documents afférents à la mise en place de quatre portefeuilles en choisissant pour tous comme monnaie de référence l'USD et un profil conservateur. En mai 2008, les discussions portent sur un apport d'USD 100 millions. Finalement, B. transfère à A. USD 35.4 millions et GBP 32.8 millions. **D., représentant de B.**, demande à J. (*gérant interne de A.*) le solde global transféré en USD, qui s'élève à USD 100'200'000. Des GBP 32.8 millions, GBP 20.25 millions sont transférées sur le portefeuille «Fundinvest managed» pour être investis dans des Hedge funds selon un mandat de gestion discrétionnaire conservateur.

Les parts de Hedge funds n'existant qu'en USD et vu que les fonds reçus étaient en GBP, A. opère alors, sans demander d'instruction au client B., une couverture de risque de change GBP/USD, soit par une baisse de l'USD soit par une hausse du GBP. La banque gère ainsi le portefeuille

comme si la monnaie de référence était la GBP et non l'USD. La GBP s'effondre face au USD, perdant 16.8% entre le 27 mai 2008 et le 31 mai 2011.

B. ouvre action contre A. pour réclamer USD 11'230'000. Le Tribunal de première instance condamne A. en retenant que la banque aurait dû rendre attentif son client à la problématique de la couverture du risque de change et clarifier s'il ne fallait pas plutôt convertir les GBP en USD. Or, au lieu de saisir l'occasion, quoique tardivement, de clarifier la situation lors de la signature de nouveaux documents d'ouverture de compte en juin 2008, J. avait modifié à l'insu du client la monnaie de référence d'USD en GBP, alors que cette devise entraînait dans une tendance baissière et que les relevés de portefeuille, si exprimés en USD, allaient révéler les pertes.

Dans un arrêt souvent approximatif et parfois elliptique, la Cour de Justice ne suit pas le Tribunal pour différents motifs examinés ci-après.

Selon la Cour, il ressort des déclarations des parties que (i) B. a demandé à A., avant le transfert, s'il fallait convertir les GBP en USD, (ii) la banque a répondu qu'une telle

...cont'd on page 13 & 14



## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Un oligarque débouté pour omniscience

...article de Nicolas Ollivier — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1055/>

conversion n'était pas nécessaire et que (iii) B. n'avait pas donné d'instruction de conversion car dans son esprit, il appartenait à la banque de décider de quels actifs et en quelles devises le patrimoine devait être investi selon le profil conservateur. Sur cette base, la Cour retient que la banque a présenté à B. la possibilité de conserver une partie de son patrimoine en GBP et qu'il a accepté cela. Au surplus, la Cour interprète la demande d'information du solde en USD à réception des fonds comme une confirmation de la volonté de maintenir des fonds en GBP et considère même cela comme une véritable **instruction** du client requérant des opérations de couverture de change. Une telle interprétation extensive ne convainc pas. La banque qui reçoit des fonds en GBP peut simplement convertir au fur et à mesure les liquidités nécessaires à l'achat des produits financiers émis dans d'autres devises. Les GBP 20.25 millions réceptionnés devaient être investis dans des hedge funds en USD, une instruction de conversion n'était pas nécessaire. On ne peut inférer des faits constatés que le client souhaitait une modification de la monnaie de référence (*élément essentiel du contrat et dans laquelle un éventuel dommage aurait dû être calculé en cas de mauvaise gestion globale*) de l'USD au GBP par le biais d'une couverture du risque de change.

La Cour juge par ailleurs que l'opération de couverture n'était pas une **opération déraisonnable** car B. aurait «**en tout état de cause donné son consentement aux opérations de couverture**» afin de se prémunir des fluctuations des investissements par rapport au GBP. Cet argument est un peu court. Rien dans l'état de fait de l'arrêt ne laisse supposer que la GBP serait la monnaie dans laquelle B., domicilié au Kazakhstan, gérerait sa fortune globale. Au contraire, B. a déclaré que l'USD était sa monnaie de référence comme cela prévaut habituellement pour les ressortissants de l'ex-URSS.

Par ailleurs, la Cour ne suit pas le Tribunal en considérant que la **mention «GBP»** ajoutée comme «**monnaie de référence**» par J., à l'insu de B., sur les nouveaux documents d'ouverture de compte, n'a pas eu d'incidence car elle ne permettait pas de résoudre le prétendu défaut d'instruction de B. de conserver des GBP et d'opérer une couverture du risque de change. En soi ce motif est correct: la monnaie dans laquelle doivent être édités les relevés ne peut modifier la monnaie de référence de la gestion. Il convient en effet de distinguer la monnaie choisie pour l'édition des relevés de la «monnaie de référence» pour la gestion sélectionnée sur le formulaire spécifique afférent au contrat de gestion

(cf. *Nicolas Ollivier/Grégoire Geissbühler, La monnaie des conclusions dans les litiges bancaires, PJA 12/2017, p. 1448*). La Cour omet cependant d'apprécier le fait que cette modification aurait permis de dissimuler les pertes naissantes.

La Cour considère aussi de manière peu convaincante qu'entre juin et octobre 2008, le client a **ratifié** les opérations de couverture. A notre avis, la mention «*Forex Exchange Transactions*» figurant dans les relevés ne permettait pas de comprendre l'existence d'une stratégie de couverture, étant rappelé qu'il est possible même dans une gestion sans couverture qu'un tel libellé (*et/ou celui relatif à des contrats à termes*) soit inscrit sur les relevés. La ratification ne devrait être admise que dans les cas clairs où les modifications sont apparentes et facilement détectables. Cela est d'autant plus vrai en gestion de fortune où un client confie son patrimoine à une banque pour bénéficier d'un service professionnel et éviter de devoir suivre précisément son portefeuille et où la banque a un devoir d'information spontané de tout fait d'importance (**ATF 115 II 62**). Le Tribunal fédéral a déjà jugé que le client doit être informé de manière complète et véridique pour que la clause de renonciation aux rétrocessions dans les conditions générales soit valable (**ATF 132 III 460**). L'on imagine mal pour quelle raison le devoir d'information serait différent pour que la banque puisse se disculper sur la base de la clause de ratification. En décider autrement reviendrait à considérer comme ratifiée 'ipso facto' toute déviance du contrat de gestion reflétée dans les relevés et avis d'opérations.

Finalement, les juges d'appel considèrent que B. n'a pas immédiatement réagi en octobre 2008 lorsque D. s'est rendu compte de l'impact de la chute de la GBP sur le portefeuille. B. n'a alors pas accepté de donner à la banque une instruction d'arrêter de couvrir le risque de change, craignant d'admettre ainsi une volonté initiale de couverture des GBP. C'est sans doute ici l'erreur du client et le moment où le dommage aurait dû être arrêté et calculé. Le dernier mot reviendra au Tribunal fédéral.

*Nicolas Ollivier est titulaire d'un Master en droit avec mention droit européen de l'Université de Fribourg (2004) et d'un LL.M (avec distinction) de l'Université de Durham (2010). Avocat de droit suisse, il a rejoint LALIVE en 2012, après plusieurs années d'exercice. Il est spécialisé en droit bancaire et financier; il conseille et représente régulièrement des clients dans des affaires complexes, notamment en matière de mauvaise gestion d'actifs, contentieux en matière d'appels de marge et produits OTC, faillite bancaire, ordres de transferts frauduleux, blocage de comptes en banque, distribution de fonds d'investissement ainsi que relativement aux procédures administratives et de droit de la surveillance conduites par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. Actuellement Counsel au sein de LALIVE, Nicolas Ollivier est également l'auteur de plusieurs publications en droit bancaire et des marchés financiers.*



## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Mise en oeuvre des recommandations du Forum mondial ...

...article de M Alexandre Gallopin — BOREL & BARBEY — Memorandum Nr.68 — alexandre.gallopin@borel-barbey.ch

**Mise en oeuvre des recommandations du Forum mondial relatives à la transparence des personnes morales et à l'échange de renseignements à des fins fiscales – Adoption du message le 22 novembre**

En bref, le projet prévoit que:

- Les actions au porteur ne seront désormais autorisées que pour les sociétés cotées en bourse ou si elles sont émises sous forme de titres intermédiaires au sens de la loi sur les titres intermédiaires et sont déposées auprès d'un dépositaire en Suisse, désigné par la société. Un délai de 18 mois dès l'entrée en vigueur de la loi est accordé aux sociétés concernées pour faire inscrire au Registre du commerce que les actions de la société sont cotées en bourse ou sont émises sous forme de titres intermédiaires.
- Les actionnaires (*détenteurs d'actions au porteur non cotées en bourse ou non émises sous forme de titres intermédiaires*) qui ne se seraient pas déjà annoncés seront sommés de le faire par le conseil d'administration de la société. Les droits sociaux des actionnaires qui ne s'annoncent pas seront suspendus et leurs droits patrimoniaux s'éteindront. Dans le délai de 5 ans dès l'entrée en vigueur de la loi, les actionnaires ne s'étant pas annoncés pourront, avec l'accord de la société, demander au Tribunal leur inscription au registre des actions de la société. Après 5 ans, les actions seront détruites et les apports y relatifs acquis par la société.
- Si, 18 mois après l'entrée en vigueur de la loi, la société n'a pas converti ses actions au porteur en actions nominatives (*ou n'a pas procédé à l'inscription indiquant que les actions sont cotées ou émises sous forme de titres intermédiaires*), les actions au porteur seront automatiquement converties en actions nominatives.
- Les statuts des sociétés doivent être adaptés. Aussi longtemps que cela n'aura pas été fait, le Registre du commerce ne procédera à aucune inscription.
- Obligation d'annonce de l'ayant droit économique des actions: toute personne acquérant seule ou de concert avec des tiers des actions d'une société dont les droits de participation ne sont pas cotés en bourse et dont la participation suite à cette opération atteint ou dépasse le seuil de 25% du capital-actions et des droits de vote, est tenue d'annoncer dans un délai d'un mois à la société le prénom, le nom et l'adresse de la personne physique pour le compte de laquelle il agit en dernier lieu (*ayant droit économique*). L'article 697j du Code des obligations nouveau règle la situation de l'actionnaire qui est une personne morale. Toute modification du prénom, nom

et de l'adresse de l'ayant droit économique doit être communiquée à la société. Aucune obligation d'annonce n'est requise lors de l'acquisition d'actions émises sous forme de titres intermédiaires.

- La société tient une liste des ayants droit économiques qui lui ont été annoncés. A noter que le projet de loi ne retient pas, à l'issue de la procédure de consultation, ce qui était prévu dans le projet initial, c'est-à-dire que les autorités et les intermédiaires financiers puissent consulter la liste des ayants droit économiques dans la mesure où cette consultation sert à l'accomplissement de leurs tâches légales.
- Le fait de ne pas annoncer l'ayant droit économique des actions ou des parts sociales constitue une infraction pénale (*article 327 CP*) punie d'une amende. De même (*article 337a CP*), sera puni d'une amende celui qui ne tient pas le registre des actions (*SA*), des parts sociales (*Sàrl*), des associés (*sociétés coopératives*), des actionnaires entrepreneurs (*SICAV*) ou la liste des ayants droit économiques pour chacune des personnes morales ci-dessus mentionnées.

Enfin, le projet de loi modifie également la loi sur l'assistance administrative fiscale et prévoit:

- Que les tribunaux suisses et les autorités fiscales compétentes (*cantoniales ou communales*) peuvent notifier des documents à une personne se trouvant sur le territoire d'un Etat étranger directement par voie postale si la convention applicable admet une telle notification.
- Les personnes habilitées à recourir ne pourront consulter la demande et la correspondance avec l'autorité étrangère que si cette dernière y consent. Dans le cas contraire, l'Administration fédérale des contributions (*AFC*) les informera des parties essentielles de la demande et de la correspondance.
- L'article 18a de ladite loi donne des précisions sur la capacité des parties d'ester en justice. A noter que les personnes décédées peuvent se voir conférer le statut de parties et sont, dans ce cas, représentées par leurs successeurs juridiques.
- Un nouvel article 22i bis prévoit que lorsqu'une entité juridique a son siège à l'étranger mais son administration effective en Suisse, elle doit tenir une liste de ses propriétaires au lieu de son administration effective (*nom, prénom, raison sociale et adresse de ces personnes*).

Le communiqué de presse du Conseil fédéral et le projet de loi sont disponibles via ce [lien](#)

## ANALYSES & PLACEMENTS

### The Fed Follows Trump's Tweets, And Does The Right Thing

...article by Prof. Steve H. Hanke, Professor of Applied Economics at the Johns Hopkins University

Earlier this week, the Fed left its target Fed funds rate unchanged at 2.25-2.50%. In addition, the Fed indicated that it had turned dovish. Rather than two Fed funds rate hikes in 2019, the Fed has now signaled that there will be none. And that's not all. Starting in May, the Fed will reduce its balance sheet unwind of its Treasury holdings to \$15 billion per month from \$30 billion, and that it will end the unwind in September.

All this dovishness must have warmed the cockles of President Trump's heart. For some time, Trump has been targeting the Fed with Twitter storms that have complained that the Fed has been too hawkish.

Well, the Fed apparently saw what the President saw. Or, maybe not. After all, one line of argument used to support the Fed's new dovish stance is that the stance is necessary given the uncertainties that abound—both at home and abroad (*read: regime uncertainties being created by President Trump himself*).

In adopting its new dovish stance, the Fed has done the right thing. At least, that's what the data show. Forget the President's Tweets. Let's run the analytics:

Did the Fed do the right thing? To answer that question, we must look at the money supply, broadly measured. Indeed, for me, a monetary approach to national income determination is what counts. The relationship between the growth rate of the money supply and nominal GDP is unambiguous and overwhelming. For example, just consider the U.S. from 2003 to 2018. The money supply (M4) grew at an annual rate of 3.59% and nominal GDP grew at a 3.62% annual rate.

So, what is the current U.S. monetary temperature? Let's first determine the "golden growth" rate for the money



#### Steve H. Hanke

*is a Professor of Applied Economics  
at the Johns Hopkins University*

*and is one of the world's leading experts on troubled currencies  
and hyperinflation.*

supply, and then compare the actual growth rate of the money supply in the U.S. to the golden growth rate. To calculate the golden growth rate, I use the quantity theory of money (QTM). The income form of the QTM states:  $MV = Py$ , where M is the money supply, V is the velocity of money, P is the price level, and y is real GDP (national income).

Let's use QTM to make some bench calculations to determine what the "golden growth" rate is for the money supply. This is the rate of broad money growth that would allow the Fed to hit its inflation target. I have calculated the golden growth rate from 2004 to the present.

According to my calculations, the average percentage real GDP growth from January 2004 to the present was 1.91%, the average growth in Total Money Supply (M4) was 3.86%, and the average change in the velocity of money was -0.61%. Using these values and the Fed's inflation target of 2.00%, I calculated the U.S. golden growth rate for Total Money (M4) to be 4.52%.

#### Calculations:

$\text{Golden Growth Rate} = \text{Inflation Target} + \text{Average Real GDP Growth} - \text{Average Percentage Change in Velocity.}$

$\text{U.S. Golden Growth Rate} = 2.00\% + 1.91\% - (-0.61\%) = 4.52\%$

...cont'd on page 17

## ANALYSES & PLACEMENTS

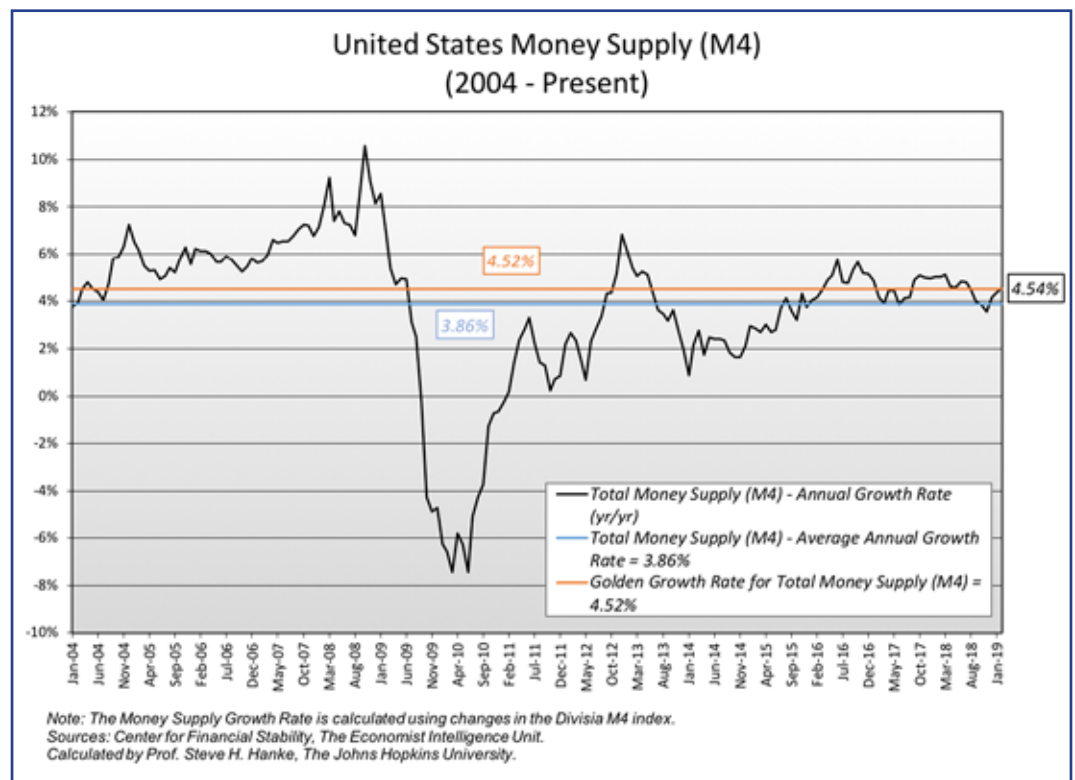
### The Fed Follows Trump's Tweets, And Does The Right Thing

...article by Prof. Steve H. Hanke, Professor of Applied Economics at the Johns Hopkins University

So, the growth rate of money supply (M4), which has been 3.86%, has lagged behind the golden growth rate of 4.52% (see my calculations and the chart on right).

This suggests that, on average, there has been tightness on the part of the Fed over the 2004-present period.

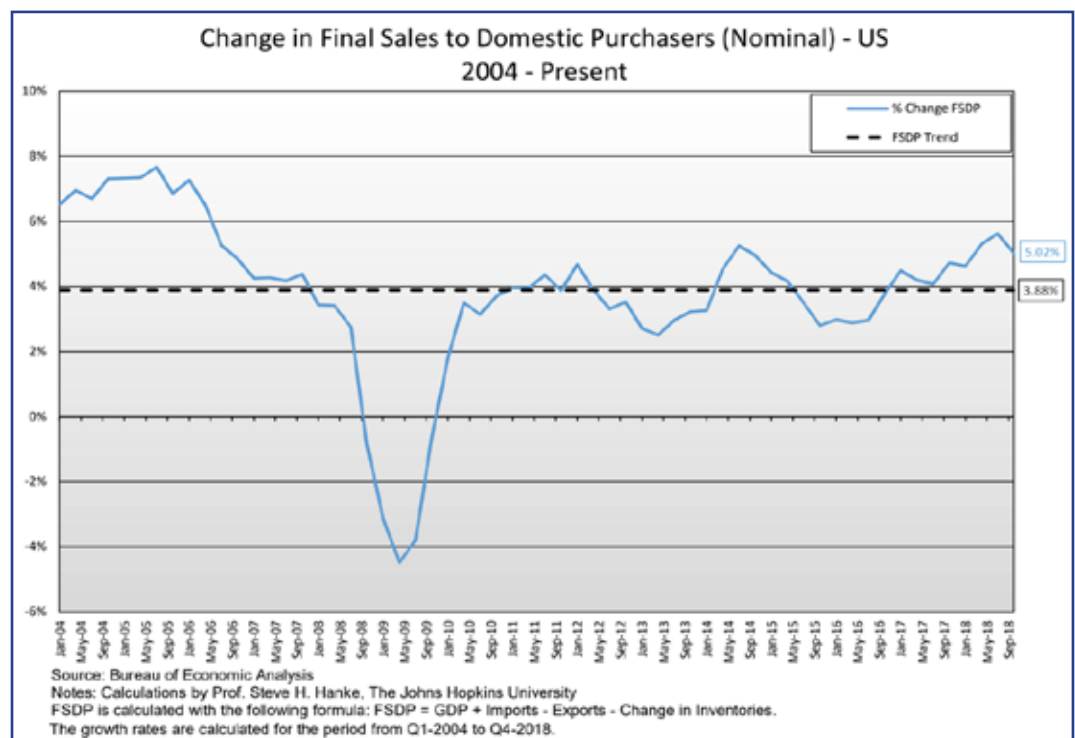
But, at present, the growth rate of M4 is 4.54%/year, which is almost right on the golden growth rate of 4.52%/year.



Not surprisingly, the current Fed monetary stance has produced a current growth rate in nominal aggregate demand measured by final sales to domestic purchasers of 5.02%/year, as shown in the chart below.

So, the current money supply growth is very close to the golden growth rate, and aggregate demand is where we would expect it to be.

Everything appears to be calm and in the "strike zone."



## ANALYSES & PLACEMENTS

### The Fed Follows Trump's Tweets, And Does The Right Thing

...article by Prof. Steve H. Hanke, Professor of Applied Economics at the Johns Hopkins University

So, why did the Fed turn dovish? It's all about regime uncertainty. As it turns out, the Fed is watching President Trump, and it has determined he is a loose cannon—one that creates regime uncertainty. Indeed, the President's unanticipated zigs and zags create a pervasive uncertainty in both the national and international economic scene. In consequence, the Fed has lowered its economic forecasts and has wisely decided to play it safe.

*"This piece was originally published on Forbes.com"*

**Steve H. Hanke** is Sa Professor of Applied Economics and Co-Director of The Johns Hopkins Institute for Applied Economics, Global Health, and the Study of Business Enterprise. He is a Senior Fellow at the Cato Institute in Washington, D.C., a columnist at Forbes Magazine, a well-known currency reformer, and a currency and commodity trader.

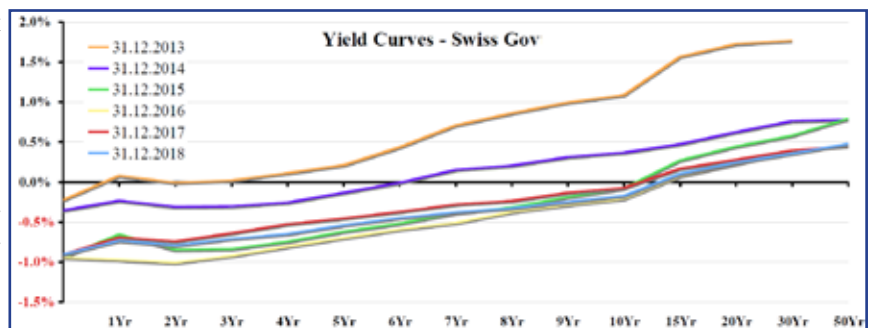
Prof. Hanke served on President Reagan's Council of Economic Advisers, has been an adviser to five foreign heads of state and five foreign cabinet ministers, and held a cabinet-level rank in both Lithuania and Montenegro. He has been awarded seven honorary doctorate degrees and is an Honorary Professor at three foreign universities. He was President of Toronto Trust Argentina in Buenos Aires in 1995, when it was the world's best-performing mutual fund. In 1998, he was named one of the twenty-five most influential people in the world by World Trade Magazine.

\* \* \*

### Un taux obligataire n'est pas une performance

...article de Patrick Morel, Fixed Income Strategist

L'environnement actuel de taux historiquement très bas avec des courbes de taux partiellement négatives est trop rapidement interprété comme la signature de futures performances médiocres, invitant à un désengagement des marchés obligataires. En réalité, cet amalgame des concepts de taux et de performances obligataires démontre plutôt une mécompréhension des mécanismes des marchés obligataires, qui a pour origine de profondes lacunes de la Théorie financière.



#### 1) Gestion passive

En matière d'investissements obligataires, la Théorie financière repose sur l'hypothèse 'simplificatrice' des courbes de taux toujours plates et immuables à travers le temps. Il en découle que, lorsqu'une obligation est conservée jusqu'à son échéance, sa performance moyenne calculée 'à posteriori' est toujours rigoureusement identique à son taux du marché au moment de son achat (*sous condition du réinvestissement immédiat des coupons*). Le taux 'ex-ante' du marché étant identique à la performance 'ex-post', cela incite à amalgamer les deux concepts sous l'appellation de «rendement-à-l'échéance» à la fois espéré et garanti. Malencontreusement, cette négation de la dynamique des taux a pour fâcheuse conséquence d'imposer des investissements en «gestion passive», occultant ainsi par «fausse hypothèse simplificatrice» toute possibilité de «gestion et stratégies actives».

Rigoureusement, au regard des courbes de taux régissant les dettes du gouvernement suisse, ainsi qu'allemand, actuellement en territoire négatif pour toutes les maturités allant jusqu'à 10 ans, une appréhension passive de la gestion devrait refuser la détention de toutes obligations aux performances attendues négatives.

De plus, une fois considéré l'ensemble des frais attachés à leur gestion, même le taux le plus élevé à +0.328% de l'obligation à 50 années d'échéance ne permettrait pas de produire une performance finale positive pour l'investisseur. Cependant, il faut se méfier de l'apparente élégance et simplicité de cette appréhension passive des investissements, car elle s'avère en réalité simpliste, insuffisante et incorrecte, mettant en lumière l'extrême faiblesse de la Théorie financière en matière d'investissements obligataires. La conservation d'une obligation jusqu'à son échéance, ayant une performance moyenne supposée connue à l'avance,



## ANALYSES & PLACEMENTS

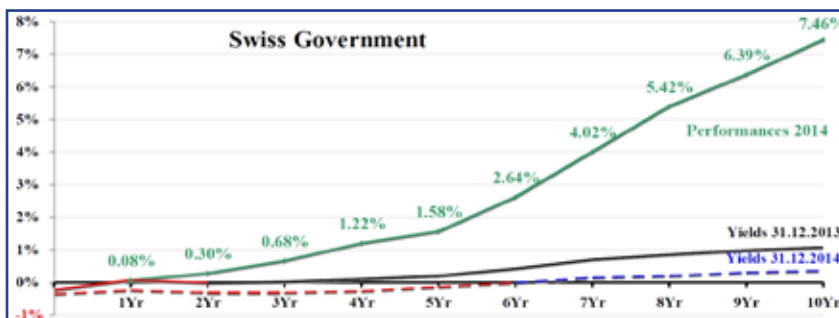
### Un taux obligataire n'est pas une performance

...article de Patrick Morel, Fixed Income Strategist

aurait pour conséquence de l'immuniser contre toutes variations du marché, 'upgrade' ou 'downgrade' de sa note de crédit, n'étant alors soumise qu'au seul risque ultime de défaut. Pourtant, selon les mêmes raisons, l'observation de l'évolution de la performance typiquement chaque année, tel qu'imposée par les publications comptables et de rapports d'investissements annuels, laisse apparaître l'existence d'importantes variations des taux à travers le temps, résultant en d'énormes sur-performances obligataires qui peuvent être capturées en «gestion active» par la revente de l'actif obligataire avant son échéance.

#### 2) Gestion active

À l'instar des emprunts gouvernementaux suisses en 2014, dont les niveaux initiaux de taux sont très bas et même négatifs, la dynamique des taux obligataires à travers le temps peut être source d'importantes sur-performances. Malgré un taux initial de la dette suisse à 10 années d'échéance de seulement 1.09% en fin 2013, sa performance en 2014 fut de 7.46%, soit 6 fois supérieure. Similairement, les performances des longues échéances à 20 et 30 ans furent respectivement de 21% et 28%, soit 11 et 15 fois supérieures à leurs taux initiaux de 1.73% et 1.77%.



En comparaison avec la performance de 9.5% du SMI en 2014, les dettes obligataires d'échéances supérieures à 12 ans ont surperformé les actions, tout en portant un niveau de risque significativement inférieur, avec une mention pour l'emprunt à 30 ans qui affiche une performance presque triplée à 27.8%.

2014	1M	1Yr	2Yr	3Yr	4Yr	5Yr	6Yr	7Yr	8Yr	9Yr	10Yr	15Yr	20Yr	30Yr
31.12.2013	-0.22%	0.08%	-0.004%	0.03%	0.11%	0.21%	0.44%	0.71%	0.86%	1.00%	1.09%	1.57%	1.73%	1.77%
31.12.2014	-0.35%	-0.23%	-0.31%	-0.30%	-0.25%	-0.13%	-0.00%	0.16%	0.21%	0.31%	0.37%	0.48%	0.63%	0.77%
Performance	0.08%	0.30%	0.68%	1.22%	1.58%	2.64%	4.02%	5.42%	6.39%	7.46%	16.3%	21.4%	27.8%	
	1.0x	75.5x	27.0x	10.9x	7.5x	6.0x	5.7x	6.3x	6.4x	6.9x	10.4x	12.4x	15.7x	

En gestion active, le niveau initial du taux d'une obligation n'a pas de réelle importance, car l'essentiel de la performance est composé de gains en capitaux provenant des impacts des variations de son taux à travers le temps.

- La 1ère composante de la surperformance d'une obligation repose sur l'anticipation de la «directionnalité» des variations de son taux à travers le temps, sachant que toute baisse appréciant son prix sera à l'origine de gains en capital, alors qu'à l'inverse une hausse de son taux dépréciant son prix serait source de pertes en capital.
- La 2ème composante de sa surperformance provient de la valeur de sa «duration modifiée» qui, agissant tel un levier, démultiplie l'impact de toute variation de taux.

Globalement, l'impact d'une variation de taux sur la performance d'une obligation est avantageusement approximée à l'aide de la formule:  $\Delta P\% = -\Delta \text{Taux}\% * MDur$

La «gestion active» d'obligations repose sur la capacité d'anticipation de l'évolution dynamique des courbes de taux. L'estimation de la «directionnalité» des variations de taux est ensuite complétée par la détermination du meilleur «positionnement» sur la courbe de taux, permettant de maximiser les sur-performances provenant du produit de l'amplitude attendue de variation du taux spécifique à chaque échéance et de l'effet de levier provenant des valeurs de chaque duration-modifiée correspondante.

Les courbes de taux, étant ni plates ni immuables, évoluent dynamiquement au gré des cycles de la croissance conjoncturelle de durée moyenne de 5 à 6 ans, dessinant une succession de longues phases baissières et haussières.

- Lors de la phase de ralentissement économique, les baisses de taux sont à l'origine de surperformances obligataires, qui peuvent être capturées par une «gestion active».
- Lors de la phase d'accélération économique, les hausses de taux étant à l'origine de sousperformances obligataires recommandent une «gestion passive» d'achat-conservation d'obligations aux échéances très courtes, dont les performances peuvent être améliorées avec une gestion optimale des primes de crédit.

Au regard du consensus actuel nous plaçant en fin de cycle économique, au plus haut des taux, augurant d'une contraction prochaine à la fois de sa composante réelle et de l'inflation, est-il vraiment judicieux d'amalgamer les faibles niveaux actuels des taux obligataires avec leurs performances à venir?

**Patrick Morel**  
Fixed-Income Strategist  
morel.patrick@bluewin.ch

## LE COIN TECHNIQUE

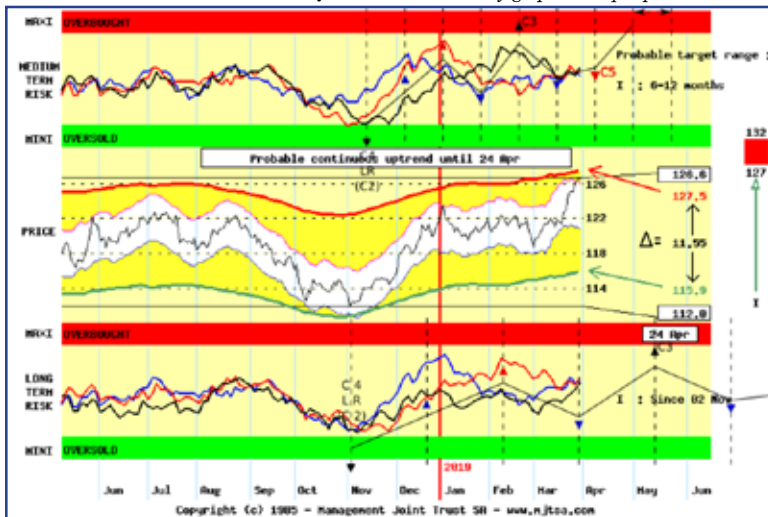
### Defensive assets should see one last push higher into late April

...article by Jean-Francois Owczarczak - CEO, Management Joint Trust SA - jfo@mjt.ch



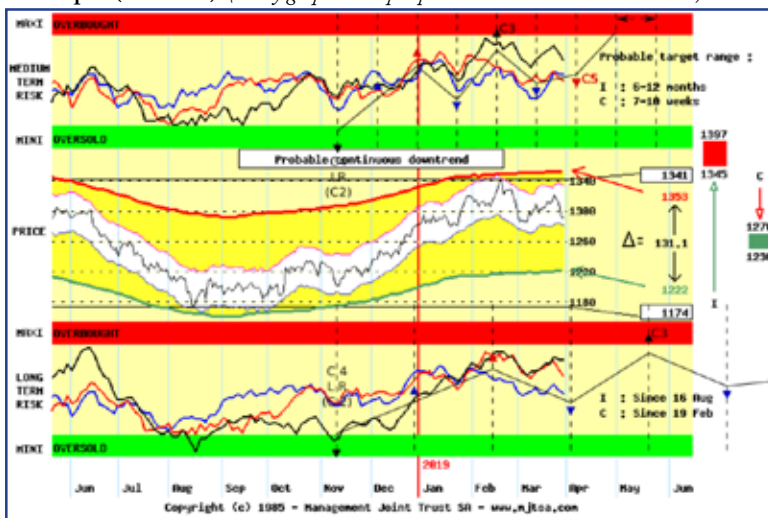
During March, an ultra-Dovish FED sent yields spiraling lower, and while equities distributed at high levels, Treasuries were indeed the best performing asset class. Inflation expectations also dropped, and the Dollar continued to retest up. Gold as a result continued to consolidate. In this short article, we review both defensive assets, Long term US Treasuries and Gold, which we believe could remain strong during April.

#### TLT - iShares 20 Year Treasury Bond ETF (Daily graph or the perspective over the next 2 to 3 months)



The acceleration up on US Long term Treasuries since early Q4 has been impressive. Their recent rally was equally strong. Yet, despite these dynamic moves, both our oscillator series (lower and upper rectangles) are not Overbought yet. Going forward, we would expect a slight consolidation over the next few days on our medium term oscillators (upper rectangle), and then, a last push higher into late April / early May. Our I Impulsive targets to the upside (right-hand scale) are still showing some upside potential, up to 5% on these 20 years Treasury Bonds. This situation reminds us of the Treasury yields sell-off in August / early September 2017. At the time, US 10Y Treasury yields climaxed lower early September, testing the 2% mark, and then, resumed up for the rest of the year. We believe this situation could happen again, probably somewhere towards the end of this month, and the 2.3 – 2.2% range on US10Y. Yields could then start to reverse up quite quickly, probably towards the Summer, as US economic data may surprise once again to the upside, while the FED remains dovish.

#### Gold spot (USD/oz) (Daily graph or the perspective over the next 2 to 3 months)



For more information on our services and methodology, please visit [www.mjtsa.com](http://www.mjtsa.com) or contact us. All opinions, news, research, analyses, prices or other information in the article above are provided as general market commentary and do not constitute any financial advice.

Following its strong rally since last August, Gold made an important top in February. Six weeks later, however, both our oscillators' series (lower and upper rectangles) suggest that its current consolidation may be coming to an end. Indeed, over the next week or so, we expect Gold to start reaccelerating up again, probably towards late April / early May. Our I Impulsive targets to the upside (right-hand scale) indicate that it may make new highs, probably in the 1'345 – 1'397 range. Then, Gold probably retraces once again, potentially towards the low 1'200s – high 1'100s range, as yields start rising again, along with risk assets, while the Dollar remains firm.

**CONCLUDING REMARKS:** We expect both Treasuries and Gold to rise in April. Treasuries could push slightly higher into end April, while Gold resumes up to new 2019 highs in the mid/high 1'300s. These forecasts may point to a

last period of residual risks, and to a brief correction period on risk assets. Following that, we expect these to rally again towards midyear and into the Summer. Treasuries and Gold should then reverse down quite aggressively.



## LE COIN TECHNIQUE

### Safety of the “Defensive” Swiss Market (SMI) Index

...article de Bruno Estier Strategic Technicals - <http://bruno.estier.net/> - [bruno.estier@bluwin.ch](mailto:bruno.estier@bluwin.ch)

What do we think of the Swiss equity market, after calling for a pause of many weeks for the US S&P500 last month, following the “V” bottom of its four-year cycle low?

The SMI should reach a target of 9750 at a minimum during 2019 and the rising ascending triangle has an even higher long-term potential. Indeed, the pullback in 2018 from roughly 9600 to 8500 allows us to project 10700 in future years, once a base is built above 9600!

As the SMI is nearing the major resistance area of 9540-9610, which is also reinforced right now by flat daily (9535) and flat monthly (9598) Bollinger Bands, the monthly MACD & STO are rising without displaying bearish divergences, suggesting a still-intact upward momentum. Only the weekly STO and the daily MACD (*not shown*) display some bearish divergences, possibly calling for a pause short term just below 9600, which may have already started. But keep in mind the longer-term uptrend since 2009 and the wide ascending triangle since 2015.

#### Graph:

Chart of the SMI in monthly candles with Ichimoku cloud and EURO-CHF currency represented in green dotted line behind the SMI candles (left scale).  
On the upper panel is displayed the rising Relative Strength (RS) of SMI versus EUROSTOX50 index in orange solid line, which rose during the volatile part of 2018, displaying the “defensive” character of the SMI versus the Eurostoxx50, then a flattened during the first quarter of 2019.  
Note the correlation of the Relative Strength of the US Pharmaceutical sector (XLV) versus S&P500 in black dotted line with the orange line in the last 3 years, which also display the “defensive” nature of the Healthcare sector in the US.  
The SMI index is heavily weighted by Pharmaceutical/Healthcare sector and also of course by Banks.  
Both lines which have recently paused during the first quarter 2019 may resume their uptrends and then help the SMI to go through its major resistance area of 9600 along still rising STO & MACD, probably as our violet path is suggesting taking into account the traditional seasonality in the next 6 months.

Source: Stockcharts.com  
Red, Green and Violet Paths are proposed by BEST



Any pullbacks between 9250 and 9028 in coming weeks should be viewed as an opportunity to “Buy the Dip” within a rising trend, which is expected to break its major resistance area later, then opening to new all-time highs. Possibly some international investors are already reallocating to Swiss assets as the recently strengthened Swiss Franc versus Euro is suggesting (*besides the obvious “Brexit” fears*).

In a global financial world where uncertainty was the buzzword of 2018, *Safety of Swiss Equities* and its currency may become the next mantra.



This information is being provided to you solely for your information, as an example of theoretical technical analysis and coaching, and does not constitute a recommendation to purchase or sell any security. Neither this document and its contents, nor any copy of it, may be altered in any way. This document is not directed to, or intended for distribution to, or use by any person or entity of any jurisdiction where such distribution, publication or use would be unlawful.



## Global gold-backed ETF holdings retreated in February

- ▶ *Regional flows: North American funds led global outflows losing 2% of their assets.*
- ▶ *Individual flows: SPDR® Gold Shares and Huaan Yifu led global outflows.*
- ▶ *Long-term trends: ETF holdings have grown 2% in 2019.*

After four straight months of inflows, holdings in global gold-backed ETFs and similar products fell in February by 33 tonnes(t) to 2,479t, equivalent to US\$1.3bn in outflows. Global assets under management (AUM) fell by 2% in US dollars to US\$105bn over the month. However, global gold-backed ETF flows remain positive on the year (US\$1.7bn, 2% AUM) on the back of strong inflows in January.

The primary driver of global outflows was North American funds, as momentum investors took profits using these, the most liquid of the US-based funds. However, we continued to see inflows into low-cost ETFs (*Low-cost US-based gold backed ETFs are defined as gold-backed ETFs that trade on US markets with annual management fees of 20bps or less*), a factor we believe is linked to strategic allocations. Funds in Asia also experienced outflows of 5%, while European and Other regions were flat. We continue to see inflows into UK-based funds, likely driven by Brexit. The 506t of current holdings stands at an all-time high.

Net outflows in gold-backed ETFs occurred as global stock markets continued their upward trend, moving up 2% on the month. They now stand 8% higher over the

first two months of the year, their strongest start in three decades. However, market uncertainty remains a concern: US/China trade relations, Brexit uncertainty, economic slowing and lofty stock market valuations are worrying investors. In addition, the Fed has signaled a 'wait and see' approach which may influence the rate at which other central banks tighten monetary policy. Both monetary policy and the direction of the US dollar will be a key driver for gold this year and may support gold investment (*see our 2019 Outlook*).

In February, gold trading volumes decreased 5% below the 2018 averages to US\$104bn per day. Although sentiment and positioning in COMEX futures increased from their lows, as the price of gold moved higher during the first half of the month, they remain below net longs (*Note: data is still delayed by two weeks following the US Government shutdown*).

*Read the full report: [https://www.gold.org/goldhub/data/global-gold-backed-etf-holdings-and-flows?utm\\_campaign=etf-flows-feb-19&utm\\_medium=email&utm\\_source=launch-email](https://www.gold.org/goldhub/data/global-gold-backed-etf-holdings-and-flows?utm_campaign=etf-flows-feb-19&utm_medium=email&utm_source=launch-email)*

Source: World Gold Council - March 3, 2019

CFB

## More Than a Third of China Is Now Invested in One Giant Mutual Fund

[...] The world's biggest money-market fund, overseen by China's Ant Financial Services Group, drew 114 million new investors last year despite regulatory pressure to shrink. 588 million users of Alipay have parked cash in Ant Financial's flagship Tianhong Yu'e Bao fund. [...]

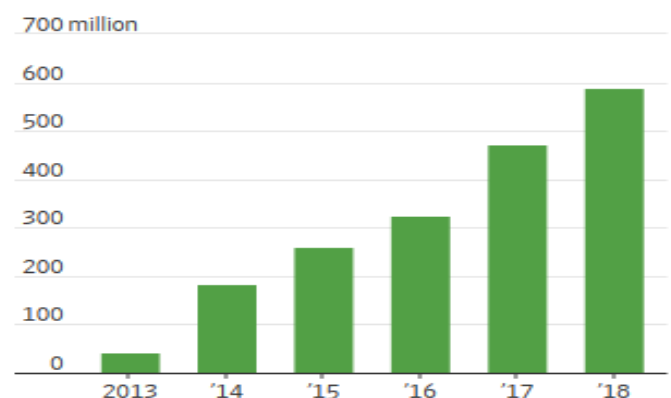
[...] More than a third of China's population is now invested in the fund, whose assets under management totaled 1.13 trillion yuan (\$168.26 billion) at the end of last year. [...]

*Read on: <https://www.ft.com/content/d6ec0bb8-343b-11e9-bb0c-42459962a812>*

Source: The Wall Street Journal - March 27, 2019

CFB

## Number of investors in the Tianhong Yu'e Bao fund



Source: Tianhong Asset Management



## Buyback 'Blackout' Period Marks Another Possible Hurdle for Stocks

[...] Companies often don't repurchase shares in the weeks before reporting earnings to avoid accusations of insider trading, removing a key source of demand for shares that has lifted major indexes in recent years. [...]

[...] Half of the S&P 500 is in a so-called blackout period this week, and that figure is estimated to rise to 78% next week and 86% the week of April 8, according to a Goldman Sachs analysis... [...]

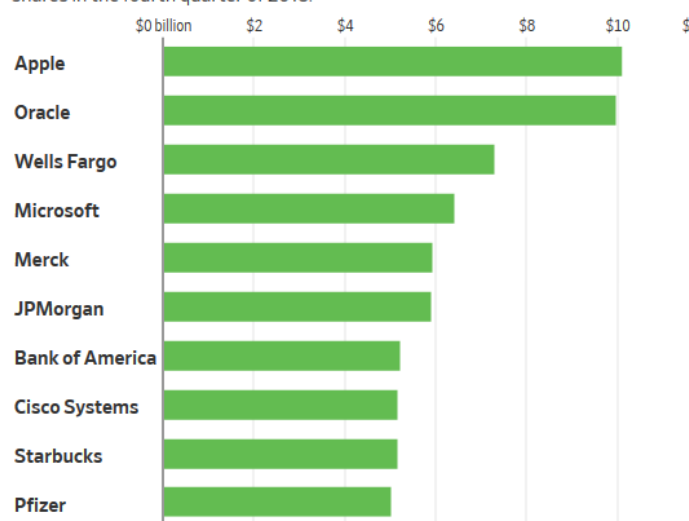
[...] S&P 500 companies' share repurchases from the fourth quarter totaled a record \$223 billion, a 63% increase from a year earlier, according to S&P Dow Jones Indices. [...]

[...] That marked the first time in figures going back 20 years that buybacks have reached a new all-time high in four consecutive quarters. [...]

[...] Even with investors pulling money from stock funds during the fourth quarter and so far this year, buybacks have provided a steady source of demand for equities, analysts say. [...]

### Biggest Buyers

Technology and financial companies were among the biggest buyers of their own shares in the fourth quarter of 2018.



Source: S&P Dow Jones Indices

Read on: <https://www.wsj.com/articles/buyback-blackout-period-marks-another-possible-hurdle-for-stocks-11553774402>

Source: The Wall Street Journal - March 28, 2019

CFB

## Lombard Odier reçoit la certification B Corp

[...] Le gestionnaire de fortune et d'actifs genevois est récompensé pour ses pratiques en matière de durabilité d'entreprise. [...]

[...] La certification B Corp, délivrée par l'organisme à but non lucratif B Lab, leader mondial dans le domaine de la durabilité, est l'une des plus exigeantes au monde. [...]

[...] *"La certification B Corp est une nouvelle preuve que la durabilité est au cœur de notre philosophie d'investissement et de nos valeurs d'entreprise"*, déclare Patrick Odier, associé-gérant senior du groupe. [...]

Read more: <http://www.agefi.com/home/entreprises/detail/edition/online/article/le-gestionnaire-de-fortune-et-dactifs-genevois-est-recompense-pour-ses-pratiques-en-matiere-de-durabilite-dentreprise-486409.html>

Source: L'AGEFI - March 25, 2019

CFB

## Japan braces for financial disruption when Akihito abdicates

[...] Ten-day holiday and potential 'millennium bug' could wreak havoc as emperor steps down. [...]

[...] ...when the nation takes an unprecedented 10-day holiday to mark the abdication of Emperor Akihito. [...]

[...] The crown prince Naruhito will succeed him, the name of the new era is a closely guarded secret and will not be announced until April 1. [...]

[...] The need for such elaborate preparations highlights the unusual length of the holiday and the extent to which the name of the Imperial era is built into Japanese computer systems. [...]

[...] Dates in Japan are usually given by the year of the Imperial era: 2019 is the 31st year of Heisei, but on May 1 the date will change to the first year of a new era. [...]

[...] Japanese banks and brokers are also worried about what could happen in global markets while they are stuck on an enforced holiday. [...]

Read more: <https://www.ft.com/content/50a85134-4641-11e9-b168-96a37d002cd3>

Source: Financial Times - March 23, 2019

CFB

## GLOBAL EVENTS

### CONFÉRENCE PWC & SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

En Partenariat avec le Groupement Suisse des Conseils  
en Gestion Indépendants

PricewaterhouseCoopers et Société Générale ont le plaisir de vous  
inviter au déjeuner de présentation sous le thème :

**« Comment tirer avantage des évolutions réglementaires pour un  
gérant indépendant ? »**

Mettre en œuvre la LEFin et la LSFin sans charge administrative inutile à  
l'âge de la digitalisation.

Animée par **Erol Baruh**, Attorney-at-Law chez PwC et **Jean-Sébastien  
Lassonde**, Associé PwC, responsable Asset & Wealth Management en  
Suisse.

**Jeudi 2 mai 2019, à 12h00**

**12:00** Réception

**12:15** Conférence

**13:15** Déjeuner-Cocktail

Dans les locaux de Société Générale | Rue du Rhône 8 | 1204 Genève

Merci de confirmer votre participation auprès de votre contact Société  
Générale.



*Cette conférence organisée par  
Société Générale*

*-Membre Partenaire du GSCGI-*

*est réservée aux*

*Gestionnaires de Fortune Indépendants*

*Lien d'inscription:*

<https://wholesale.banking.societegenerale.com/en/upcoming-research-analysts-and-corporate-access-events-switzerland>

*Lien d'inscription:*

<https://www.arif.ch/Inscription>



Les Rencontres de l'ARIF

16 avril 2019 / 12h<sup>00</sup>-14h<sup>00</sup> / Hôtel Métropole Genève

sous forme de Déjeuner-débat

Bilan d'étape sur l'échange automatique  
de renseignements (EAR)

avec Sergio Uldry, Associé, Goetzbühler Weber & Uldry



Association Romande des Intermédiaires Financiers

info@arif.ch

www.arif.ch

## AGENDA OF GSCGI's MONTHLY CONFERENCES

### INVITATION / INSCRIPTION

#### Déjeuner- conférence 12 Avril 2019

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 CRONOS FINANCE SA, Membre du GSCGI...

**CRONOS**

F I N A N C E

www.cronosfinance.ch

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

### L'IMMOBILIER COMME CLASSE D'ACTIF

*Un complément intéressant dans la gestion de fortune*

sera présenté par:



#### CHRISTOPHE ZUCHUAT

Titulaire d'un Master en Sciences Economiques de l'Université de Genève, et du Trust Foundation Certificate Step. Huit ans d'expérience dans le domaine des crédits: Société de Banque Suisse (Lausanne, New York, Zurich) et Crédit Suisse. Puis 3 ans comme Directeur Financier de Provins Valais et Gérant de sa caisse de pensions. Enfin 17 ans à des postes de Direction (Darius Hentsch & Cie, BSI SA, et Groupe Eric Sturdza SA). Chez Cronos, il est responsable «Front Clientèle» et également de la Succursale de Cronos Genève.

#### HERVÉ MÜTZENBERG

Titulaire d'un Master en Sciences Economiques à HEC Lausanne, expert fiscal diplômé, analyste financier et gestionnaire de fortune diplômé (CIAA), Hervé Mützenberg rejoint la société Cronos Finance SA en février 2016 en vue d'y développer une activité de gestion et de conseils en matière d'investissements immobiliers. Précédemment, il a dirigé une société de direction de fonds de placements immobiliers entre 2011 et janvier 2016, après avoir exercé diverses fonctions dans les secteurs de la banque et de la fiduciaire.



### PROGRAMME

**Date** **Vendredi, 12 Avril 2019**  
**LIEU** Hôtel Métropole, Quai Général-Guisan 34, Geneva, Switzerland  
**12h00** Enregistrement  
**12h30** Conférence & Session Q&A  
**13h00** Le repas commence à être servi  
**14h00** Fin de conférence

**Prière de vous inscrire avant le mercredi, 10 Avril 2019, par email: [secretariat@gscgi.ch](mailto:secretariat@gscgi.ch)**

\*\*\*

12 Avril 2019/Geneva: Orateurs: C. Zuchuat & H. Mützenberg, Cronos Finance SA, Membre du GSCGI

21 Juin 2019/Geneva: Orateur: Daniel Glasner, Action Finance SA, Membre du GSCGI

\*\*\*

*Réservez ces dates!*

*Les thèmes de Conférence sont communiqués par invitation et sur le site du Groupement — [www.gscgi.ch](http://www.gscgi.ch)*

*Non-Membres bienvenus — Inscrivez-vous!*

## LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

2019, Mar. 22 — Pourquoi un Trust Suisse

...article de Cosima F. Barone



**LUC THÉVENOZ**

**PROFESSEUR  
À L'UNIVERSITÉ DE GENÈVE  
DIRECTEUR DU CENTRE DE  
DROIT BANCAIRE ET FINANCIER**

Luc Thévenoz est professeur ordinaire à la Faculté de droit de l'Université de Genève et directeur de son Centre de droit bancaire et financier. Ses recherches et ses enseignements portent sur le droit des obligations (et notamment les contrats), le droit bancaire, des marchés et des services financiers, ainsi que sur le droit des trusts et des fiducies.

De 2008 à 2015, Luc Thévenoz a présidé la Commission des offres publiques d'acquisition, l'autorité de surveillance du marché des offres publiques d'acquisition en Suisse. Auparavant, il fut membre de la Commission fédérale des banques (2001-2007) et du Tribunal arbitral international pour les comptes en déshérence en Suisse (1997-2001). Il a contribué à divers projets législatifs ou réglementaires, notamment dans le domaine des titres intermédiaires, des trusts, des OPA et des avoirs non réclamés. Il a négocié pour la Suisse la Convention d'Unidroit sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiaires; il était membre du comité de rédaction et est co-éditeur de son commentaire officiel. Son rapport de 2001 sur les trusts a posé les fondements de la ratification de la convention de La Haye sur les trusts par la Suisse.

Luc Thévenoz est très actif dans la formation continue. En 2003, il a créé puis dirigé le CAS in Compliance Management, qui est enseigné à Genève et à Lugano. Depuis 2014, il est membre du comité de direction du CAS Financial Regulation des Universités de Genève et Berne. Chaque année, il co-organise la Journée de droit bancaire et financier qui réunit 350 praticiens.

Docteur en droit de l'Université de Genève, avocat au Barreau, Luc Thévenoz a été nommé professeur ordinaire en 1993. Il enseigne régulièrement à l'Université du Luxembourg. Son parcours académique comprend des séjours comme professeur ou chercheur invité à l'Université de Californie à Berkeley, à Boston University et à Duke Law School.

Luc Thévenoz est membre du comité éditorial de la Revue suisse de droit des affaires et de Trust Law International. La Society of Trust and Estate Practitioners lui a conféré en novembre 2007 la distinction de honorary member en raison de sa contribution à une meilleure reconnaissance des trusts dans les juridictions de droit civil et à la ratification de la Convention de La Haye par la Suisse. Luc Thévenoz est également membre du conseil d'administration de la Banque Mirabaud & Cie SA.

Le thème du 'trust suisse' a dominé la 3<sup>ème</sup> Réunion Mensuelle de 2019 organisée par le Groupement. Le **Prof. Luc THÉVENOZ** a conduit la présentation, et les questions-réponses avec une maîtrise remarquable, sur ce thème complexe et fort intéressant.

Le 'Trust suisse' est sur le point de devenir 'réalité' et il est, de ce fait, très important pour les acteurs de la place financière suisse bien au-delà de la simple planification et transmission patrimoniale. Étant au cœur de transactions financières très importantes, la preuve en ait que les fonds de pension américains et des fonds de placement sont structurés sous forme de Trust, le Trust sert aussi beaucoup pour des transactions commerciales dans plusieurs pays. La Suisse pourrait s'en inspirer pour des transactions commerciales et/ou financières importantes.

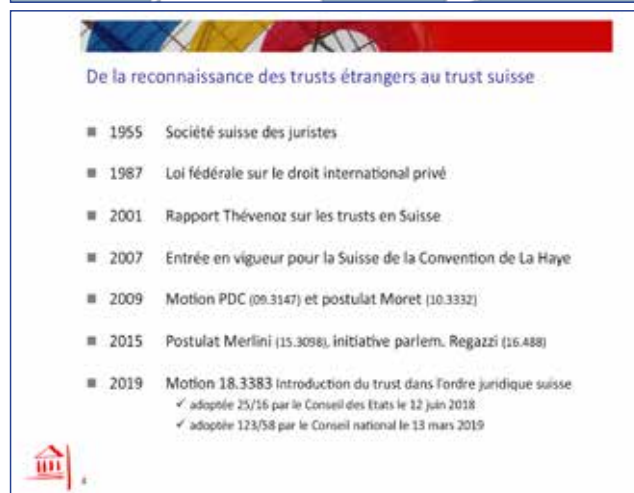
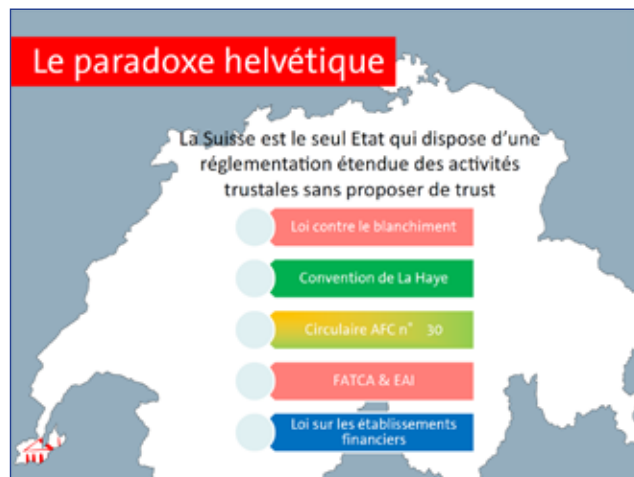
En Suisse, dit le Prof. Luc Thévenoz, il est paradoxal de constater que nous avons toutes les réglementations qu'il faut pour les activités 'trustales' (voir *infographie à droite*) et des trustees, s'occupant de Trust étrangers, sont déjà bien établis en territoire helvétique.

De plus, dès le 1er janvier 2020, les gestionnaires de fortune et les trustees deviennent des établissements financiers assujettis à autorisation et surveillance.

En d'autres termes, l'activité de Trust est déjà bien encadrée et bénéficie d'un outil complet dans notre pays, mais la seule chose que nous n'avons pas est le 'Trust suisse'.

Le Prof. Luc Thévenoz passe en revue les diverses étapes majeures qui ont marqué la reconnaissance des Trust étrangers en Suisse, conduisant vers le 'Trust suisse' (voir *infographie à droite*). Il énumère et commente avec des exemples bien précis les avantages

et inconvénients les plus importants du Trust étranger pour enfin introduire l'impératif, à son avis, que la Suisse se dote finalement d'un Trust de droit suisse. Ce serait une réponse à des besoins bien réels de structuration, de protection et de transmission d'actifs patrimoniaux et d'entreprises suisses. Une telle législation, intégrée pleinement dans le système de droit suisse, offrirait des bases légales claires et la sécurité juridique nécessaire pour la structuration de nombreuses opérations simples ou complexes.



...cont'd on page 25



## LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

2019, Mar. 22 — Pourquoi un Trust Suisse

...article de Cosima F. Barone

Les 'gardiens du Temple' (*avocats, notaires, fiduciaires et tribunaux suisses*) faciliteraient sensiblement l'acceptation de cette législation, affirme le Prof. Luc Thévenoz, ainsi que son adoption par les professionnels de la place financière suisse, d'autant plus que le 'Trust de droit suisse' serait en parfaite conformité avec les standards internationaux (*Convention de la Haye, GAFI, OCDE/Forum Mondial*).

Toutes les conditions-cadres existent déjà et ont été testées en permanence depuis des années pour les Trust étrangers administrés en Suisse. Le dispositif anti-blanchiment de la Suisse est complet et conforme avec les recommandations/GAFI. Et, très important, l'entraide internationale en matière pénale, civile, fiscale est boursière, a été renforcée par l'échange automatique de renseignements; ces pratiques sont non seulement opérationnelles mais elles ont également été testées.

Les infographies (*à droite*), que le Prof. Luc Thévenoz a présenté ce 22 mars expliquent clairement les contours du futur trust et de la réglementation à adopter.

Cependant, le chemin vers le 'Trust suisse' n'est pas des plus simples, compte tenu des réticences existant en territoire helvétique et des obstacles qui peuvent surgir à tout moment. Le Prof. Luc Thévenoz mentionne les travaux du Groupe de travail de l'administration, mis en place depuis un an et appuyé par cinq experts externes et dont il fait partie. Ce groupe de travail s'est déjà réuni cinq fois, dit-il. Le résultat de ces travaux sera la rédaction d'un avant-projet et d'un rapport explicatif, s'appuyant également sur une étude d'impact, à présenter au Conseil fédéral. À noter que les Chambres fédérales se sont déjà prononcées positivement (*2018 et 2019*) au sujet de la Motion 18.3383 qui donne en effet mandat au Conseil fédéral de préparer un avant-projet pour l'introduction d'un 'Trust' dans l'ordre juridique suisse.

Le Prof. Luc Thévenoz est de l'avis que ces travaux doivent prendre le temps nécessaire pour explorer au préalable tous les aspects à considérer dans une législation de 'Trust suisse' de façon à en potentialiser son succès futur. Indubitablement, un tel projet va causer un profond débat public, va nécessiter des ajustements en cours de route et tout un processus d'information en général et, plus spécifiquement, de formation des tribunaux suisses. Une consultation publique du projet de loi, suivie d'un débat aux chambres fédérales, verront sans doute le jour dans les prochaines années, des étapes dans lesquelles les gestionnaires de fortune et d'autres groupes professionnels pourront être acteurs. En conclusion, le 'Trust suisse' devient enfin une réalité!

La session questions-réponses a été fort intéressante grâce à la qualité des questions, toutes honorées par des réponses très précises



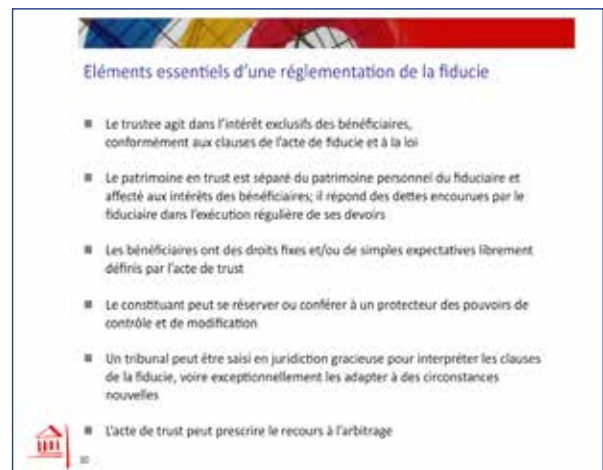
**Le trust comme rapport d'obligations**

Un **rapport d'obligations** entre le(s) trustee(s) et le(s) bénéficiaire(s) créé par un **contrat** entre le constituant et le trustee

... ou par une **disposition pour cause de mort**

... ou par une **déclaration unilatérale du constituant** qui se constitue trustee

relatif à un **patrimoine affecté aux intérêts des bénéficiaires**



**Éléments essentiels d'une réglementation de la fiducie**

- Le trustee agit dans l'intérêt exclusif des bénéficiaires, conformément aux clauses de l'acte de fiducie et à la loi
- Le patrimoine en trust est séparé du patrimoine personnel du fiduciaire et affecté aux intérêts des bénéficiaires; il répond des dettes encourues par le fiduciaire dans l'exécution régulière de ses devoirs
- Les bénéficiaires ont des droits fixes et/ou de simples expectatives librement définis par l'acte de trust
- Le constituant peut se réserver ou conférer à un protecteur des pouvoirs de contrôle et de modification
- Un tribunal peut être saisi en juridiction gracieuse pour interpréter les clauses de la fiducie, voire exceptionnellement les adapter à des circonstances nouvelles
- L'acte de trust peut prescrire le recours à l'arbitrage



**État des travaux**

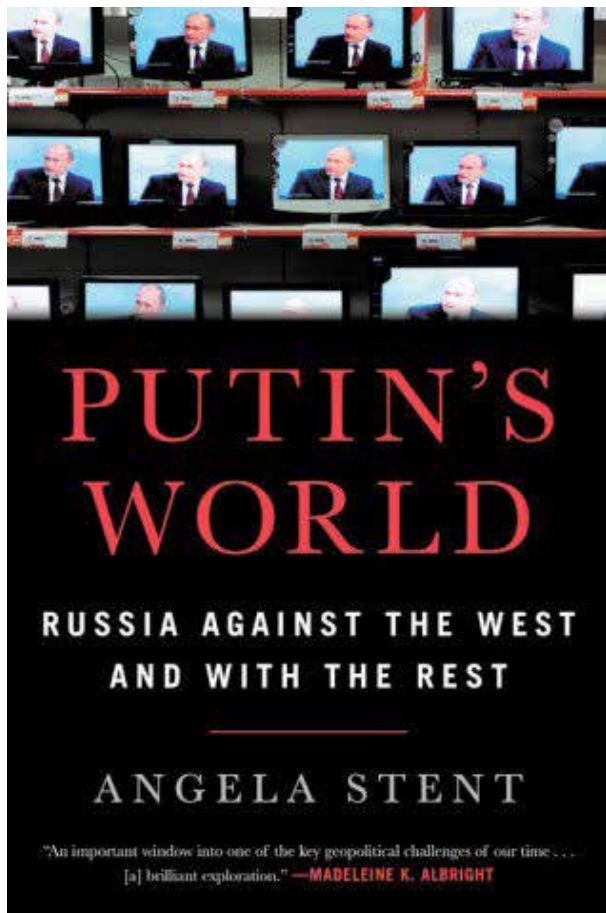
- Groupe de travail de l'administration appuyé par cinq experts externes
  - rédaction en cours d'un avant-projet et d'un rapport explicatif
- Préparation d'une étude d'impact parlementaire
- 1<sup>er</sup> semestre 2020 (?) consultation publique
- 2021 (?) message du Conseil fédéral à l'Assemblée fédérale

et circonstanciées par le Prof. Luc Thévenoz. Le GSCGI le remercie vivement de son excellente présentation.

## BOOK REVIEW

### PUTIN'S WORLD: Russia Against the West and With the Rest

by Angela E. Stent



#### Unraveling the Putin Enigma

Russia has always been important to American diplomats, but rarely has it troubled civilians as much as it does now...

Angela E. Stent is a director of the Center for Eurasian, Russian and East European Studies and a professor at Georgetown University...

Her subtitle — “Russia Against the West and With the Rest” — reflects the fact that many nations do not share the Americans’ distaste for Russia’s approach...

The book is divided into sections analyzing Russia’s relations with its major partners and adversaries — Germany, NATO, the former Soviet countries, China, Japan, the various Middle East regimes and the United States — all within a broader framing that examines Russian foreign policy from imperial times up to now...

Stent’s key concept is that Russian policy has been consistent for centuries...

There is a very interesting discussion to be had about the differences between the United States’ and Russian approaches to foreign policy in various parts of the world...

There are surprisingly few stakeholders in the bilateral relationship, since trade between the two nuclear superpowers is low ... This means that the personal ties between the rulers of the Kremlin and the officials in the White House are unusually significant, for good or ill...

Her chronology is based on the idea that Putin’s Russia has pulled back from engagement with the Western-dominated international system, which is the case only politically. If looked at through the lens of finance, the very opposite is true: Kremlin insiders are more deeply embedded in offshore structures than ever...

Read on: <https://www.nytimes.com/2019/03/29/books/review/angela-stent-putins-world.html>

\* \* \*

#### How Putin outmaneuvers a blundering United States on the world stage

The United States and its allies won the Cold War, a prolonged struggle across the globe, but news accounts nowadays give the impression that the West has lost the post-Cold War “peace” amid a resurgence of authoritarianism...

What happened? The short answer: Russia actually conducts diplomacy. For the longer answer, Stent expertly walks readers through Moscow’s relations with every region in the world, avoiding the hysteria that warps discussion of Russia...

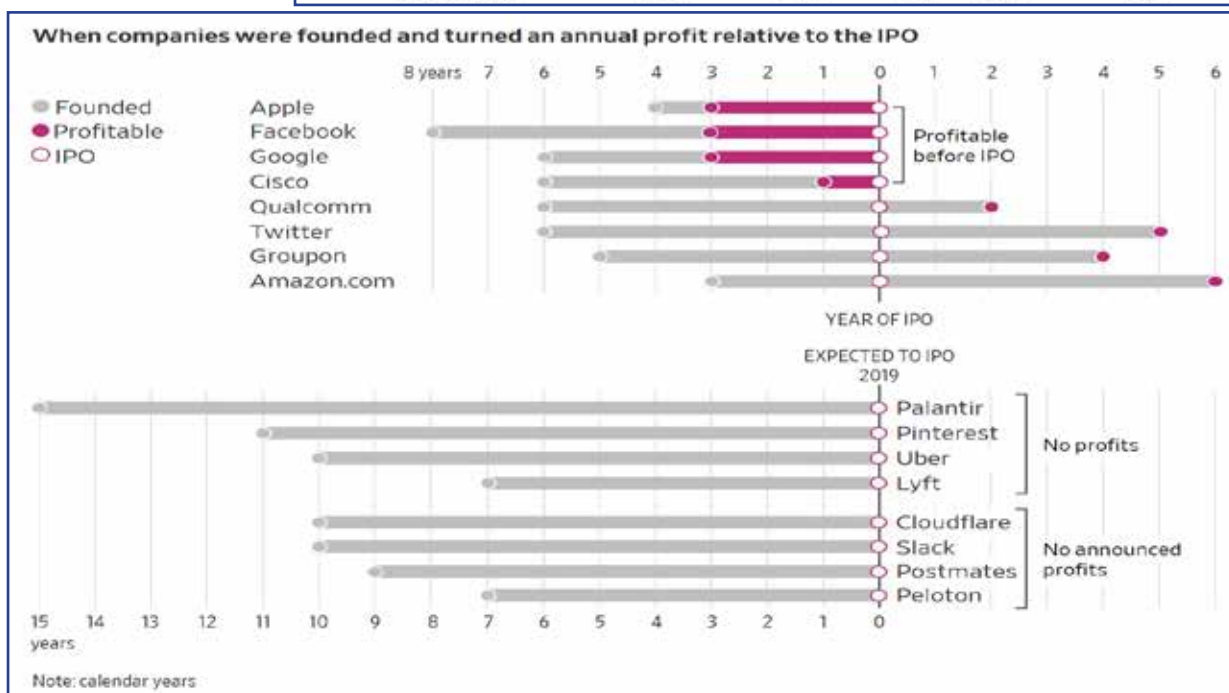
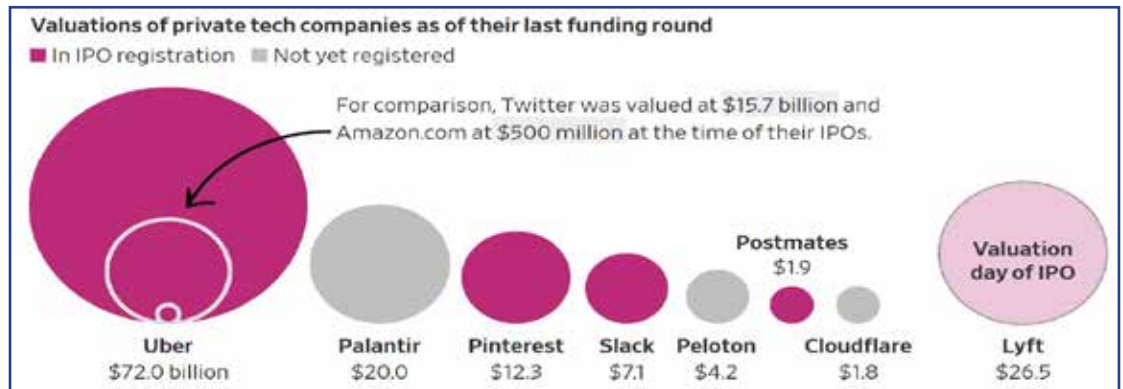
What does not come through is the larger strategic failure of U.S.-Russia policy under Obama ... Stent shows how Russia seizes upon the wealth of opportunities gifted again and again by U.S. blundering or inattention...

Read on: [https://www.washingtonpost.com/outlook/how-putin-outmaneuvers-a-blundering-united-states-on-the-world-stage/2019/03/29/5aad5bac-4597-11e9-8aab-95b8d80a1e4f\\_story.html?noredirect=on&utm\\_term=.ad41780c919a](https://www.washingtonpost.com/outlook/how-putin-outmaneuvers-a-blundering-united-states-on-the-world-stage/2019/03/29/5aad5bac-4597-11e9-8aab-95b8d80a1e4f_story.html?noredirect=on&utm_term=.ad41780c919a)

\* \* \*

## CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

How Tech Unicorns Are Raking In Cash but Losing Big Money ... WSJ (March 29, 2019)



The IPO class of 2019 is notable for big valuations, diverse business models and little to no profits

Above two graphs contain insightful information...

Article & Graph: <https://www.wsj.com/articles/how-tech-unicorns-are-raking-in-cash-but-losing-big-money-11553857200>

Cosima F. Barone, FINARC SA  
Membre du Conseil du GSCGI,  
[www.finarc.ch](http://www.finarc.ch) -- [c.barone@finarc.ch](mailto:c.barone@finarc.ch)



## 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](mailto: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](mailto:wealthgram@gscgi.ch)



## LE SPONSOR D'AVRIL 2019

**CRONOS FINANCE SA — [www.cronosfinance.ch](http://www.cronosfinance.ch) — Membre du GSCGI**

