

THE IFA's

# Wealth Gram

LA TRIBUNE MENSUELLE  
DES MEMBRES DU GSCGI

wealthgram@gscgi.ch  
www.gscgi.ch

Vol. IV  
N°47 - Décembre 2015



## ASSURANCE CADRE RESPONSABILITÉ CIVILE *pour les Membres du GSCGI*



## SOMMAIRE

<b>3</b>	Editorial	<b>Revolving Doors</b> <i>Pierre Christodoulidis, membre du Conseil du GSCGI</i>
<b>4-5</b>	Sponsor de Décembre 2015	<b>Assurance Cadre Responsabilité Civile ...pour les membres du GSCGI</b> <i>Etienne Gaulis, Membre du Conseil et Chef de la Commission Assurances du GSCGI</i>
<b>6-7</b>	Les Membres du GSCGI	<b>FECIF informs...</b> <i>NewsFlash 78 &amp; 77 (ESAs: Consultation on PRIIPs/ EIOPA : KID for PRIIPs)</i> <b>CIFA informs...</b> <i>XIV<sup>th</sup> CIFA Forum 2016 &amp; TRUSTING N°8 July-Dec. 2015</i>
<b>8-9</b>	Placements & Techniques de Gestion	<b>Convertibles Européennes: Un composant indéniable de l'allocation d'actifs</b> <i>C.M. Camin &amp; Gildas Hita de Nercy, ELLIPSIS AM</i>
<b>10-11</b>	Juristes & Fiscalistes	<b>Projets LSFfin et LEFin...</b> <i>...par Me Olivier Depierre, CDBF / www.cdbf.ch</i> <b>Gérants de fortune indépendants...</b> <i>...par Me A.Gallopin &amp; Me S. Meregalli</i>
<b>12-13</b>	L'Avis de l'Analyste	<b>La gestion tactique devient stratégique</b> <i>Emmanuel Ferry, PBS Investments, Membre Partenaire du GSCGI</i>
<b>14-15</b>	In Globo	<i>various ... CFB</i>
<b>16-17</b>	Global Events & Agenda of GSCGI's Monthly Conferences	<b>FECIF: European Financial Conference (2015, Dec. 10 - Brussels)</b> <b>GSCGI: Plan-Cadre d'Assurance Professionnelle (2015, Dec. 4 - Geneva)</b>
<b>18-19</b>	La Réunion Mensuelle du GSCGI	<b>2015, Nov. 13 - Geneva: Challenges for Swiss Financial Regulations?</b> <i>Prof. Aymo BRUNETTI, article de Cosima F. Barone</i>
<b>20</b>	Book Review	<b>Future Crimes: Everything Is Connected, Everyone Is Vulnerable, and What We Can Do About It,</b> <i>by Marc Goodman</i>
<b>21</b>	Clin d'Oeil à l'Histoire La Parole est à Vous	<b>FED's great century shift: from Bankers to Academia</b> <i>Cosima F. Barone, FINARC SA, www.finarc.ch</i>
<b>22</b>	Sponsor de Décembre 2015	<b>GSCGI — www.gscgi.ch</b>

## Editeur: G S C G I

### Secrétariat Général:

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

Zürich: sekretariat@svuf.ch

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

Lugano: segreteria@gscgi.ch

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

Advisory Committee Director,

Maquette & Réalisation:

Cosima F. Barone

www.finarc.ch

c.barone@finarc.ch

## ÉDITORIAL

### Revolving Doors

De nombreux articles discrets ont paru ces dernières années sur la vie confortable des “fonctionnaires” bruxellois des institutions européennes. Suite à un long processus d’auditions, l’ensemble des commissaires proposés par **Jean-Claude Juncker** ont été investis, sauf la candidate slovène, **Alenka Bratusek**, non soutenue par son gouvernement. *Et comment se passe la nomination des commissaires?* Ceux-ci doivent tout simplement compléter une déclaration détaillant “leurs intérêts financiers”. Ils ont interdiction de traiter des dossiers liés à leurs proches, sans aucune définition sur les termes “intérêts financiers” et “proches”. Aucune exigence n’est formulée sur le parcours professionnel des concernés. Le pouvoir des commissaires est considérable puisqu’ils formulent les lois et directives qui s’appliqueront aux cinq cent millions de citoyens de l’Union Européenne. Ainsi, Bruxelles est devenue un lieu incontournable du lobbyisme (*le 2ème au monde après Washington*). Ainsi, les “portes-tambour” fonctionnent à merveille dans cet univers feutré. D’anciens dirigeants de grandes entreprises migrent vers la Commission et ses très nombreuses ramifications, alors que les anciens hauts fonctionnaires sont accueillis dans le secteur privé, moyennant la vente de leurs carnets d’adresses. *Qui en profite?* Les “pantoufflards”, ceux qui continuent à fonctionner dans la machine européenne et cela, sans éprouver la moindre gêne sur ce genre de pratiques, car ils considèrent que ceux qui ont quitté l’institution n’abusent pas d’un pouvoir et ne violent aucune loi.

*Comment cela se passe-t-il dans la réalité crue des choses?* En 2010, un ancien commissaire chargé de l’Entreprise et de l’Industrie, l’Allemand **Günter Verheugen**, a créé un bureau, la Société de Conseil European Experience Consulting (*EEC, acronyme pour le moins évocateur...*) avec Petra Erler son ancienne chef de Cabinet. La société mentionne sur son site “qu’elle aide à établir la meilleure stratégie pour interagir avec les institutions européennes”. La bulgare **Magdalena Kuneva**, ancienne commissaire à la Protection des Consommateurs a été propulsée au sein du conseil d’administration de la BNP. L’irlandais **Charlie McCreevy**, ancien commissaire européen au Marché intérieur et aux Services, rejoint une banque et les conseils d’administration de Ryannair et de Sentenial.

Le malaise étant évident, la réglementation a été durcie et une période de notification de 18 mois est désormais imposée aux anciens commissaires, et leur(s) futures activité(s) et rémunération(s) soumises à l’approbation de l’Union Européenne. Les anciennes règles ne prévoyaient aucune interdiction explicite concernant le lobbyisme. Mais les nouvelles règles ne définissent pas clairement la notion de “commerce d’influence”. Elles occultent le fait que les décisions des commissaires sont collectives et peuvent donc aisément dépasser le secteur qu’ils sont sensés superviser. Ainsi, la réglementation revue ne règle pas le “pantouflage”. **Viviane Reding**, successivement commissaire à l’Education, à la Culture, au Multilinguisme et à la Jeunesse (1999-2004) puis commissaire

à la Société Numérique (2004-2009) et ensuite commissaire à la Justice, aux Droits fondamentaux et à la Citoyenneté (2010-2014), outre son élection comme député européenne, a rejoint les conseils d’administration de la société minière Nyrstar, de la Fondation Bertelsmann et d’Agfa Gevaert. Détail intéressant, les anciens commissaires perçoivent mensuellement, pendant trois ans entre 8’332€ et 13’590€, soit entre 40% et 65% de leur salaire. Dans ce même contexte, les anciens hauts fonctionnaires au sein de la machine bruxelloise ont de belles perspectives. La médiatrice européenne, **Emily O’ Reilly**, chargée des plaintes formulées par les citoyens et autres ONG à l’encontre du fonctionnement de l’Union déplore “une mauvaise administration systématique de la mise en œuvre de certains aspects de l’approche de la Commission”. Elle précise bien plus loin qu’ “évidemment, les principes sur lesquels reposent nos recommandations s’appliquent également aux commissaires européens”.



C’est en 2008 que la médiatrice réagissait à la nomination de **Michel Petite** à la tête du comité interne chargé de se prononcer sur les cas de “pantouflage” alors qu’il venait d’être engagé par le Cabinet d’avocats Clifford Chance en tant que lobbyiste. Les députés européens ne sont pas exempts de cette problématique. Nombreux sont ceux qui acceptent des postes dans le secteur privé dans une activité proche de leur mandat à l’Union Européenne. **Sharon Bowles**, ex présidente de la Commission des Affaires Économiques et Monétaires (*réglementation des marchés financiers et de l’assurance*) atterrit au conseil d’administration du London Stock Exchange Group; **Arlene McCarthy**, ex vice-présidente, a été nommée vice-présidente de la société de lobbying Sovereign Strategy; **Peter Skinner** a rejoint la direction d’Allianz en qualité de chargé des questions internationales européennes; **Corien Wortmann-Kool** siège au conseil d’administration d’AEGON et du fonds de pension ABP. La danoise **Emilie Turonen** de la Commission du Marché intérieur et de la Protection des Consommateurs est à la banque Nykredit en tant que responsable des affaires publiques et la britannique **Fiona Hall** (*anciennement membre de la Commission de l’Industrie, de la Recherche et de l’Energie*) a fondé une société de conseil aux entreprises productrices de matériaux de construction.

Ainsi tout va pour le mieux dans le monde des institutions européennes, si prolifiques à ériger des normes et règles de tous poils. Il faut en conclure que le conflit d’intérêt ne fait pas l’objet de la même interprétation pour tout le monde!

**Pierre Christodoulidis**  
Membre du Conseil du GSCGI



## ASSURANCE CADRE RESPONSABILITÉ CIVILE



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



L'évaluation et la consultation sur les projets de la Loi fédérale sur les Services Financiers (LSFin) et de la Loi fédérale sur les Établissements Financiers (LEFin) sont enfin terminées, le projet a été déposé par le Conseil fédéral le 4 novembre 2015 et nous en connaissons désormais le contenu. Tout se précise et nous ne pouvons que nous réjouir au GSCGI qu'un grand nombre de nos propositions aient été entendues par les instances fédérales.

Sans rentrer dans les détails que vous lirez dans nos articles séparés, fort est d'admettre que ces nouvelles dispositions vont renforcer la protection des clients des gestionnaires de fortunes indépendants. Les GFI devront s'adapter en conséquence et s'organiser pour augmenter la rigueur et la communication dans leur travail quotidien.

Cette nouvelle donne entraînera inmanquablement plus de responsabilité du tiers gérant que cela n'a été le cas par le passé. Les clients vont adopter une nouvelle relation avec leurs gérants, plus exigeante en termes de stratégie, de frais et de résultats. Ils vont par conséquent être plus stricts dans leurs revendications de reporting avec un contrôle critique de la stratégie de placement convenue.

#### **Qu'en est-il de la responsabilité du gérant indépendant?**

Elle devient un sujet fréquent de discussion et les lois LSFin-LEFin en définissent maintenant précisément les contours. Comme nous l'avions prédit, nous nous dirigeons rapidement vers l'obligation pour les GFI de se protéger en matière de leur responsabilité civile de tiers gérants. Le législateur fixe le niveau de capacité financière que devra atteindre le gérant ou l'obligera

à s'assurer en responsabilité civile auprès d'un assureur (*référence: article 31 lettre b*).

Le GSCGI, précurseur en la matière, a anticipé depuis 2009 cette exigence pour offrir à ses membres une couverture cadre d'assurance exclusive. Ces couvertures étendues et complètes offrent une sécurité accrue aux gérants dans leur activité quotidienne. L'assurance professionnelle prémunit les professionnels de situations inattendues et génératrices de conséquences financières parfois désastreuses.

#### **Où en sommes-nous aujourd'hui?**

La Commission Assurances du GSCGI a entrepris une large évaluation du marché et a procédé à un appel d'offre auprès des assureurs spécialisés dans les domaines des couvertures responsabilité professionnelle (RCPI), responsabilité des dirigeants d'entreprise (D&O) et des risques de fraude (FR). Les assureurs ayant rempli le cahier des charges ont été audités au cours de l'été et la Commission a présenté ses recommandations au Conseil du GSCGI cet automne. Le Conseil a choisi les deux meilleures offres, soit celles des assureurs AXA et Liberty, pour proposer les nouvelles couvertures RC cadres du GSCGI pour les prochaines années. Ces deux assureurs seront donc nos partenaires exclusifs autorisés à présenter les couvertures des trois risques précités aux conditions préférentielles pour nos membres.

De façon concrète, 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.

*CONTINUED ON PAGE 5*

## ASSURANCE CADRE RESPONSABILITÉ CIVILE

CONTINUED FROM PAGE 4

### 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

Voilà en résumé ce que vous pouvez attendre de ces couvertures. Il n'y a pas péril en la demeure mais une future obligation de s'assurer pointe à l'horizon vraisemblablement déjà en 2017. Alors pourquoi attendre? Évaluez au moins la situation maintenant afin d'anticiper les événements.

Venez assister à la présentation détaillée de ce concept cadre responsabilité civile lors du petit déjeuner du GSCGI le 4 décembre au Métropole à Genève (*voir invitation séparée par le Secrétariat du GSCGI et publiée en page 17, ainsi que sur le site web - www.gscgi.ch*).

A cette occasion, vous pourrez prendre connaissance des coûts de ces programmes et être informés sur le règlement de sinistres avec des cas réels récemment traités. Une explication détaillée vous sera fournie sur les documents à fournir et sur les informations nécessaires.

**Etienne Gaulis**

*Membre du Conseil du GSCGI  
Chef de la Commission Assurances*

## LES MEMBRES DU GSCGI

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

#### FECIF informs...



**JOHANNES MUSCHIK**

**FECIF's**

Chairman of the Board

[www.fecif.org](http://www.fecif.org)

\*\*\*



**VINCENT J. DERUDDER**

HONORARY CHAIRMAN

AND PRESIDENT OF THE

CONSULTATIVE COMMITTEE

\*\*\*



\*\*\*

**GSCGI**

is Member of  
FECIF's Board

#### CATTANEO ZANETTO & CO.

POLITICAL INTELLIGENCE • LOBBYING • PUBLIC AFFAIRS

#### FECIF NewsFlash 78/2015 — ESAs: Consultation on PRIIPs key information for EU retail investors

**Executive Summary** — The Joint Committee of the European Supervisory Authorities (ESAs) – EBA, EIOPA and ESMA – has launched its Joint consultation paper on PRIIPs Key Information Documents to gather stakeholder views on proposed rules on the content and presentation of the Key Information Documents (KID). The consultation runs until 29 January 2016.

**Analysis** — The KID, once finalised and implemented, aims to provide EU retail investors with consumer-friendly information to enable retail investors to understand and compare packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) across the EU, whether offered by banking, insurance or securities firms. The consultation paper sets out details on the proposed requirements to be included in the preparation of the KID, these include:

- a common mandatory template for each KID, including the texts and layouts to be used;
- a summary risk indicator of seven simple classes for the risk and reward section of the KID;
- a methodology to assign each PRIIP to one of the seven classes contained in the summary risk indicator, and for the inclusion of additional warnings and narrative explanations for certain PRIIPs;
- details on performance scenarios and a format for their presentation, including possible performance for different time periods and at least three scenarios;
- costs presentation, including the figures that must be calculated and the format to be used for these i.e. in both cash and percentage terms;
- specific layouts and contents for the KID for products offering multiple options that cannot be effectively covered in three pages;
- the revision and republication of the KID, to be done at least annually; and
- the KID must be provided sufficiently early for a retail investor to be able to take its contents into account when making an investment decision.

**Additional Information** — The ESAs will also hold a Public Hearing on KID for PRIIPs in Frankfurt on 9 December in support of this consultation. Comments on this consultation paper can be sent using the response form, via the ESMA website under the heading 'Your input/Consultations' by 29 January 2016. Contributions not provided in the template for comments, or after the deadline will not be processed..

**Sources** — *the above-mentioned relevant documents are available upon request to either FECIF or GSCGI.*

\*\*\*

#### FECIF NewsFlash 77/2015 — EIOPA : KID for PRIIPs Public Hearing, December 9

**Executive Summary** — EIOPA has announced a Joint ESAs public hearing on the Key Information Document for PRIIPs will be held on 9 December 2015 (10:00 to 16:00 CEST) in Frankfurt.

**Analysis** — The objective of the event is to explain the PRIIPs Consultation Paper with draft RTS. There will be discussing the following main themes:

- Risks and Rewards

...cont'd on page 7



## LES MEMBRES DU GSCGI

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

...cont'd from page 6

- Costs
- Application of the KID to different types of PRIIPs, including MOPs
- Application in different distribution channels, e.g., secondary markets
- Other aspects of the KID

Members of the PRIIPs subgroup of the ESAs will explain the ratio behind the choices they made in the Consultation Paper, this public hearing will be a good opportunity for interesting and lively dialogues and will help in delivering the best possible draft RTS.

**Additional Information** — Registration is now open at this link:  
[https://ec.europa.eu/eusurvey/runner/Registration\\_Form\\_EIOPA\\_KID\\_for\\_PRIIPs\\_Public\\_Hearing](https://ec.europa.eu/eusurvey/runner/Registration_Form_EIOPA_KID_for_PRIIPs_Public_Hearing)

Deadline for registrations is 26 November 2015.

The event is free-of-charge. Please note that seating capacity for

this event is limited and we might have to restrict attendance. Confirmations will be sent shortly after the registration deadline.

Date: 09/12/2015 10:00

Location: Goethe University, Campus Westend, Frankfurt

**Sources** — *The draft programme is not yet available.*

Further information: <https://eiopa.europa.eu/Pages/Events/KID-for-PRIIPs-Public-Hearing.aspx>

\* \* \*

CATERINA VIDAL, Cattaneo Zanetto & Co.,  
[www.cattaneozanetto.it](http://www.cattaneozanetto.it) — [caterina.vidal@cattaneozanetto.it](mailto:caterina.vidal@cattaneozanetto.it)

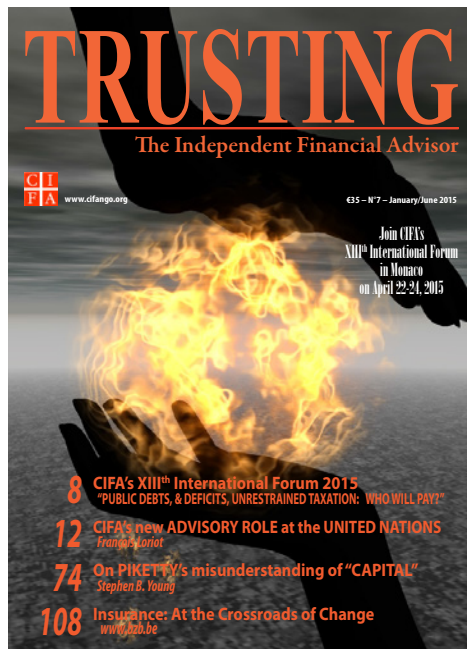
### CIFA informs...

PLAN ahead of time **Your Advertisement** in the forthcoming issue of...

CONTACT: [c.barone@finarc.ch](mailto:c.barone@finarc.ch)

N°8 July-December 2015

[www.cifango.org](http://www.cifango.org)



Mark your agenda: **XIV<sup>th</sup> CIFA International Forum in Monaco, May 31-June 3, 2016**

## PLACEMENTS & TECHNIQUES DE GESTION

### Convertibles Européennes: Un composant indéniable de l'allocation d'actifs

ELLIPSIS AM  
EXANE

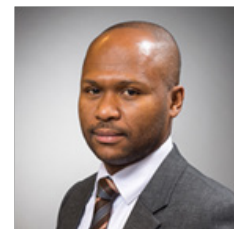
Avec 1,8 milliard d'euros d'encours gérés à fin octobre 2015, dont plus de 70% sur les fonds convertibles, Ellipsis AM se positionne parmi le Top 10 des gérants européens de référence en ce domaine. Les fonds convertibles constituent son ancrage historique, avec près de 12 ans de track-record pour son plus ancien fonds Ellipsis Master Top ECI Fund. Son équipe de gestion nous donne son point de vue sur cette classe d'actifs. Selon leur analyse de l'état du marché, de la réglementation, des flux et du gisement, elle considère que la classe d'actifs est toujours sur un bon momentum.

#### Décryptage du gisement en 3 points clés

Le positionnement actuel de la classe d'actifs des obligations convertibles européennes, présente selon nous plusieurs attraits (analyse au 30/10/2015).

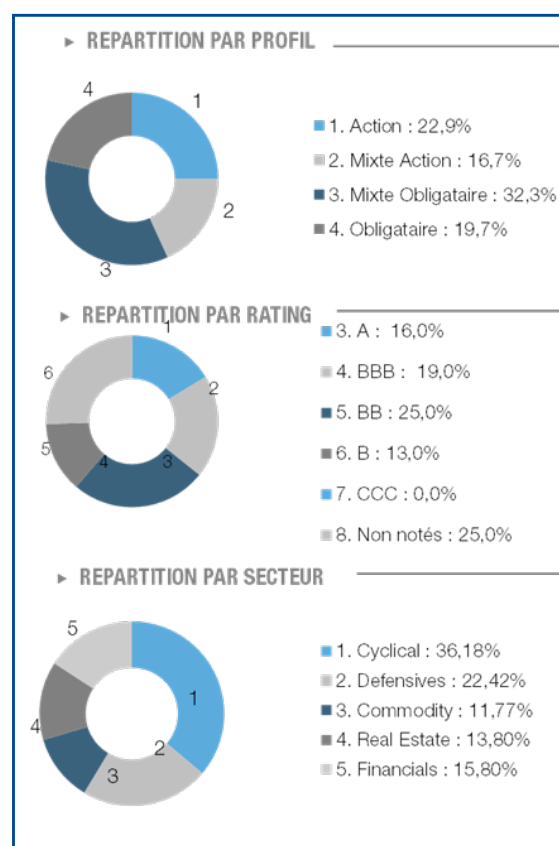
- Un profil technique convexe à plusieurs titres. Le gisement dispose de 45% de profils mixtes, 15% de profils obligataires, soit depuis un an un gain de 15% des profils convexes. En effet, la baisse des marchés au 3e trimestre 2015 a été à la fois favorable au profil des convertibles et à leur valorisation. Malgré la forte résilience de la valorisation des convertibles, le gisement a néanmoins vu sa surcote moyenne disparaître. Cependant, les profils "blue chips" restent légèrement surcotés (+2.7%, loin de leur surcote moyenne historique de +2,5%), et les profils "mid-caps" sont décotés de presque 1.25%.
- Une sur-représentation du segment de crédit BBB et BB. Or ce segment est celui qui, selon nous, présente le potentiel de resserrement le plus élevé. Notons que ce segment a considérablement retrouvé du portage avec le récent écartement des spreads de crédit.
- Une exposition sectorielle bien positionnée dans un cycle de reprise économique, même fragile. En règle générale, les investisseurs des convertibles européennes héritent de la segmentation du gisement. En effet, bon nombre d'émetteurs, souvent non notés pour plus de la moitié d'entre eux, se financent par les convertibles pour porter une histoire à laquelle le marché adhère et qui est en phase avec le contexte économique. A ce titre, nous disposons aujourd'hui de 39% d'entreprises cycliques (généralement bien positionnées dans le cycle, surtout dans un scénario de reprise, avec une faveur pour celles en début de cycle comme le secteur du voyage et loisir, de l'automobile, ...), 22% de défensif, avec un bon mix entre les défensives domestiques (les utilities, la télécommunication et la consommation) et les défensives de croissance (le médical et les biens de consommation avec une exposition à l'étranger).

Le segment historique du gisement, l'immobilier, est toujours présent, mais dans une moindre mesure (13%). En 2014, il avait fortement contribué à la performance du gisement, notamment avec le bid de Deutsche Annington sur Gagfah. Nous continuons de penser que la thématique M&A soutiendra ce segment, surtout l'immobilier Allemand et UK qui sont en consolidation. Récemment, Leg Immobilier a reçu une offre de Deutsche Wohnen, et Vonovia s'est dépêché d'en faire un sur Deutsche Wohnen... Enfin, nous retrouvons 11% de matières premières. C'est un segment en pleine mutation et dans la tourmente, mais nous pensons également qu'il y a certaines opportunités à saisir via la thématiques M&A.



Claude Martin Camin  
Gérant Convertibles  
ELLIPSIS AM

#### FOCUS SUR LE GISEMENT DES CONVERTIBLES EUROPEENNES



“ Nous considérons que la liquidité du gisement des convertibles européennes s'est améliorée ”

...cont'd on page 9

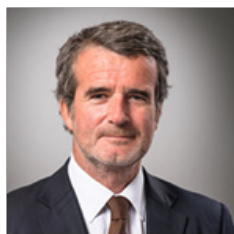


## PLACEMENTS & TECHNIQUES DE GESTION

### Convertibles Européennes: Un composant indéniable de l'allocation d'actifs

ELLIPSIS AM  
EXANE  
...cont'd from page 10

#### La "fausse peur" de la liquidité?



Gildas Hita de Nercy  
Président du Directoire  
ELLIPSIS AM

Chez Ellipsis AM, nous considérons que la liquidité du gisement des convertibles européennes s'est améliorée. D'une part, en trois ans, l'encours moyen a progressé de 430M€, ceci grâce à un marché primaire favorable aux émetteurs, et plus particulièrement les "large cap". A titre d'exemple, nous sommes passés de 44% de "large cap" à 65%; en défaveur du segment "mid/small" qui est passé de 56% à 35%.

D'autre part, le delta moyen du gisement étant de 39%, la liquidité des sous-jacents permet aux teneurs de marché de fournir plus facilement de la liquidité. Nous devons cette croissance de la taille moyenne du gisement à un primaire très actif. En effet, en YTD nous sommes à +77Md€ (+18M€ en 2014, +18M€ en 2013...), légèrement supérieur au montant des années précédentes (+19M€ en YTD), mais décevant en nombre de souches. Nous pensons que cette tendance se poursuivra, d'autant plus que le plus important mur de tombées était en 2014. De plus, les voyants sont au vert pour émettre des convertibles (taux et spread bas, actions hautes et la poursuite de la désintermédiation bancaire).

#### Perspectives d'investissement

Nous notons un momentum soutenu par les inflows de ces trois dernières années. Inflows provenant des investisseurs

convaincus de l'attrait des convertibles dans une allocation d'actifs (couple rendement risque en moyenne historiquement plus intéressant que les actions, et le crédit même après 20 ans de baisse des taux), des assureurs et des banques pour leur faible consommation en capital réglementaire, motivés par Solvency II et Bâle III. De plus, les valorisations sont attractives à la fois sur les convertibles qui sont en moyenne à leur juste valeur, et sur les sous-jacents des convertibles (à horizon 1 an 2 ans, le consensus des analystes s'attend à une croissance des bénéfices bien supérieure au Stoxx 600. Une anticipation en phase avec le positionnement dans le cycle de la composition sectorielle du gisement). D'autre part, nous pouvons noter d'autres catalyseurs comme le traitement très favorable des convertibles en cas de M&A, une thématique très dynamique sur le secteur de l'immobilier et des matières premières. Enfin, les convertibles européennes sont un véhicule intéressant pour se positionner sur la reprise en Europe. En effet, dans le contexte actuel, un certain nombre d'éléments sont favorables pour l'Europe, sa gouvernance, les réformes en marche, la politique monétaire via le QE et les primes de risque. Contrairement aux pays émergents, où en Chine nous pensons qu'il y'a un risque sur l'appréciation du "soft ou hard landing", au LATAM où une bulle est en train de se dégonfler et aux USA, où ils ont déjà fait une bonne partie du chemin, et la remontée certaines des FED fund n'aidera pas à booster son attrait.

**"Les convertibles européennes nous semblent un véhicule intéressant pour se positionner sur la reprise en Europe"**

#### UNE CLASSE D'ACTIFS AU RENDEMENT / RISQUE HISTORIQUE ATTRACTIF A MOYEN ET LONG TERME

Source: Ellipsis AM,  
Bloomberg du 31/08/1994  
au 31/10/2015.  
Indice actions:  
EURO STOXX 50®  
dividendes réinvestis  
Indice obligations convertibles:  
Top ECI 25  
Indice obligataire:  
IBOXX Euro Corporate Bond  
après janvier 1999  
(Global Aggregate JPM EUR  
avant 1999).  
Les performances passées ne  
sont pas un indicateur fiable  
des performances futures.

	20 ans		10 ans		5 ans		3 ans		1 an	
	Perf ann.	Vol.	Perf ann.	Vol.	Perf ann.	Vol.	Perf ann.	Vol.	Perf ann.	Vol.
<b>ACTIONS</b>										
EURO STOXX 50® TR	7,2	23,1	3,5	23,4	7,2 ↑	21,3	14,1 ↑	18,4	13,0 ↑	23,0
<b>CONVERTIBLES</b>										
Top ECI 25 Index	7,5 ↑	9,8	5,7 ↑	9,1	7,1	6,2	10,3	5,8	11,6	7,6
<b>OBLIGATIONS</b>										
iBoxx EU Corporate	5,5	3,3	4,1	2,8	4,5	2,5	3,8	2,0	0,3	2,2
<b>MONETAIRE</b>										
Eonia capitalisé	2,3	0,1	1,4	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0

Cet article est disponible en version intégrale sur le website -- www.gscgi.ch -- et en zone "membres" dès Janvier 2016.

## JURISTES & FISCALISTES

### Projets LSFIn et LEFin: Les responsables de la gestion d'actifs selon les projets de LEFin et de LSFIn

...article de Me Olivier Depierre, Centre de Droit Bancaire et Financier - <http://www.cdlbf.ch/934/>

La présente contribution se limitera à une analyse critique de la réglementation des responsables de la gestion d'actifs, prévue au Chapitre 2 "Etablissements financiers" du projet de LEFin. Sous I, nous nous intéresserons au gestionnaire de fortune et à l'oublié du jour, le conseiller en placement; sous II, nous découvrirons le trustee, nouvellement arrivé; sous III, nous (re) trouverons le gestionnaire de fortune collective et la direction de fonds; enfin, sous IV, nous envisagerons un très bref aperçu des nouveautés du projet de LSFIn en lien avec les acteurs précités.

**I.** D'emblée, le Conseil fédéral prévient: «[s]i nécessaire, les termes définissant le gestionnaire de fortune seront précisés dans une ordonnance» (cf. *projet de Message du Conseil fédéral*, p. 117). On restera donc sur notre faim quant à ce qui est entendu par: «[e] st réputé gestionnaire de fortune quiconque (...) peut disposer d'une autre façon des valeurs patrimoniales des clients» (art. 16 al. 1 P-LEFin, 2e hypothèse). Quant au conseiller en placement, il ne serait pas un établissement financier assujéti à une surveillance prudentielle propre (cf. pp 34, 35 et 117 du *projet de Message*), le conseil n'étant qu'une "tâche" pouvant être accomplie par le gestionnaire de fortune ou le trustee (art. 18 al. 3 let. a P-LEFin) ce alors même qu'il peut être octroyé au client privé (de l'art. 4 al. 2 P-LSFin). On regrettera ici que le Conseil fédéral n'ait pas choisi de réglementer spécifiquement le conseiller en placement; d'une part, en rejoignant la doctrine pour laquelle la sélection de produits s'effectue avant toute décision d'achat, de vente ou de conservation, la gestion pouvant dès lors n'être considérée que comme l'exécution d'un processus de placement consécutif au conseil (*quand bien même ce processus ne serait qu'une réflexion personnelle du gérant en l'absence de tout mandat*); d'autre part, en constatant que certains acteurs de la gestion d'actifs pratiquent davantage la conclusion de mandats advisory que de gestion, estimant peut-être 'à tort' que leur responsabilité en serait dès lors amoindrie.

**II.** Pour la première fois, un essai de définition du trustee apparaît dans un texte de rang normatif fédéral (art. 16 al. 2 P-LEFin). Il est vrai qu'un tel exercice était devenu nécessaire du fait de la présence de cet acteur dans la LP, la LDIP, et notamment à l'art. 2 § 2 let. c de la Convention de La Haye du 1er juillet 1985 s'agissant de l'énoncé de ses pouvoirs et obligations. A l'inverse du gestionnaire de fortune, le fait de disposer d'un patrimoine fait sens chez le trustee dans la mesure où ce dernier a les attributs d'un propriétaire lié par les clauses du trust. Relevons ensuite qu'à rigueur de texte, seul le trustee doit veiller au maintien de la valeur de la fortune distincte (art. 18 al. 2 P-LEFin). Une telle formulation mériterait soit d'être adaptée et concerner les trois acteurs précités, soit au mieux d'être oubliée puisqu'il est inconcevable qu'un gestionnaire d'actifs ne mette pas en place pour son client au moins une stratégie de sauvegarde sinon, préféablement, d'accroissement du patrimoine.

**III.** En remplacement du gestionnaire de fortune qualifié, la nouvelle formulation de "gestionnaire de fortune collective" vise à différencier plus objectivement ce dernier du gestionnaire de la fortune individuelle. Cela étant, le gestionnaire de fortune collective serait également gestionnaire de fortune par le jeu de l'autorisation en cascade (art. 5 al. 4 P-LEFin) et habilité, de ce fait, à octroyer des conseils en placements, fournir des analyses de portefeuille et "offrir" des instruments financiers (art. 18 al. 3 P-LEFin), la notion d'"offre" remplaçant désormais celle de "distribution" (art. 3 let. b P-LSFin). La LPCC ne serait d'ailleurs plus abrogée mais deviendrait une loi ne régissant que les placements collectifs en tant que produits et les représentants de placements collectifs étrangers (cf. *projet de Message*, pp 122 et 141), raison pour laquelle la direction de fonds migrerait également dans la LEFin (art. 2 al. 1 let. d et 28ss P-LEFin).

**IV.** La surveillance de ces acteurs s'inscrirait désormais sur deux axes: la FINMA, sans surprise, pour le gestionnaire de fortune collective et la direction de fonds (cf. *projet de Message*, p. 130 et art. 57 al. 2 P-LEFin) et de nouveaux organismes de surveillance autonomes et indépendants pour le gestionnaire de fortune et le trustee (cf. art. 57 al. 1 P-LEFin et art. 43a, 43c al. 4 et 43j P-LFINMA), sur un modèle s'inspirant de celui de la FINRA américaine. Ces nouveaux organismes seraient habilités à délivrer des autorisations, édicter des circulaires (*en principe approuvées par la FINMA*), surveiller et auditer leurs "assujettis" (*non plus "affiliés"*) comme prononcer des sanctions à leur rencontre (cf. art. 43b, 43n et 43p P-LFINMA).

Au régime des rétrocessions, si celles-ci ne sont pas entièrement reversées au client, le gestionnaire pourrait les percevoir non plus lorsque les clients y ont «renoncé expressément au préalable» (art. 26 al. 1 let. a AP-LSFin), mais déjà lorsque ceux-ci ont été «informé expressément au préalable» par le gestionnaire (art. 28 al. 1 let. a P-LSFin) quant à leur type et leur ampleur, ainsi que quant à leurs critères de calcul et leurs ordres de grandeur lorsque leur montant ne peut être déterminé à l'avance (art. 28 al. 2 P-LSFin). Sur ces derniers points, le Conseil fédéral s'aligne sur l'exigence de l'art. 24 ch. 9 2e § MiFID II sans pour autant reprendre l'interdiction de toucher tous «avantages monétaires» à moins que ceux-ci ne soient notamment susceptibles «d'améliorer la qualité du service fourni» (art. 24 ch. 8 MiFID II).

Finalement, si le Conseil fédéral a bien tenu compte de certaines critiques formulées à l'encontre des avant-projets en supprimant par exemple le renversement du fardeau de la preuve, le fonds pour les frais de procès et le tribunal arbitral et en instaurant une procédure de médiation, certaines notions auront effectivement besoin d'être précisées dans une ordonnance.

## JURISTES & FISCALISTES

### Gérants de fortune indépendants: la révolution est en marche

...article publié dans *Le Temps* le 5 nov. 2015



Alexandre Gallopin  
LL.M., Avocat  
Borel & Barbey

En juin 2014, le monde des gestionnaires de fortune indépendants (GFI) a subi un séisme avec la mise en consultation de deux avant-projets de lois par le Conseil fédéral, à savoir la loi sur les services financiers (LSFin) et la loi sur les établissements financiers (LEFin). Dans le cadre de ces avant-projets, le Conseil fédéral proposait de soumettre les GFI à un régime d'autorisation et de surveillance ainsi que d'étendre les exigences organisationnelles et les règles de comportement qui leur sont applicables.

Ces avant-projets ont été soumis à la consultation des milieux intéressés, lesquels n'ont pas manqué d'en critiquer vivement certains aspects considérés excessifs. Dans ce contexte, le Conseil fédéral a finalement soumis le 4 novembre dernier ses projets de lois LSFin et LEFin aux chambres fédérales, accompagnés de son message. Cette marche en avant du processus législatif rappelle au secteur des GFI sa mue imminente et définit plus clairement le régime auquel les gestionnaires seront soumis. En substance, et sous réserve de modifications parlementaires, les principes suivants viendront désormais régir l'activité des GFI.

Les gestionnaires seront soumis à autorisation et à la surveillance d'un organisme de surveillance ad hoc autorisé par la FINMA et qui exercera son activité de façon autonome. La réglementation concernant cette activité de surveillance variera en fonction des risques. En revanche, les conseillers en placement ainsi que les family offices et les gestionnaires actifs depuis quinze ans au moins et qui renoncent à accepter de nouveaux clients ne seront pas soumis à autorisation.

Pour qu'une autorisation leur soit délivrée, les gestionnaires devront disposer d'une organisation appropriée et d'un contrôle des risques. Ils devront également démontrer des garanties financières suffisantes ou souscrire une assurance de responsabilité civile professionnelle avec une couverture importante.

Plus généralement, la LSFin imposera aux prestataires de services financiers (*gestionnaires de fortune et conseillers en placement*) certaines règles de comportement et des exigences d'organisation. Si la plupart des règles de comportement s'imposaient déjà aux prestataires en vertu de leurs obligations de mandataires, d'autres normes, inspirées de la directive européenne MiFID, viendront les étendre. L'on citera ici, en particulier, le devoir d'information accru envers le client et son corollaire, le devoir pour le prestataire de se renseigner sur le

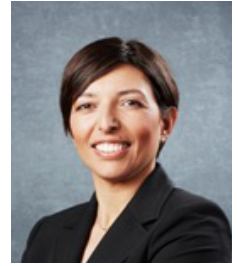
profil financier de son client. Sur ce dernier point, le prestataire sera tenu de vérifier l'adéquation (*"suitability"*) et le caractère approprié (*"appropriateness"*) des services et investissements proposés. Le prestataire sera par ailleurs tenu de documenter scrupuleusement la relation avec son client, lequel pourra exiger en tout temps de se voir remettre une copie complète de son dossier.

L'anticipation et la mise en conformité à ces nouveaux standards doivent être prises au sérieux par les GFI. La LSFin prévoit des sanctions pénales en cas d'inobservation intentionnelle de ces prescriptions. Par ailleurs, dans le cadre des rapports contractuels, le client pourra invoquer les dispositions de la LSFin pour établir les devoirs découlant du mandat de gestion ou de conseil. Le Conseil fédéral explique effectivement que les dispositions de la LSFin ont vocation à "rayonner" sur les relations de droit privé.

Les deux projets subiront sans doute certaines modifications devant les chambres fédérales. Par ailleurs, les modalités pratiques des nouveaux standards, notamment le nombre d'employés et de fonctions requises par les exigences organisationnelles, seront précisées dans une ordonnance du Conseil fédéral. En termes de délais, la LSFin et la LEFin n'entreront en tout cas pas en vigueur avant 2017 et des délais transitoires seront accordés aux GFI pour se mettre aux normes.

Ceci dit, il ne fait aucun doute que l'entrée en vigueur des deux lois entraînera une augmentation considérable des charges pour les GFI, qui devront reconsidérer leur modèle d'affaire. Certains songeront à limiter leur activité au conseil en placement pour échapper au régime d'autorisation. D'autres préféreront se regrouper pour profiter de synergies sur les coûts. Enfin, l'externalisation de certains pans de l'activité peut également alléger les coûts des GFI, tout en leur permettant de se recentrer sur leur core business.

La refonte à venir sera accueillie favorablement par ceux qui y voient une harmonisation avec les standards internationaux, une amélioration de la qualité des services et un rétablissement des conditions de concurrence entre tous les prestataires de services financiers. D'autres déploreront une charge excessive et inadaptée sur les GFI et un cadre réglementaire toujours plus lourd. Tous, cependant, doivent d'ores et déjà s'y préparer en étudiant attentivement les effets de la réforme sur leur modèle d'affaire et les éventuelles mutations qu'ils entendent opérer.



Samantha Meregalli  
Do Duc, Docteur en droit  
Borel & Barbey



## L'AVIS DE L'ANALYSTE

### La gestion tactique devient stratégique

...article d'Emmanuel Ferry, PBS Investments, Membre Partenaire du GSCGI



La correction de marché de cet été a été **un phénomène de stress financier important**, à l'image de 2011. Plusieurs classes d'actifs ont enregistré des pertes maximales importantes, notamment les marchés émergents (-27% pour les Actions, -17% pour la dette locale). Les indices développés sont restés au stade de la correction, définie par une baisse comprise entre 10 et 20%. Les corrections sont en général la résultante d'ajustement cyclique et/ou de crise

financière locale. Elles délivrent un point d'entrée opportuniste, compte tenu de la relative symétrie entre le mouvement de baisse et le rebond qui suit. Le rebond est déjà bien engagé, avec des retracements partiels à fin octobre: 86% pour le S&P500, 60% pour le SMI, 50% pour le STOXX600 et seulement 38% pour le MSCI Emergents. Un marché baissier au niveau des Actions globales, que l'on définit par une baisse cumulée de 20 à 50% sur plusieurs trimestres, demeure **un scénario encore peu probable** en raison de l'absence de catalyseurs: récession, resserrement monétaire excessif, choc inflationniste ou crise financière globale.

#### Pertes maximales en 2015

Marchés Actions	Perte maximale	Marchés obligataires	Perte maximale
Emergents	-27%	Emergents (locale)	-17%
Europe	-20%	US High Yield	-7%
US REITs	-18%	EUR Govies (5-7 ans)	-6%
Japon	-18%	Emergents (USD)	-5%
Etats-Unis	-12%	US Treasuries (7-10 ans)	-5%

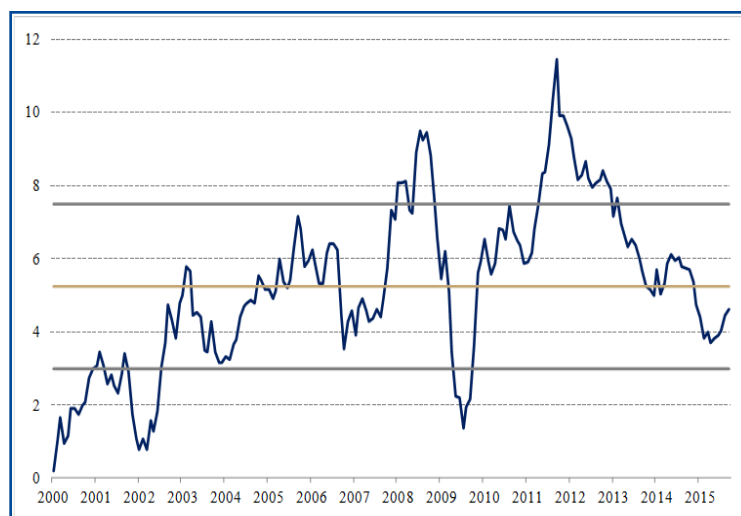
Source: Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

Il n'en demeure pas moins que 2015 est une **année de rupture**. Après six années d'allocation stratégique basées sur des forces de moyens termes (*taux zéro, faible volatilité, normalisation macro/micro*), l'investissement devient **plus tactique**. La stimulation monétaire a déformé les profils rendements/risques. Les deux grandes classes d'actifs sont **chères au même moment** et ce pour la première fois de l'histoire. La valorisation des Actions américaines a connu une progression exceptionnelle entre 2009 et 2015, passant de 6x à 11.5x en termes de multiple EV /

EBITDA en médiane. C'est donc un retour sur les hauts de cycle de valorisation pour les Actions. Au même moment, les taux d'intérêt à 10 ans demeurent proches de leur plus bas historique, au voisinage de 2%, malgré une reprise économique longue de six années déjà. La prime de risque associée à un placement Actions s'est donc considérablement réduite, passant de près de 12% en réel à moins de 4%. La médiane de long terme est de 5.2%. Les politiques monétaires ultra-accommodantes et la compression des primes de risque sont donc largement derrière nous. Les paramètres de risque vont inévitablement se re-normaliser, le pic de liquidité correspondant au point bas de volatilité. **Le mix macro-économique** demeure fondamentalement de mauvaise qualité. D'abord, la demande est déficiente avec une croissance mondiale sous son potentiel. Puis un excès d'offre se manifeste dans plusieurs secteurs, dont ceux liés aux matières premières. Enfin, la désynchronisation des cycles économiques entraîne une nette décélération du commerce international.

#### S&P500: prime de risque réelle

(écart entre le Earning yield et le taux d'intérêt réel)



Source: Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

Parallèlement, le **retour des risques macro-financiers** sont de trois natures: 1/ la déflation, qui n'a pas encore été neutralisée par l'effort sans précédent de stimulation monétaire des banques centrales, 2/ les défauts, en particulier dans les secteurs/pays à dominante matières premières, 3/ les divergences, notamment le décalage de politique monétaire entre la Fed d'une part et le reste du monde d'autre part. Il en résulte un risque de débouclage désordonné des politiques monétaires. Sur le plan micro, les

...cont'd on page 13

## L'AVIS DE L'ANALYSTE

### La gestion tactique devient stratégique

...article d'Emmanuel Ferry, PBS Investments, Membre Partenaire du GSCGI

...cont'd from page 12

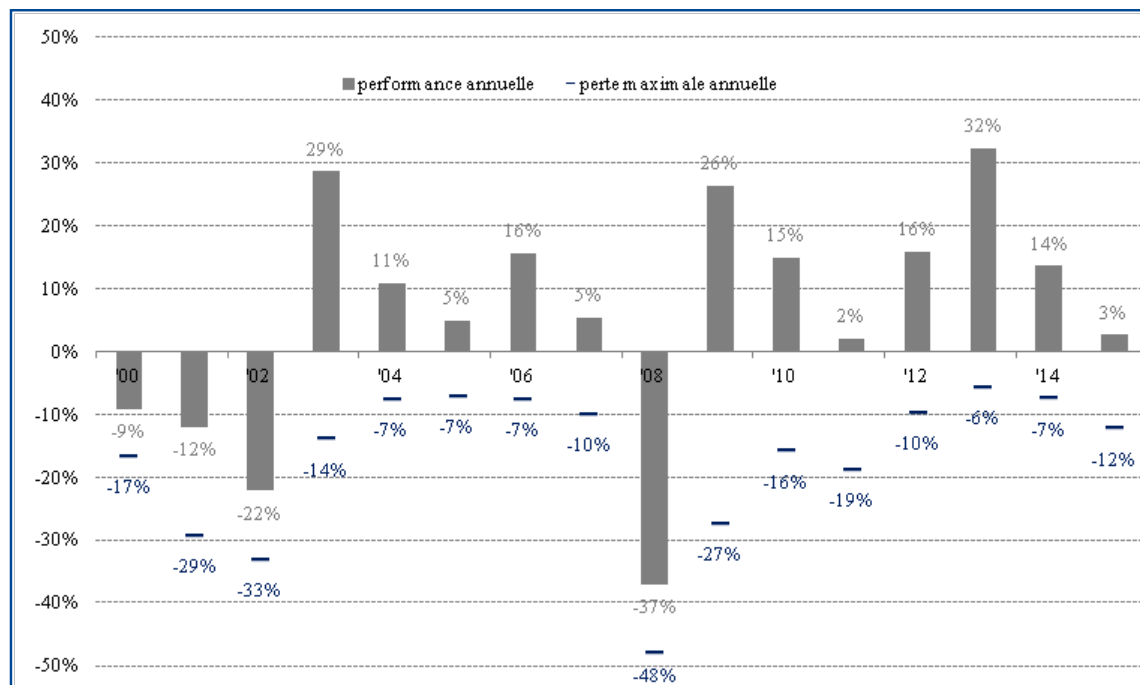
risques sont également bien présents, avec le stress sur la dette high yield et l'évaporation de la liquidité, la fuite en avant des opérations de rachats d'actions et la mauvaise qualité des résultats des sociétés. Pour l'investisseur, c'est **l'heure des choix**. La priorité porte désormais sur la **protection du capital**. Cela passe par une gestion plus active, une construction de portefeuille plus robuste et la recherche d'une vraie décorrélation, les placements illiquides offrant à cet égard une décorrélation fictive.

La question n'est plus de choisir la bonne classe d'actifs mais de choisir **les bonnes stratégies** et les bons processus d'investissement. La gestion passive est à son risque maximum. La probabilité de s'exposer à des pertes extrêmes est désormais élevée compte tenu des niveaux de valorisation. Les approches en parité de risques, qui avaient permis de bien traverser la crise financière, sont maintenant inopérantes en raison de l'extrême faiblesse des taux d'intérêt. La solution passe par la diversification mais gérée de manière active selon un processus discipliné, corrigeant le biais de comportement. **S'exposer à des risques non directionnels** permet également de trouver de la convexité et de la décorrélation. L'alpha étant désormais potentiellement supérieur au beta de marché, la gestion alternative doit se concentrer sur le segment market neutre, en particulier dans les

Actions, afin de capter la dispersion et les rotations. Enfin, la lecture bottom/up des marchés Actions permet d'identifier des poches de performance adaptées à l'environnement actuel. En Europe, une approche basée sur la qualité, la croissance et la valorisation conduit à une sélection de sociétés diversifiées avec un biais MidCaps, offrant une croissance stable des bénéfices supérieure à 10%, une profitabilité deux fois supérieure à celle du marché et ce en payant une prime encore inférieure à 10% par rapport au marché. Dans des marchés qui sont désormais dans des évolutions plus latérales (*range trading*), le biais qualité apporte des **garanties en matière de retour à la moyenne** et donc de rebond solide après des épisodes baissiers.

L'approche **contrariante**, consistant à acheter des marchés décotés (*secteurs liés aux matières premières, banques, marchés émergents*), est sans doute la plus prometteuse en matière de performance à long terme mais le profil rendement/risque demeure médiocre en raison de l'absence de catalyseurs macro convaincants. Comme le rappelait Keynes, «le long terme est un horizon peu intéressant. A long terme nous serons tous morts». Pour l'instant, **la priorité est triple**: 1/ mise en place de stratégies de préservation du capital, 2/ définition d'un cadre d'investissement tactique, 3/ choix de stratégies capables de traverser des épisodes baissiers plus marqués. Le processus d'investissement devient dès lors central. Comme aime à le rappeler Warren Buffet, «c'est quand la marée descend que l'on voit ceux qui se sont baignés sans maillot de bain». Ici, la marée est bien évidemment la liquidité, et le maillot de bain le processus d'investissement.

S&P500: performance et perte maximale par année calendaire



Source: Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

Paru dans L'AGEFI, le 5 novembre 2015

**Emmanuel Ferry**

emmanuel.ferry@bkpbs.com

**Banque Pâris Bertrand  
Sturdza SA**

## A New Mystery Bedevils Fed Data

[...] Large U.S. banks reported negative corporate-bond inventories for the first time ever by one measure, the latest twist in a market being remade by rising investor demand and declining stockpiles at dealers that buy and sell the debt [...]

[...] The figures are being closely scrutinized on Wall Street amid concerns that liquidity, reflecting the capacity to buy or sell quickly without moving market prices, has been in decline and could become more challenging as the Federal Reserve prepares for its first interest rate increase since 2006 [...]

[...] In the past, banks held a lot more bonds to fill orders from their clients. Lately, they have had to shrink those inventories because new capital and leverage rules have made it more costly for them to hold corporate bonds. Some firms have exited parts of the business entirely [...]

Read more: <http://www.wsj.com/articles/a-new-mystery-bedevils-fed-data-1447202535>

Source: *The Wall Street Journal* - Nov. 10, 2015

CFB

## Europe's MiFID markets rules set for year's delay

[...] The Commission, the European Securities and Markets Authority (ESMA), many national governments as well as the financial services industry in general, had been pushing for a year's delay [...]

[...] The legislation will introduce profound changes overhauling derivatives trading, make bond pricing clearer and police financial advisers more closely [...]

[...] ...the rules would come into force in January 2018, nearly eight years after they were first proposed [...]

[...] Although MiFID II was eventually agreed by national governments and the European Parliament early last year, regulators have been left to draft 1,000 pages of technical standards to put the rules into operation [...]

Read more: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/af702fdc-92d7-11e5-94e6-c5413829caa5.html#axzz3sOVd8x7h>

Source: *Financial Times* - Nov. 25, 2015

CFB

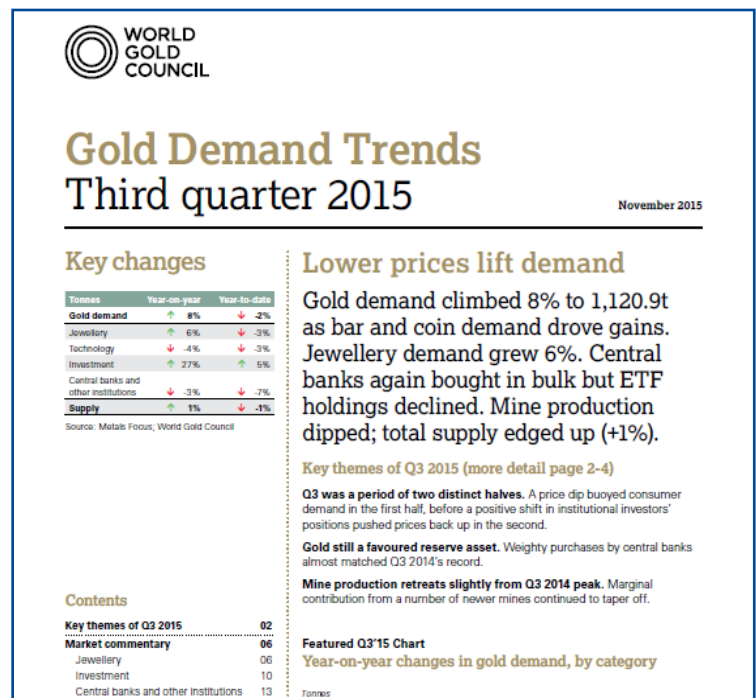
## Gold Demand Trends Third Quarter 2015

- India at the forefront of a price-led surge in gold jewellery demand to 631.9t
- A jump in bar and coin demand drove 27% growth in the investment sector
- Central banks again bought in bulk, adding 175.0t to their gold reserves
- The technology space remains a challenging environment for gold
- Total supply increased marginally to 1,100.1 tonnes, despite a slight decline in mine production

Read more: <http://worldgoldcouncil.newsweaver.co.uk/9vcbf5vdo0j4xfkxw91oj6?email=true&a=6&p=49468991&t=23725705>

Source: *World Gold Council* - Nov. 12, 2015

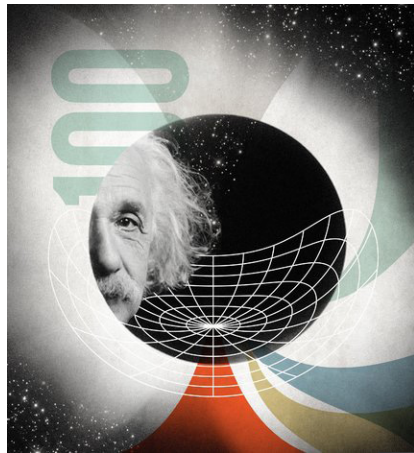
CFB





## A Century Ago, Einstein's Theory of Relativity Changed Everything

[...] By the fall of 1915, Albert Einstein was a bit grumpy. And why not? Cheered on, to his disgust, by most of his Berlin colleagues, Germany had started a ruinous world war. He had split up with his wife, and she had decamped to Switzerland with his sons. [...]



[...] Worse, he had discovered a fatal flaw in his new theory of gravity, propounded with great fanfare only a couple of years before. And now he no longer had the field to himself. The German mathematician David Hilbert was breathing down his neck. [...]

[...] So Einstein went back to the blackboard. And on Nov. 25, 1915, he set down the equation that rules the universe. As compact and mysterious as a Viking rune, it describes space-time as a kind of sagging mattress where matter and energy, like a heavy sleeper, distort the geometry of the cosmos to produce the effect we call gravity, obliging light beams as well as marbles and falling apples to follow curved paths through space. [...]

[...] This is the general theory of relativity [...]

Read more: <http://www.nytimes.com/2015/11/24/science/a-century-ago-einsteins-theory-of-relativity-changed-everything.html?rref=collection%2Fsectioncollection%2Fscience&action=click&contentCollection=science&region=rank&module=package&version=highlights&contentPlacement=1&pgtype=sectionfront>

Source: *The New York Times* - Nov. 24, 2015

CFB

## Why 2015 Might Be Like 1937 for Stocks

[...] Billionaire hedge-fund manager Ray Dalio outlined parallels between 1937 and the current market in a letter in March, listing a series of events that began in the late 1920s that correlate to what's been happening in the market since the financial crisis. Now, other investors are pointing to the same similarities. Here is the comparison Mr. Dalio provided in his letter... [...]



[...] In a blog post last week, Jesse Felder – *the man who grew an 11-month "correction beard"* – added his name to the growing list of market watchers highlighting the similarities between 1937 and this year... [...]

[...] To be sure, few are calling for a market crash in the near future. Mr. Felder said neither he nor Mr. Dalio, he believes, are saying that the stock market is about to completely fall apart [...]

[...] And it's hardly the only tool he's using to evaluate the market. But he said he is looking at the comparison to 1937 because history sometimes rhymes — even if it doesn't repeat [...]

Read more: <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2015/11/25/why-1937-might-be-a-better-comparison-for-stocks/>

Source: *The Wall Street Journal* - Nov. 25, 2015

CFB

## GLOBAL EVENTS



### **Social welfare in times of economic stagnation: Can smart regulation stimulate private pensions?**

The Second FECIF European Financial Conference in Brussels addresses forthcoming changes in retirement planning brought about by MiFID II, PRIIPs and the IDD.

- How can regulation stimulate economic growth and private pension provision?
- Will EU citizens really benefit from a single market for financial services and pensions?
- How can we motivate consumers to take personal responsibility for their financial futures?
- Why are these issues so important for governments and society?

The Conference will combine keynote presentations with timely and relevant panel sessions in order to discuss and debate all of the above.

Speakers and participants will include key individuals from EU regulatory bodies and consumer associations, academics and MEPs, as well as numerous major industry figures.

More detailed information is available at:

[http://fecif.org/html/european\\_financial\\_conference\\_.html](http://fecif.org/html/european_financial_conference_.html)

**Access is free for GSCGI's members**

\* \* \*

To register contact:

Carine LIONNET (+33 1 40 02 96 51) // [conference@fecif.eu](mailto:conference@fecif.eu)  
or  
Christine BREBART (+32 2 535 7622) // [fecif@skynet.be](mailto:fecif@skynet.be)

## AGENDA OF GSCGI's MONTHLY CONFERENCES

### INVITATION / INSCRIPTION

Nous avons le plaisir d'inviter les membres du GSCGI, ainsi que vos collègues, à notre prochaine matinée d'information à Genève, dédiée au...

### NOUVEAU PLAN-CADRE D'ASSURANCE PROFESSIONNELLE NEGOCIÉ PAR LE GSCGI POUR SES MEMBRES

Cet événement  
est également ouvert aux  
non-membres

Notre collègue **Etienne Gaulis**,  
en charge de la Commission Assurances du GSCGI,  
animera cette présentation et répondra à toutes vos questions.

Nous vous attendons nombreux!

### PROGRAMME

**Date** **Vendredi, 4 décembre 2015**  
**LIEU** Swissôtel Métropole, Quai Général-Guisan 34, Geneva, Switzerland  
**08h30** Enregistrement  
**08h45** Conférence & Session Q&A  
**11h30** Fin de la matinée de formation

**Prière de vous inscrire avant le mercredi, 2 déc. 2015, par email: [secretariat@gscgi.ch](mailto:secretariat@gscgi.ch)**

Titre/Nom & Prénom	Position
Société	N° de participants
Tel N°	Email
Invité(s) (Nom, Société & email)	
Membre GSCGI/SAIFA	No, not yet!
Désire être informé(e) des futures conférences	Genève seulement
Prix par personne: <b>Membres CHF -0-</b>	<b>Non-membres CHF -0-</b>

\* \* \*

Jan. 22, 2016/Geneva — Orateur: Daniel ROTH, Chef du Service Juridique, CF-Département Fédéral des Finances

Feb. 12, 2016/Geneva — Orateur: *tba...* Crédit Suisse, membre Partenaire 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

2015, Nov. 13 - Geneva: Challenges for Swiss Financial Regulations

...article de Cosima F. Barone



**Prof. Aymo BRUNETTI**

Chair of Economics' Department  
University of Bern

[aymo.brunetti@vwi.unibe.ch](mailto:aymo.brunetti@vwi.unibe.ch)

*Aymo Brunetti (1963) is full professor for economic policy and regional economics at the Department of Economics of the University of Bern. He is also managing director of the Center for Regional Economic Development (CRED) at the University of Bern. In addition he heads the future of the financial centre advisory board appointed by the Swiss government. He studied economics at the University of Basel where he was awarded a doctorate in 1992 and qualified for teaching as a university professor in 1996. From 1994 to 1995 he spent a year as visiting scholar at the Department of Economics at Harvard University. From 1997 to 1999 Mr Brunetti was visiting professor at the University of Saarland in Saarbrücken, Germany. In this period, he also did consultancy work for the World Bank and the International Finance Corporation.*

*In 1999 Mr Brunetti joined the Swiss Federal Department of Economic Affairs where he soon became member of the board of the newly founded State Secretariat for Economic Affairs (SECO) and headed its Economic Analysis Division. From 2003 to 2012 he was head of the Economic Policy Directorate at SECO. In February 2012 he took up his current position at the University of Bern. In 2012-2013 he was head of an expert group for the Swiss finance minister preparing proposals on how to deal with the challenges for the Swiss wealth management industry. In 2013-2014 he was president of the Swiss government's high-level group of experts commissioning a report on the further development of the Swiss financial market strategy.*

*He is married and has two children.*

For its IX<sup>th</sup> and last conference of 2015 in Geneva, the GSCGI had the extreme pleasure and honor to host **PROF. AYO BRUNETTI**, Chair of the Department of Economics at the University of Bern. Since 1999 to present, Prof. Aymo Brunetti has been the expert whispering in the ear of the Swiss Minister of Finance, so to speak. More precisely, in 2015, he was put in charge of a third commission in a row with the precise purpose of providing in depth analyses of the Swiss economic and financial situation. While the first two commissions were named after him, the third commission became a Federal Council permanent "Advisory Board" by decision of the Swiss Parliament last spring.

Although the topic chosen appears quite broad, the essence of his presentation focused briefly on both the challenges and the conclusions of the second high-level "Group of Experts" he headed, whose in-depth analysis made up for a 300+ pages' report delivered to the Swiss government at the end of 2014. Challenges were humongous for Switzerland, namely an avalanche of new regulations at a time when global (*EU especially*) market access for Swiss financial institutions and products seemed, and still does, quite distant on the horizon. Moreover, international fiscal pressure on Swiss banking institutions compounded with unfriendly global economic trends threatening the overall financial stability, as well as with major non-regulatory shifts such as the rapid digitization of finance occurring across the planet. The Group of Experts dealt with the in depth analysis of the Swiss financial center framework and perspectives, as well as in conjunction with the overall economy. The conclusions were overwhelmingly convergent for the "regulatory process" judged not transparent and ineffective, for the "market access to the EU" very difficult to achieve, for the "too big to fail" (TBTF) issue still requiring government intervention, and lastly the current "withholding tax" system preventing the development of a "real" Swiss capital market.

Some fundamental recommendations emerged for the Swiss government to tackle next.

Concerning the **regulatory process**, although lauding the Swiss lawmaking procedures and the efficient consultation process run before the Parliament takes on to review proposed laws, the need became evident to: (a) seriously evaluate whether or not new regulation is absolutely needed before, (b) include "the regulated" early on instead of waiting for the consultation period to have the interested trade groups' opinion, and (c) base any new regulation on a thorough "cost-benefit" analysis.

In order to gain international **market access**, a three-part strategy was proposed by the Group of Experts. Switzerland should first secure market access with the most important countries with formal bilateral treaties. Regulatory equivalency with the EU/EEA could be also approached, but there is no guarantee to win market access. The third and most controversial approach would be, in the longer run, to attempt negotiating a bilateral agreement on financial services with the EU. The latter is not a recommendation in itself, rather an invitation for the Swiss government to examine such a possibility.

The Swiss Government was quick to enact the most important recommendations delivered by the Group of Experts, as the slide on the following page details, such as regarding the regulatory process as early as December 5th of 2014, followed by the launch of the public consultation on the withholding tax reform. Last spring, the Government appointed the members of the "Financial Center Advisory Board", designed to replace the Group of Experts, with a four-year mandate ending in December 2019 to evaluate the strategic challenges and future perspectives for the Swiss financial center.

In the meantime, the TBTF issue was already being discussed and a decision, on the calibration of the adjusted Swiss TBTF regime, was issued by the Federal Council towards the end of May 2015.

## LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

### 2015, Nov. 13 - Geneva: Challenges for Swiss Financial Regulations

...cont'd from page 16

#### 3. Follow up of the government

- > 5. 12. 2014: Government takes note of the final report of the group of experts and decides to enact the recommendations on the regulatory process
- > 17. 12. 2014: Start of the public consultation on the reform of the withholding tax
- > 18. 2. 2015: Government report on the Swiss TBTF regime
- > 27. 3. 2015: Government appoints the members of the «Financial Center Advisory Board»
- > 11. 5. 2015: Government decides that most of the other recommendations of the group of experts should be enacted
- > 21. 10. 2015: Government decides on the calibration of the adjusted Swiss TBTF regime



9

Having Switzerland uniquely two very large banks, with books several times larger than the Swiss GDP (*no other country in the world is facing such a challenge*), the evaluation of the Swiss TBTF policy was no easy task. Let's recall here that the first attempt to regulate TBTF in Switzerland dates back to 2012, as a response to the UBS crisis. At the end of lengthy and complex discussions, in 2015 the Group of Experts concluded that no organizational obligations are necessary specifically for the business models of Swiss banking institutions, a relatively liberal approach — *insisted Prof. Aymo Brunetti* — for the sake of not having to dictate to banks the type of businesses they could be in and/or to force TBTF to split into several independent entities.

Overall, the Swiss approach, when compared internationally, does deserve good marks. Moreover, the big banks do implement the legislative requirements. Prudential measures remain on a good track, but organizational measures still need to be complemented with emergency plans. Furthermore, there is no guarantee that, in times of crisis, these institutions will be able to resolve it on their own. Therefore, the problem remains that the Swiss legislative approach does not solve the TBTF problem. The regulatory effort, however, aims at lessening the impact of a crisis on taxpayers.

As a consequence, three main recommendations were issued by the Group of Experts: (1) recalibration of capital requirements (*prudential measures ...shown here, in slide on left*), (2) determination of a date for emergency plans and resolvability (*organizational measures*), and (3) amendment of the TBTF-regime by binding TLAC-requirements (*crisis measures*).

TLAC, which stands for “total loss-absorbing capacity”, is a Financial Stability Board (FSB) recommendation aimed at facilitating the resolution of globally active banking groups without impairing financial stability or exposing taxpayers to loss. The Group of Experts' recommendation took into consideration (*please see the bottom slide on left*) both the “going concern” and the “gone concern”. The RWA (*Risk-Weighted Assets, bank's assets or off-balance-sheet exposures weighted according to risk*) imposed recently by the Swiss government is a little higher than 14%, a level considered to put Switzerland on a safer track and which compares to an absolute maximum of 28% at the international level.

Concluding the extremely insightful presentation and the Q&A session that followed, Prof. Aymo Brunetti remained open to receive useful inputs from our professional association.

#### 4. Evaluation of the Swiss TBTF policy

##### I. Recalibration of capital requirements

Recommendation:

«Switzerland should be among the countries with the highest going concern capital requirements (RWA as well as leverage ratio)»

Government decision (on leverage ratio for UBS and CS):

5%, of which:

- 3% minimum requirement
- 2% capital conversation buffer

=> of which 3.5% CET 1 and 1.5% high triggering CoCos



17

#### 4. Evaluation of the Swiss TBTF policy

##### III. Amendment of the TBTF-regime by binding TLAC-requirements

Recommendation:

Enough loss-absorbing capital is a precondition for a recovery or resolution in case of an emergency

Government decision:

RWA: 14.29% going concern and 14.29% gone concern

Leverage ratio: 5% going concern and 5% gone concern

=> TLAC (RWA) of 28.58% is maximum; UBS and CS can get some rebates

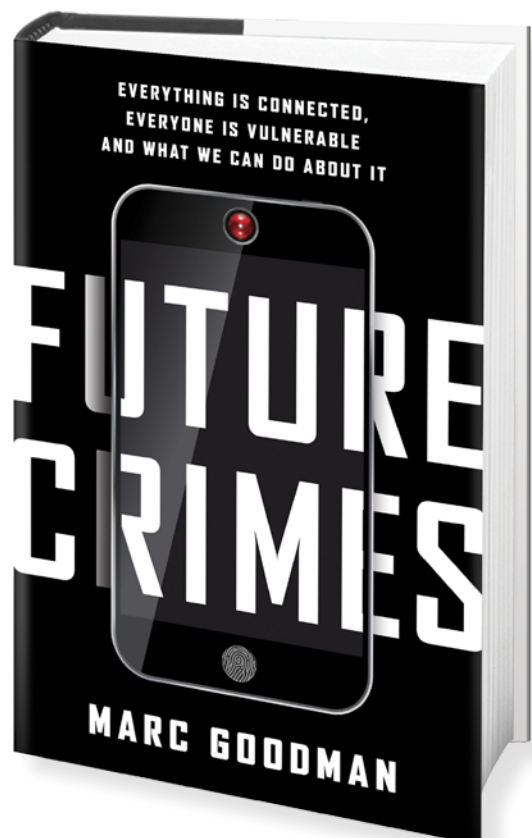


19

## BOOK REVIEW

### FUTURE CRIMES: Everything Is Connected, Everyone Is Vulnerable, and What We Can Do About It

by Marc Goodman



“ Welcome to the brave new world of criminal technology, where robbers have been replaced by hackers and victims include all of us on the Web. Goodman, a former beat cop who founded the Future Crimes Institute, wrote his book to shed light on the latest in criminal and terrorist tradecraft and to kick off a discussion. He presents myriad cybercrime examples: There’s the Ukraine-incorporated start-up that sold what it called an “entirely new class” of antivirus software, which turned out to be crimeware — software that is written to commit crimes. Even the human body is hackable. Researchers successfully broke into a pacemaker and were able to read confidential patient information and could have delivered jolts of electricity to the patient’s heart. In the last two chapters, Goodman suggests how to limit the impact of this new brand of crime and calls for us to tackle cybersecurity in much the same way we treat epidemics and public health...”

*Read more:* <https://www.washingtonpost.com/graphics/entertainment/best-books-of-2015/>

\*\*\*

“ Criminals have always been quick to adopt new technologies, with the police often trailing behind. The unprecedented rapid rate of scientific progress is creating new opportunities for transnational criminal organizations to exploit advances in technology for unintended and nefarious purposes. While much attention has been focused on the common cyber crimes of today, those challenges will pale in comparison to what is coming next. In this presentation, we will explore the criminal and terrorist opportunities created by virtual worlds, robotics, artificial intelligence, genomics, synthetic biology and nanotechnology...”

*Read more:* <http://mediax.stanford.edu/s12/April4-GoodmanFlyer.pdf>

\*\*\*

“ Goodman’s most promising idea is the creation of a “Manhattan Project” for cyber security — a well-funded team of international experts with the potential to secure more than just a temporary advantage in the battle against the criminals. At present, research on cyber security threats is divided between a large number of small companies, secret services and law enforcement agencies, which have different motives and frequently do not share information...”

*Read more:* <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cccd5a58-b2a6-11e4-b234-00144feab7de.html>

\*\*\*

“ The digital tidal wave is revolutionizing our lifestyles in many positive ways. Yet are we as aware as we should be of the perils that lurk beneath? Future Crimes, by Marc Goodman, presents a dystopian world in which our daily activities are monitored, monetized, and stolen or sold to advertisers, criminals, and governments alike. We become junkies, tempted by enticing apps and data clouds that open an amazing new universe of information to us. While availing ourselves of these accesses, we also click “accept” to a Faustian deal in which we surrender our identity and anonymity in perpetuity...”

*Read more:* <https://www.cia.gov/library/center-for-the-study-of-intelligence/csi-publications/csi-studies/studies/vol-59-no-3/pdfs/Future-Crimes.pdf>

\*\*\*

CFB



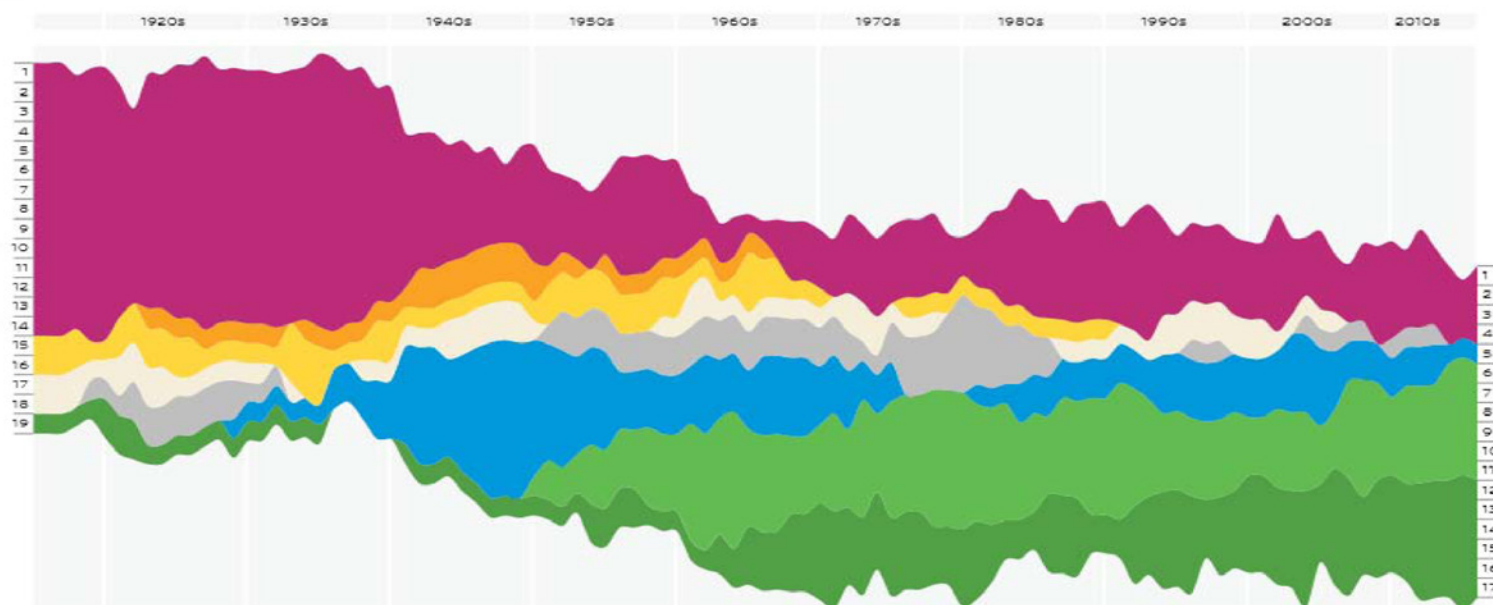
## CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

### FED's great century shift: from Bankers to Academia

Total Fed membership, color-coded by professional background

Filter: **All** Board Members Regional Presidents 2016 Membership Women

Occupation: **Banking** **Agriculture** **Law** **Industry** **Government** **Fed (Administrator)** **Fed (Research Economist)** **Academia**



Notes: Fed composition is measured on Nov. 26 of each year; Excludes vacant seats and assumes no unforeseen changes in the coming year; Professions coded based on the professional occupation each member held for the most years before appointment to the Federal Reserve.

Fed research economists are Ph.D.s by training who worked in the Fed's economic research divisions and typically publish academic research; Fed administrators worked as managers in other aspects of Fed operations, such as payment systems, bank supervision or as general counsels.

Source: Federal Reserve

The professional background of the Federal Reserve's leadership has moved from one that was dominated by bankers to one that is heavily academic. [Andrew Van Dam and Josh Zumbrun, *The Wall Street Journal*, Nov. 10, 2015] <http://graphics.wsj.com/fed-composition/> ...Historical graph courtesy of WSJ.com

The Federal Reserve might well be the nation's largest employer of PhD economists. The first PhD economist to be Fed Chairman was the illustrious Columbia professor Arthur Burns, who served from 1970 to 1978. However, the all-PhD era was launched by Alan Greenspan in 1987.



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 DE DÉCEMBRE 2015

# GSCGI — Groupement Suisse des Conseils en Gestion Indépendants

[www.gscgi.ch](http://www.gscgi.ch)

### *Les Avantages pour les Adhérents*

*Le GSCGI, fondé en 1993, est une association faîtière d'intermédiaires financiers indépendants, fortement impliquée dans la défense des intérêts de la profession des GFI.*

*La procédure de sélection des Membres se veut qualitative et, de ce fait, requiert deux parrainages au sein du Groupement, ainsi que l'adhésion volontaire aux principes énoncés dans la Charte et dans les Statuts. Tous les membres du GSCGI s'engagent à leur respect.*

*Les Membres du GSCGI disposent de nombreux avantages pour une cotisation modique et dont le montant est inchangé depuis 5 ans, à savoir:*

- 1. Agrément par la FINMA pour la supervision des règles-cadres; 2 atouts: le contrôle s'effectue en ligne et sans coûts supplémentaires (inclus dans la cotisation).*
- 2. Le Groupement s'efforce également de promouvoir le dialogue avec les institutions bancaires, qui sont agréés au sein du Groupement en tant que "Membres Partenaires".*
- 3. Les Réunions Mensuelles à caractère didactique avec speakers de renom, ouvertes également aux non-membres, à Genève, Lugano et Zürich (qui constituent également une excellente opportunité de networking).*



CIFA INITIAL CONTRIBUTOR

*4. La défense active de la profession: lobbying à Berne, réponse aux consultations de lois, participation aux panels de consultations, événements à Berne.*

*5. Ouverture internationale: en Europe par le biais de FECIF, Fédération Européenne des Conseils et Intermédiaires Financiers, et dans le Monde par le biais de la CIFA, Convention of Independent Financial Advisors, seule NGO de la finance au monde avec le statut général consultatif auprès de l'ECOSOC aux Nations Unies.*

*6. Possibilité de sponsoriser un numéro du mensuel en ligne "WealthGram" à des prix très modérés.*

*7. Assurance-cadre Responsabilité Civile négociée pour les membres du GSCGI.*

*8. etc.*

***Tant de raisons pour nous rejoindre au***

***Groupement!***

***Soyez acteurs de votre profession!***