

THE IFA's

Wealth Gram

LA TRIBUNE MENSUELLE
DES MEMBRES DU GSCGI

wealthgram@gscgi.ch
www.gscgi.ch

Vol. I
N° 7 - Août 2012



GLOBAL CRISIS:

NO END IN SIGHT



The idea is there, locked inside.
All you have to do is remove the excess stone.
Michelangelo

*Thinking Differently in Today's Fast-Paced World
where Economics, Politics and Geopolitics constantly Interact*

EDITORIAL

La Politique de Ponce Pilate de nos Dirigeants

Les pays de l'OCDE (*les principaux*) se dressent tous, véhéments et menaçants, pour réclamer la livraison des coupables. Ils hurlent leur colère, leurs menaces, en exigeant la condamnation sans appel, prononcée par le GAFI (*Groupe d'Action Financière*), contre les fraudeurs de la Finance. Et qui sont ces fraudeurs, hormis les milliardaires désignés sous le vocable américanisant de «Ultra High Net Worth Individuals» ou UHNWIs? Ce sont les citoyens de classe moyenne disposant d'une fortune de cinq cent mille à cinq millions d'euros. En effet, les Grands des Affaires et de la Finance ont les moyens de s'organiser pour faire transiter leurs opérations par de multiples relais, avec l'aide des grands cabinets de consultants tels que KPMG, PriceWaterhouse et autres Ernst&Young qui, par ailleurs consciencieusement révisent les comptes de leurs entreprises gigantesques et souvent... multinationales.

Dans un climat délétère de crise généralisée, provoquée en grande partie par la finance devenue folle sous l'impulsion de la valse des millions, que dis-je, des milliards générés souvent par des produits toxiques sans valeur intrinsèque réelle, l'issue fatale ne pouvait qu'être sanglante. Les banques se trouvent acculées à

demander l'aide des États. Ceux-ci, mis devant le fait accompli, et craignant les troubles sociaux qui pouvaient dégénérer en affrontements, se sont résolus à contrecœur à renflouer à coup de milliards les banques «privées», avec peu ou pas de contrepartie, sauf une loi dédalesque aux US qui a pris deux ans pour être rédigée, le Dodd-Frank Act.

La preuve de l'insuffisance des mesures prises pour combattre la «Finance folle» est illustrée de manière éclatante par le scandale récent de la manipulation du taux entre-banques de Londres ou LIBOR. Pour l'instant, ce scandale ne compte qu'une victime, le directeur de la Barclay's Bank, acteur majeur dans la fixation de ces taux. Mais attention, il ne s'agit pas de poursuivre le personnage légalement, non... on l'a simplement poussé à quitter sa fonction avec ses millions -- *34 millions d'euros* -- de compensation. Dans un moment de clairvoyance, ce dernier renonçait à son bonus.

«Le niveau d'arrogance qui sous-tend les tentatives de distorsion du LIBOR va au-delà de toute compréhension» écrit Philip AUGAR dans le Financial Times. (*Too big to manage and regulate are what matter now FT28/6/2012*).

«Les révélations d'**actes malveillants** basés sur des marchés sciemment trompeurs produisent un énorme choc contre des banques qui prétendent superviser ce modèle efficacement» continue-t-il.

Voilà l'état de décrépitude morale avancé auquel doit faire face l'épargnant moyen. Ce dernier qui s'est constitué avec mille périls une épargne, essaie de la sauver par tous les moyens possibles...



Suite de l'Éditorial en page 7

*Pierre CHRISTODOULIDIS
Membre du Conseil du GSCGI*

Editeur: GSCGI

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

c/o Camplani & Partners SA
Viale S. Franscini 16
CH - 6900 Lugano
Tél. +41 (0) 91 921 14 14
segreteria@gscgi.ch

Sommaire:

2	Editorial & Sommaire
3 - 4	FINARC SA -- INFERENCE FOCUS: Sponsor d'Août 2012
5	Les Membres du GSCGI
6	Placements & Techniques de Gestion
7	In Globo
8	Juristes & Fiscalistes
9	L'Avis de l'Analyste
10	La Réunion Mensuelle du GSCGI
11	Clin d'Oeil à l'Histoire Calendrier Réunions Mensuelles -- La Parole est à Vous
12	FINARC/INFERENCE FOCUS, Sponsor Août 2012

GLOBAL CRISIS: NO END IN SIGHT



The idea is there, locked inside.
All you have to do is remove the excess stone.
Michelangelo

Another spring, the third in a row, became the theatre of a swift equity plunge colored with economic and political problems. Three springs in a row can be viewed as a pattern. Debt and politics in the U.S. and Europe generated legitimate doubts in the mind of consumers, businesses and investors across the globe. The prospect that Greece might renege on the austerity pledge is causing money to flee Greece, but it is also flowing out of economies on the periphery of the Eurozone. Cash dries up in Spanish banks, while a flight to safety pushed sharply down government bond yields in Germany, Switzerland, Denmark and the United States. On the short-end of the yield curve — 1 to 2 years — investors are actually paying safe-havens to look after their money.

The whole world is looking at Europe, as the outcome of its crisis might very well tilt the global economy into recession. Financial markets get quickly scared at any hint of possible/probable deflationary trends that might develop (*in China? Elsewhere?*). Is the real economy at risk? No doubt for Europe. Q1 was positive, but with Q2 and Q3 forecast to be recession periods (*according to Moody's*) the whole 2012 might disappoint in a big way (*EU could grow less than 0.5% at best*). Even Germany saw its economy contract in June: the ZEW indicator of Economic Sentiment plunged by the most in 13 years!

Troubles in the Eurozone and across Europe are raising the “worry” level in other parts of the world, notably in the United States, as growing headwinds in the old continent threaten the fragile state of the American recovery. The U.S. grew solidly in the first quarter, but afterwards muddle-through economics appear to dominate. There is even a more pessimistic view: global financial circles fear that the U.S. economy might be headed off a fiscal cliff, while the presidential election is only four months away. Meanwhile consumer confidence (*University of Michigan consumer sentiment survey*) has fallen over the past two months to a new low for 2012. Consumers’ sour moods are the result of the marked slowing in job creation, the uncertainty about looming U.S. policy decisions, and fears of a potential meltdown in Europe that could drag the U.S. economy into a new recession.

Asia did not fare any better. Its dependence on exports makes the region quite vulnerable to weakening global trends. The word “decoupling” is not fashionable anymore! Readers might recall how often I doubted, in the INFERENTIAL FOCUS

pages, that China or any other emerging country (*even the BRICS altogether*) could drive the global economy. Now, the absurdity of an Asian decoupling is becoming quite evident to all. China (*annual growth slows to 7.6%*) and India see their economies exposed, not only to global woes, but to domestic weakness as well. In these countries, domestic economic weakness could quickly turn into a social nightmare and political infighting. Are investors ready for it? Latin-America is trying to entertain the myth of Brazilian growth trickling down to the whole region. How could it be? Brazil’s economy is desperately trying to survive with extensive fiscal and monetary stimulus. Will it lift domestic demand in coming months?

When so much risk circles the global economy, uncertainty sets in for a prolonged period of time and, inexorably, volatility keeps investors nervous about another global recession appearing on the horizon. The evident preponderance of gloomy developments is such in so many places, that the road from here for equity prices can only point downward until next spring at best!

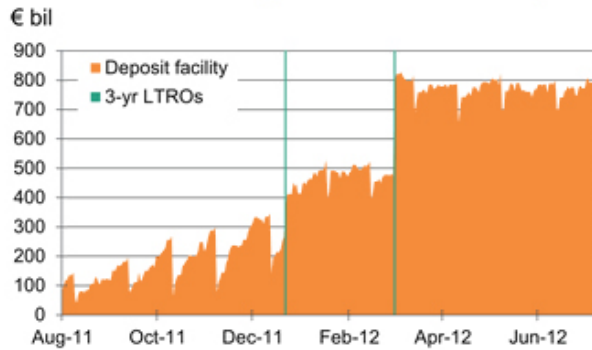
Central banks still have the power to surprise and shock global financial circles. Recently, the Bank of Korea (BOK) lowered its key interest rate by 25 basis points to 3%, in a totally unanticipated move and for the first time since February 2009. Some weeks ago, however, investors waited anxiously for the policy announcements from the Bank of England (BOE) and the European Central Bank (ECB). Monetary policy easing was expected from both. The Bank of England eventually expanded its asset purchase program by £50 billion to £375 billion.

The ECB as well announced policy changes, but the announced cut in interest rates disappointed the market place. The ECB Governing Council cut the refinancing rate only by 25 basis points to 0.75%, the third reduction since Mario Draghi took over as ECB President last November. Equivalent cuts occurred in both the deposit and marginal lending rates to zero and 1.50% respectively. It remains to be seen, however, how much impetus to economic growth a 25 basis points cut can provide, since real borrowing costs are already strongly negative (*June inflation at 2.4% annual rate*).

Financial markets were disappointed that the ECB did not do more regarding Spain and Italy. Mario Draghi did not even

discuss non-standard measures, such as the now moribund (*about to be resuscitated?*) Securities Markets Program (*purchasing Spanish and Italian bonds to help lower these countries' borrowing cost*) and LTROs (*Long-Term Refinancing Operations*), but continued to put pressure on national governments to solve the debt crisis. Recently, it has become quite a bit harder for the ECB to provide liquidity for the market, despite its non-standard measures. In fact, most banks continue to choose parking funds with the ECB rather than loaning them out -- see above graph. ...[read more on full version article \(www.gscgi.ch\)](http://www.gscgi.ch) ...

Banks Still Park Large Sums on ECB's Deposits



Sources: ECB, Moody's Analytics

Graph courtesy of www.economy.com

Another failed EU Summit

National interests continue to be in conflict with supranational processes at the core of the European Union, land of contradictions which, aggravated by the financial crisis, undermine Europe's attempts to mitigate/solve the crisis. All member states have difficulty forfeiting national sovereignty to supranational institutions. Generally, member states have conceded more of their sovereignty on economic issues, allowing for the elimination of internal tariffs and the creation of a common market. But, on such issues as foreign policy and defense, states have tended to exercise national prerogatives and retain their authority.

This fundamental contradiction was a constant source of tension. Every instance, in which sovereignty was forfeited, was accompanied by lengthy negotiations. In 1965, France even withdrew temporarily from the European Council of Ministers in protest of a proposal to increase the supranational power of the European Commission. In other words, the European project has involved a lot of compromising during its 60 years' construction in order to bring economic prosperity to the Continent. The current crisis, however, has threatened that prosperity along with exacerbating old tensions inherent to the European experiment while introducing new ones.

In December 2011, the 27 members of the European Union failed to reach a consensus on the "Fiscal Compact" treaty, as the United Kingdom and the Czech Republic did not sign the intergovernmental agreement. The treaty provided for some members to integrate faster than others, the preference being given, obviously, to Eurozone members. De-facto, the development of a "two-speed Europe" was being accelerated. For example, in theory the proposed banking union would govern the entire European Union, but it has little chance of taking hold outside the Eurozone.

EU leaders succeeded in one major goal at the end of "yet" another (*the 19th*) «make-or-break» crisis summit in Brussels on June 28 and 29, 2012, as they unanimously claimed having "saved" the Euro Monetary Union. Every single EU leader (*France's President François Hollande, Italy's unelected-PM Mario Monti and Spain's Prime Minister Mariano Rajoy*), claimed to have scored a victory over Germany's Chancellor Angela Merkel. Supposedly, EU leaders claimed having

achieved an important "breakthrough" in Brussels. Behind the curtain, however, the story was totally different. In truth, these countries had their "face-saving" day and merely gained some time. At least, this is what financial markets, showing unusual euphoria after the summit, tended to make the whole world believe. Yet, deep down, nothing has changed.

All the proclaimed ("*with fanfare*") steps toward an economic and fiscal union were merely empty words, only apt to heighten the afterglow of July's summit, to sell newspapers and to get people glued to the tube. The European Stability Mechanism (*ESM... due to come into being in July*) was already in place before the summit and, yes, the ESM could already purchase government bonds in the open market (*the previous mechanism EFSF could not*). It was more important for EU leaders to seriously tackle the size of the ESM fund, but they conveniently ignored the issue. The fund has a lending capacity of only €500 billion, which in case it needs to help one major country (*namely Italy, Spain, France, etc.*) it would be too small a coffer regardless of how much dexterity one employs to twist and turn it in multiple ways. Moreover, the ESM was never granted a banking license. The issue was not even discussed at the last summit. Therefore, the ESM does not have the ability to leverage its lending capacity and will depend exclusively on the "funding" members' willingness and ability to increase the fund coffers' size in case of need.

How can Monti, Hollande and Rajoy claim victory at this summit, when the amount available for bailing out failing countries remained unchanged? For sure, Germany came out of this summit with its overall liabilities unchanged! So, who is the real winner?



Cet article -- publié au préalable dans l'INFERENTIAL FOCUS #213 -- est disponible en version intégrale sur le [website](http://www.gscgi.ch) -- www.gscgi.ch -- en zone "membres"

Cosima F. BARONE, *Founder, FINARC SA*
Membre du Conseil du GSCGI, www.finarc.ch -- c.barone@finarc.ch

LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

EU: Legislation to improve Consumer Protection in Financial Services



The European Commission has presented a three-part legislative package dedicated to rebuilding consumer trust in financial markets. The package includes a proposal for a regulation on transparency in packaged retail investment products (PRIPS), a revision of the Insurance Mediation Directive (IMD), and a proposal for an amendment to the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) Directive.

The main elements of the package's components are:

- **PRIPS:** The Commission's PRIPS proposal improves the quality of information that is provided to consumers when considering investments. Investment products are complex and it can be difficult to compare them or fully grasp the risks involved. The consequences of taking unexpected risks and facing consequent losses can be devastating for consumers, given that investments often form the backbone of a consumer's life savings. Given an EU retail investment market of up to 10 trillion euro, buying wrong or unsuitable products can quickly become a major problem. The Commission proposal aims to inform consumers in a format easy to understand by introducing a new, innovative standard for product information, one that is short and plain-speaking, and thus far more consumer-friendly. This document is called the 'Key Information Document' (KID). The proposal foresees that every manufacturer of investment products (*e.g. investment fund managers, insurers, banks*) will have to produce such a document for each investment product. Each KID will provide information on the product's main features, as well as the risks and costs associated with the investment in that product. Information on risks will be as straight-forward and comparable as possible, without over-simplifying often complex products. The KID will make clear to every consumer whether or not they could lose money with a certain product and how complex the product is. The KIDs will follow a common standard as regards structure, content, and presentation. In this way, consumers will be able to use the document to compare different investment products and ultimately choose the product that best suits their needs. The products for which a KID will be required include all types of investment funds, insurance-based investments and retail structured products, in addition to private pensions.

- **Revision of IMD:** The Commission is proposing a revision of the IMD, which currently regulates selling practices for all insurance products, from general insurance products such as motor and household insurance to those containing investment elements. Consumers are often not aware of the risks associated with the purchase of insurance cover. Whilst accurate professional advice is crucial for insurance sales, recent

surveys show that more than 70% of insurance products are sold without appropriate advice. The current EU legislation does not deal in detail with the sale of insurance products, rules differ across Member States, and apply solely to intermediaries. The goal of the Commission's proposal is to upgrade consumer protection in the insurance sector by creating common standards across insurance sales and ensuring proper advice. It will do so by improving transparency and establishing a level playing field for insurance sales by intermediaries and sales by insurance undertakings. To achieve this, the following changes are proposed: (a) The same level of consumer protection will apply, regardless of the channel through which consumers purchase an insurance product. Whether a consumer purchases a product directly from an insurance undertaking or indirectly from an intermediary (*e.g. an agent or a broker*), the consumer will receive the same level of protection. This does not exist today as the current IMD only covers sales provided by intermediaries; (b) Consumers will be provided in advance with clear information about the professional status of the person selling the insurance product. Rules will be introduced to address more effectively the risks of conflict of interest, including disclosure of the remuneration received by sellers of insurance products; (c) Insurance product sales will have to be accompanied by honest, professional advice; and (d) It will be easier for intermediaries to operate cross-border, thus promoting the emergence of a real internal market in insurance services.

- **UCITS V:** The original UCITS Directive created the internal market for investment funds in Europe. The current EU legislation for investment funds (*the UCITS Directive*) has been the basis for an integrated market facilitating the cross-border offer of collective investment funds. Managing almost €6 trillion in assets, UCITS have proved successful and are widely used by European retail investors. UCITS are also regularly sold to investors outside the EU where they are valued due to their high level of investor protection. The Commission's proposed amendments to the current UCITS rules are based on the experience from the financial crisis, so as to continue to ensure the safety of investors and the integrity of the market. In particular, the proposal will ensure that the UCITS brand remains trustworthy by ensuring that the depositary's (*the asset-keeping entity*) duties and liability are clear and uniform across the EU.

Note: related documents available on www.fecif.org



Cecilia ARVEDI

CATTANEO ZANETTO & CO.
POLITICAL INTELLIGENCE • LOBBYING • PUBLIC AFFAIRS

PLACEMENTS & TECHNIQUES DE GESTION

Des structures de gestion collective sur-mesure: une des réponses possibles pour continuer à gérer sereinement les actifs sous mandat

CICERONE

Comment des structures de fonds régulés peuvent constituer une réponse d'avenir à la pression croissante de la régulation. L'harmonisation du marché de la gestion collective présente aujourd'hui une opportunité pour les gérants indépendants de moderniser leur approche de la gestion. La mise en place d'un fonds est néanmoins un exercice quelque peu exotique pour de petites entités. Pourtant avec une bonne compréhension des grandes étapes de ce type de projet et l'accompagnement adéquat, il est possible de se positionner en peu de temps et en limitant les coûts au strict minimum.

La crise financière de 2008 a eu bien des implications sur notre industrie. L'une d'entre elles et non la moindre est l'animation sans précédent des régulateurs de tous bords. La pression politique attisée par une opinion publique internationale en effervescence pousse dans une direction claire: le contrôle renforcé de l'industrie de la gestion d'actifs et une protection accrue des investisseurs. On observe actuellement une vague de réglementation sans précédent sur la manière dont les gérants indépendants pourront se rémunérer, sur la teneur des licences sous lesquelles ils pourront opérer et sur bien d'autres nouveaux aspects. La Commission Européenne travaille ainsi actuellement à implémenter deux projets majeurs venant redessiner les méthodes, la rémunération et parfois l'essence même des activités de gestion indépendante: la directive MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive, deuxième du nom, qui vient harmoniser la régulation des services d'investissements financiers et la protection des investisseurs en Europe*) veut entre autres modifier la manière dont se rémunèrent les gérants indépendants (*qui ne seront sans doute par exemple plus autorisés à percevoir des rétrocessions sur les placements en OPCVM*), tandis que la directive AIFM (*Alternative Investment Fund Managers Directive, adoptée fin 2010 par le parlement européen*) fixe un cadre facilitant le contrôle des véhicules d'investissement jusqu'ici peu régulés: les «investment advisors» des fonds spéciaux vont généralement devoir modifier significativement leur approche pour pouvoir continuer à opérer leur gestion.

Mais toute régulation n'est pas forcément synonyme de coûts et barrière à l'entrée: parallèlement à ce qui précède, le cadre UCITS IV (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities version IV*) facilite la rationalisation des approches trans-frontalières (*structures master-feeder*), l'industrialisation de l'administration et la pénétration trans-frontalière des produits ainsi gérés.

Le terme «industrialisation» semble en général s'adresser plutôt aux plus gros acteurs d'un secteur, pourtant le terme qualifie avant tout les gains de productivité, qui sont également à la portée des acteurs de taille plus modeste envisageant de sous-traiter une partie des fonctions autour de leurs produits à des prestataires proposant de mutualiser leur plate-forme, rendant disponibles ces gains de productivité pour tout un chacun. De même qu'on a vu d'importantes plate-formes d'administration

de fonds se construire au cours des quinze dernières années, de même aujourd'hui se démarquent des plate-formes de risk management, contrôle et compliance permettant la mutualisation de la gestion de ces problématiques.

Dans toute prospective sur l'évolution d'un secteur, il est de bon ton de tenir compte du sens de la marée afin d'éviter de nager à contre-courant. En l'occurrence, les mutations récentes de l'industrie de l'Asset Management offrent des opportunités sans précédent aux acteurs de taille plus réduite souhaitant moderniser leur approche en s'appuyant sur les capacités offertes par le secteur. Une bonne partie de la régulation traduit simplement la volonté des régulateurs de pouvoir s'appuyer sur un certain nombre d'entités dûment régulées pour contrôler l'industrie et protéger les investisseurs.

Ainsi une des solutions possibles à la régulation en cours serait de sous-traiter la partie fortement régulée de l'activité, l'important n'étant...

Cet article est disponible en version intégrale sur le website -- www.gscgi.ch -- en zone "membres"



Raoul CHEVIGNARD

Fondateur, CICERONE Luxembourg
info@cicerone.lu - www.cicerone.lu
+352 621 251 044

IN GLOBO

De tout temps le défi de l'investisseur, et encore plus du GFI, a été le choix des thèmes de marchés et pour finir des placements individuels sur lesquels il devait se concentrer. Dans notre magazine, désigné à dessein par le vocable de WEALTH GRAM, nous allons nous efforcer de vous apporter de manière régulière les vues et les choix de grands investisseurs réputés, ainsi que ceux de nos collègues, vous permettant de les comparer à vos visions. Dans un monde financier « plein de cactus », comme dirait Dutronc, nous espérons que vous pourrez en retirer le meilleur et, en tout cas, avoir une vue étendue du pouls des marchés.

Le cri des Economistes pour le démantèlement de l'Europe

Lombard Street Research, entité spécialisée dans la prévision macro-économique, préconise le démantèlement de l'Europe des 17. Leur étude, soumise au concours WOLFSON ECONOMIC PRIZE 2012 centrée sur les divers modes de démantèlement de l'Eurozone, prédit la sortie de la Grèce à brève échéance après la fin de l'année. Les auteurs prédisent des « pressions financières externes » à l'exception des pays non-membres tels que la Suède. *« En vue d'assurer la meilleure croissance et prospérité de ses membres, l'Eurozone devrait être dénoncée en faveur du rétablissement de monnaies nationales flottant individuellement ».* « Il serait, bien entendu, offert aux pays souhaitant continuer à opérer en Euro cette possibilité, mais nous maintenons qu'une telle stratégie ne serait pas optimale ». L'étude soumise par Lombard Street Research a été commentée « de grand intérêt » avec celle de Anual Das de l'entité Roubini Global Economics, Julian Le Grand de la London School of Economics et le banquier d'affaire Mr. Redreau.

Pierre Christodoulidis, Membre du Conseil du GSCGI

Dr. Frankenstein's Idle Remorse

Ainsi est cité dans BARRON's (July 28, 2012, par Randall W. Forsyth) Sandy Weill, anciennement CEO de Citigroup, l'homme qui a démantelé le « Glass Steagall »! *“ Indeed, Glass-Steagall was still officially the word of the land when Weill engineered the merger of Citi and Travelers Corp in April 1998 for what then was a record-setting \$70 billion. The Citi-Travelers deal brought Salomon Smith Barney into fold, combining banking and brokerage in a way that would have had Messrs. Glass and Steagall spinning in their graves. That legal formality was taken care of the following year with the passage of the Gramm-Leach-Bliley Act, which swept away the last vestiges of the moribund Glass-Steagall. ”* Les media autour de la planète on fait la une, la semaine dernière, sur Weill déclarant à la CNBC que cela avait été une monstrueuse erreur et que l'heure était arrivée pour démanteler les “too big to fail”!

*Cosima F. Barone, Membre du Conseil du GSCGI, c.barone@finarc.ch
www.finarc.ch*

Suite de l'Éditorial (page 2) de Pierre Christodoulidis

...afin d'échapper à cette Hydre à mille têtes qui s'appelle mépris, corruption, détournement ou vol déguisé, fiscalité abusive, sans parler du cas de la Grèce où l'épargnant peut voir sa fortune réduite de 80% du jour au lendemain si les banques sont nationalisées.

C'est ainsi que se font les choses et l'usage est souvent plus fort que la conscience. C'est vrai aussi pour les gouvernements qui sont trop souvent liés aux intérêts de la grande finance. Un pays qui renoncerait aujourd'hui à offrir la protection qui est due à ces épargnants, comme ce fut le cas en 1934 au milieu d'une période politique trouble qui a mené aux excès que l'on connaît, verrait bien vite son crédit moral disparaître et les cohortes de réfugiés financiers se diriger vers des pays concurrents et notamment anglo-saxons plus accueillants et qui ne manqueront pas de présenter leur attitude comme une « assistance à personnes en danger ».

Certains diront que je prêche pour ma paroisse. C'est possible. Mais je sais aussi, pour l'avoir vécu dans mon enfance, ce qu'est d'assister à la destruction du labeur d'une vie sous des prétextes fallacieux inventés pour la circonstance par des gouvernants peu scrupuleux.

Tout cela est grave et on croit vivre (...ou revivre pour certains) un cauchemar. Qui aurait pu imaginer qu'au pays du serment des Trois Suisses on renie nos engagements et notre parole en invoquant la respectabilité de soi-disant règles d'éthique communément **prônées mais peu appliquées**.

Cela rappelle l'attitude du fameux Préfet... qui s'est lavé les mains au lieu de prendre les décisions qui lui incombaient et qui étaient liées à sa fonction.

Et nous n'échapperons pas au verdict de l'histoire si nous n'essayons pas de sauver notre honneur sous peine de ternir irrémédiablement notre réputation et notre image. Einstein avait bien raison lorsqu'il disait que: « Le monde est dangereux à vivre! Non pas tant à cause de ceux qui font le mal qu'en raison de ceux qui regardent et laissent faire ».

JURISTES & FISCALISTES

Rétrocessions: Etat des lieux du droit suisse et de la jurisprudence

Face à la crainte d'une baisse généralisée des marges dans le secteur financier, la viabilité d'un modèle d'affaires fondé en grande partie sur des rétrocessions demeure un sujet d'inquiétudes important pour les acteurs du marché, en particulier au sein de la communauté des gérants de fortune indépendants.

Un bref rappel historique s'impose. Dans son arrêt de principe du 22 mars 2006, le Tribunal fédéral a considéré que les **prestations reçues de tiers par un gérant de fortune** en lien avec l'exécution d'un mandat devaient en principe être restituées au client (ATF 132 III 460). Selon la Haute Cour, un gérant de fortune demeure néanmoins autorisé à conserver ces rétrocessions à la condition que le client renonce expressément à leur restitution, moyennant une information préalable, complète et véridique portant sur leurs modalités de calcul. Dans un arrêt du 29 août 2011 (ATF 137 III 393), le Tribunal fédéral a eu l'occasion de préciser que le client devait disposer d'informations sur les paramètres de calcul et leur ordre de grandeur. C'est d'ailleurs également l'approche retenue par la FINMA dans sa circulaire 2009/1 sur les règles-cadres pour la gestion de fortune. À noter que la Haute Cour a également utilisé une notion bien connue de la réglementation MiFID en faisant obligation au gérant de fortune d'attirer spécifiquement l'attention de clients inexpérimentés sur les possibles conflits d'intérêts que ce type de rémunération pouvait engendrer. Tout ceci semble assez clair, du moins en apparence.

En effet, une problématique juridique récurrente concerne le traitement à accorder aux **commissions d'état** versées par les émetteurs de produits financiers à des distributeurs en contrepartie de leurs activités de distribution. Dans un arrêt pénal du 13 janvier 2011 (6B_223/2010), le Tribunal fédéral a eu l'occasion de préciser qu'elles n'ont en principe pas à être restituées au client dès lors qu'elles ne sont pas perçues «du chef» de la relation du distributeur avec le client final.

Or, l'**Obergericht zurichois a récemment rendu un arrêt qui relance le débat pour les distributeurs de produits financiers**, bien que déboutant au final le client d'une grande partie de sa demande. Le cas concernait un client réclamant de sa banque, liée à lui par un mandat de gestion discrétionnaire, la restitution de la rémunération qu'elle avait perçue de la part de fonds de placement. La banque s'y est opposée, arguant qu'il s'agissait de pures commissions d'état. L'Obergericht zurichois a cependant vu dans les modalités de rémunération de la banque, lesquelles dépendaient étroitement du volume de produits distribués, un indice déterminant en faveur de leur qualification comme rétrocession, en principe sujette à restitution. L'Obergericht zurichois a toutefois retenu que des promoteurs des fonds (*tout comme des*

émetteurs de produits financiers) appartenant au même groupe financier que la banque ne sauraient être qualifiés de «tiers» et que toute rémunération perçue de leur part n'est pas sujette à restitution dès lors qu'elle ne constitue pas un enrichissement sur une base consolidée.

Bien qu'une confirmation de cet arrêt par le Tribunal fédéral soit sans doute nécessaire pour lui conférer une portée plus large encore, il n'en constitue pas moins un nouvel écueil pour les distributeurs de produits financiers, sans liens de groupe avec les émetteurs ou les promoteurs de fonds, mais néanmoins liés à leurs clients par un rapport de mandat.

Est-ce à dire que toute rétrocession risque d'être bientôt purement et simplement prohibée dans le monde du conseil et de la gestion de fortune? C'est en tous cas la voie d'ores et déjà choisie par certains Etats européens ainsi que par le projet de directive MiFID révisée (**MiFID II**). En Suisse, dans son Vertriebsbericht 2012, la FINMA défend notamment un régime dans lequel les prestataires de services financiers devraient être tenus d'informer leurs clients des rémunérations perçues de tiers pour la distribution des produits ou des avantages accordés à leurs employés pour la distribution de produits financiers, sans aller jusqu'à les interdire (Vertriebsbericht 2012). Elle est également d'avis que l'**appellation «indépendant»** ne saurait être utilisée que par des prestataires ou des gérants agissant sans aucune incitation de la part de tiers et sans leur être liés d'une autre manière, par exemple par des engagements contractuels ou relevant du droit des sociétés.

À la suite de ce rapport, le Département fédéral des finances a récemment reçu mandat du Conseil fédéral d'élaborer les bases légales requises pour améliorer la protection de la clientèle dans le cadre de la distribution des produits financiers. Nul doute que celles-ci couvriront également la problématique des rétrocessions. Seront-elles purement et simplement interdites, comme semble vouloir le prévoir le législateur européen ou resteront-elles autorisées et, si oui, à quelles conditions? Les paris sont ouverts.



Me Thomas GOOSSENS
Associé, BCCC Avocats Sàrl
goossens@bccc.ch



Me Benoît DORMOND
BCCC Avocats Sàrl
dormond@bccc.ch

www.bccc.ch

L'AVIS DE L'ANALYSTE

Can the Fed Really do More?

Professor Stephanie Kelton, University of Missouri, Kansas City, USA, keltons@umkc.edu

I've grown increasingly frustrated by the near universal cry for more action from the Fed. My friend and fellow blogger Marshall Auerback has quipped that it's as if every mainstream progressive received the same White House memo. I imagine it looked something like this:

MEMO

To: Mainstream Media (TV, Radio, Print Media)

From: Office of the White House

Date: June 10, 2012

Re: Messaging on the Recovery

The economic recovery is faltering. The fiscal cliff is nearing. Many nations have already fallen back into recession. The net worth of a typical American family is down almost 40 percent since the start of the crisis. Unemployment is rising. People are worried about keeping their jobs, holding onto their homes and paying down the enormous debts they accumulated over the last decade or more. The bloodletting at the state and local government level continues unabated, and this is compounding our economic problems. Consumer confidence is down, and small businesses are struggling to remain profitable.

Some of you have written about the mistakes of our past, pointing out the trauma that was inflicted in 1937, when FDR decided it was time to move toward a balanced budget. Please stop that. This is an election year, and I cannot afford to be viewed as soft on the deficit. Besides, Congress will not support anything I put forward, so we've got to enlist the help of an independent body like the Federal Reserve if we're going to improve things before November. So here's what I need you to do — scapegoat the Fed. Call them out, repeatedly, for "sitting on their hands." Demand that they do more. Tell them that "country trumps credibility."

Message received! Krugman, Baker, Yglesias, Hayes — everyone seems to have gotten the memo. Ordinarily, they insist, the Fed could reach into its tool kit and deliver a powerful shot of economic adrenaline that would set off a frenzy of borrowing and spending. But that typically potent transmission mechanism is said to be broken because borrowing costs are already essentially zero. The curse of the so-called Zero Bound! What to do? The Fed must move into uncharted territory. It must "do more."

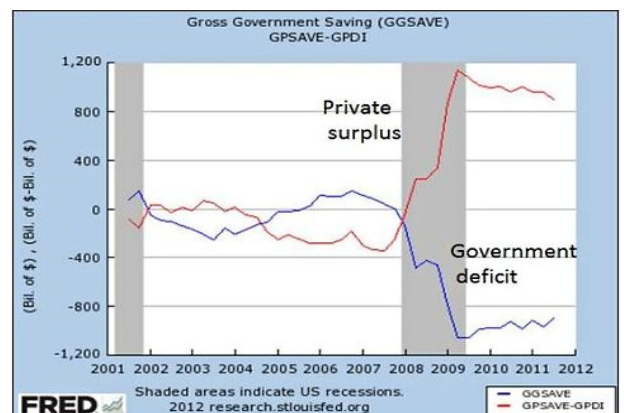
And so instead of building a powerful, unrelenting case for further fiscal easing, mainstream progressives are focused on the Fed, demanding that it do just as much to promote growth and employment as it does to promote price stability. How? By following Krugman's advice and "credibly committing to a higher inflation target," which, it is argued, will stimulate spending by lowering the real rate of interest. It's a policy recommendation that only an economist (or someone with enough credit hours to

be dangerous) could conjure up. I almost hope the Fed tries it so that we can banish this proposal to the wasteland of failed policy recommendations (along with QE1, QE2 and Operation Twist). But millions of Americans are suffering and so I really do not want to see us pursue a losing policy just because the **alternative** looks like a political nonstarter.

The zero bound isn't the problem. **Brazil's** central bank has cut its policy rate by 400 basis points since August 2011. That's 4 percentage points in under a year! Meanwhile, growth continues to slow and inflation is falling. Why? Brazil isn't up against the zero bound (far from it, rates are at 8.5 percent). The problem is that monetary policy is a blunt instrument (at best). Committing to a higher inflation target isn't going to pull us out of the economic doldrums.

Dean Baker has argued that the Fed could push long-term rates down another 20-30 basis points, which could allow some Americans to refinance their homes, freeing up a bit of their take-home pay for other uses. But I wonder how many people would do what I did when long-term rates fell to historic lows. I refinanced from a 30-yr fixed to a 15-year fixed mortgage and consequently spend less on everything else!

In any event, we're in a balance sheet recession. We should be encouraging the private sector to borrow less, not taunting people with negative interest rates and encouraging them to leverage up. And we should recognize that the government's deficit is the key to helping the private sector de-leverage.



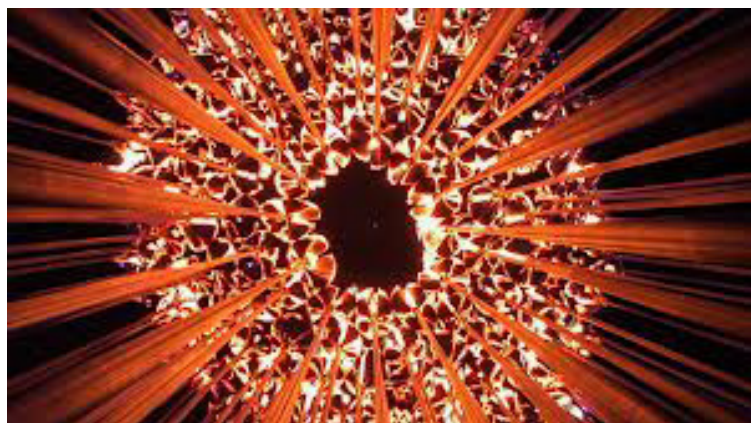
Reducing the government's deficit means cutting the non-government's surplus, which frustrates their efforts to pay down debt.

We need **rising incomes** to support a recovery that can be sustained by private sector spending, and the Fed isn't the agency we should be looking to for help on this front.

LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

Aucune réunion n'est prévue pour juillet et août au GSCGI...

...alors que la planète s'est réunie dans la "City" pour les Jeux Olympiques 2012!



CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

Potrebbe essere una semplice questione di tempo?

Un interessante paragone tra la Svizzera e l'Unione Europea:

Il caos monetario prima del 1850

Prima della riforma monetaria del 1850 il nostro paese ha conosciuto un incredibile caos: i cantoni e le città coniarono un enorme numero di monete utilizzando campioni e sistemi monetari diversi. Parecchie monete erano in circolazione, portate da mercenari e soldati al servizio straniero, così pure i primi biglietti di banca emessi da banche private. Movimenti e cambi di denaro erano laboriosi e complicati.

La nascita del franco svizzero

Per mettere fine a questa situazione la Costituzione federale del 1848 conferì alla Confederazione il diritto esclusivo di coniare le monete. L'Assemblea federale decretò il 7 maggio 1850 la prima legge federale sulla moneta, orientandosi in larga misura al sistema monetario francese. Questa legge diede avvio all'introduzione della moneta denominata "franco" come unità monetaria.



La nascita dell'Euro

Le monete e i biglietti in Euro furono introdotti nel 2002 (nel 1999 già come unità di conto virtuale) in dodici degli allora quindici stati dell'Unione. Attualmente diciassette dei ventisette stati UE (la cosiddetta Zona euro) riconoscono l'euro come propria valuta legale (Portogallo, Olanda, Belgio, Francia, Lussemburgo, Italia, Germania, Finlandia, Spagna, Austria, Irlanda, Grecia, Slovenia, Cipro, Malta, Slovacchia, Estonia). Nei libri scolastici, gli storici nel 2050 (dico duemilacinquanta) scriveranno:

“prima della riforma del 2002, in Europa esisteva un incredibile caos di monete (franchi francesi e belgi e lussemburghesi, lire, marchi, pesetas, fiorini, dracme, escudos, ecc ecc.)”.



Paolo CAMPLANI
CAMPLANI & PARTNERS SA
Membre du Conseil du GSCGI,
www.camplanipartners.ch
paolo.camplani@camplanipartners.ch

CALENDRIER DES PROCHAINES REUNIONS MENSUELLES

28 septembre 2012/Genève -- Orateur:

19 octobre 2012/Genève -- Orateur:

23 novembre 2012/Genève -- Orateur:

Réservez ces dates !

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

Non-Membres bienvenus -- Inscrivez-vous !

LA PAROLE EST A VOUS

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

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

RÉSERVEZ SANS TARDER LE NUMÉRO QUI VOUS INTÉRESSE !

WEALTHGRAM@GSCGI.CH

LE SPONSOR D'AOUT 2012

FINARC (Financial Analysis Research Consulting) SA, Membre du GSCGI



Thinking Differently in Today's Fast-Paced World where Economics, Politics and Geopolitics constantly Interact

FINARC provides clients with unequalled personal and committed attention, as well as the absolute highest level of sound, conservative advice available anywhere. In today's fast-paced world, the wise investor appreciates the simple courtesies and traditional values, made of a sound, steady and patient investment that stands the test of time. Long-term capital appreciation and capital preservation are two sides of the same coin. With FINARC's safety-first approach towards investing clients' money, capital preservation takes precedence.

An informed investor makes wise decisions. Our INFERENTIAL FOCUS publication is a window on the world and the interaction of all its parts, grounded on the awareness that nations and people behave in certain constrained, and therefore predictable, ways based on the resources within their grasp and the neighbourhood in which they live. The publication is, therefore, a window on world's events of any type, economic, strategic, geopolitical, and on their resulting impact in the marketplace. Known paradigms and biases are set aside in order to develop a body of knowledge on FINARC's own objective terms, well ahead of conventional wisdom. Opinions expressed may appear provocative and contrarian, sometimes unorthodox, but they are always independent. Based both on appropriate knowledge of the past and a clear vision of the future, the current time and situation assessment is intensely thought-provoking and it inevitably leads to the safest and most profitable investment decisions.



Cosima F. Barone

Founder & Chairman

FINARC SA

Author of the

INFERENTIAL FOCUS

a unique bi-monthly financial analysis (subscription)

www.finarc.ch -- c.barone@finarc.ch



The idea is there, locked inside.
All you have to do is remove the excess stone.
Michelangelo

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 us, and we do not make any representation as to its accuracy or completeness. Any statement nonfactual in nature constitute only current opinions, which are subject to change.