



# **NUOVO PARADIGMA: DALLA DIVERSIFICAZIONE PASSIVA ALLA SCELTA ATTIVA**

**PHOENIX**  
INVESTMENT MANAGERS

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

## SOMMAIRE

<b>3</b>	Editorial	<b>Le particularisme de l'économie allemande</b> <i>Pierre Christodoulidis, Membre du Conseil du GSCGI</i>
<b>4-5</b>	Sponsor de Juin 2016	<b>Nuovo paradigma: dalla diversificazione passiva alla scelta attiva</b> <i>Gabriele Gentile, Phoenix Investment Managers S.A, Membre du GSCGI</i>
<b>6-7</b>	Les Membres du GSCGI	<b>FECIF informs...</b> NewsFlash 31/2016 (ESMA: Opinion on MiFID II RTS) <b>CIFA informs...</b> TRUSTING N°9 January-June 2016
<b>8 - 9</b>	Juristes & Fiscalistes	<b>Punissabilité pénale des rétrocessions</b> <i>Prof. Paolo Bernasconi, Dr. h. c.</i>
<b>10</b>	Jurisprudence	<b>Pas d'assistance administrative pour les demandes groupées des Pays-Bas</b> <i>Communiqué de presse du Tribunal administratif fédéral - Arrêt A-8400/2015 du 21 mars 2016</i>
<b>11</b>	Assurance Professionnelle	<b>Exemple de Sinistres: Fraude d'un collaborateur au préjudice d'un client</b>
<b>12-13</b>	Placements & Techniques de Gestion	<b>Synchrony All Caps CH, un vrai fonds de convictions?</b> <i>Bruce Crochat, BCGE, Membre Partenaire du GSCGI</i>
<b>14-15</b>	L'Avis de l'Analyste	<b>Décryptage des Marchés par les Cycles Économiques</b> <i>Patrick Morel, Fixed-Income Strategist</i>
<b>16-17</b>	In Globo	<i>various ... CFB &amp; Gold Demand Trends: First Quarter 2016 (WGC)</i>
<b>18-19</b>	Global Events & Agenda of GSCGI's Monthly Conferences	<b>CIFA XIV<sup>ème</sup> Forum International (31 mai au 3 juin, Hôtel Hermitage Monaco)</b> <b>GSCGI: Déjeuner- conférence 24 Juin 2016</b>
<b>20-21</b>	La Réunion Mensuelle du GSCGI	<b>2016, Mai 27 - Geneva: Sélection de talents: Comment dénicher les perles rares?</b> ...article de Cédric Kohler, FUNDANA S.A., Membre du GSCGI
<b>22</b>	Book Review	<b>The New Case for Gold, by James Rickards</b>
<b>23</b>	Clin d'Oeil à l'Histoire La Parole est à Vous	<b>Is Gold spelling Deflation?</b> <i>Cosima F. Barone, FINARC S.A, Membre du GSCGI</i>
<b>24</b>	Sponsor de Juin 2016	<b>PHOENIX INVESTMENT MANAGERS — www.phoenixinvest.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

### Le particularisme de l'économie allemande

Si la productivité de l'économie allemande est peu contestée, il n'en est pas de même des traditions d'épargne des ménages allemands. Si les Allemands comptent parmi les champions de l'épargne, le rendement de leurs économies est désastreux... nous révèle une étude d'Olaf Storbeck. En effet, l'épargnant allemand évite à l'extrême le risque économique, et ceci l'amène parfois à faire des choix désastreux pour ses investissements.

Selon l'institut économique DIW (*Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung*), les ménages allemands ont perdu en moyenne 15% de leur richesse entre 2003-2013 en termes ajustés à l'inflation.

Chaque année, les ménages allemands épargnent 170 milliards d'euros, soit environ 9.5% de leur revenu moyen disponible. Le pourcentage d'épargne des Allemands est de 50% supérieur à la moyenne de l'épargne de l'UE, et le double de celui des ménages américains, selon les données de l'OCDE.

Le rendement de cette épargne gigantesque atteint à peine 1.5%, selon les calculs de la Bundesbank. Plus d'un cinquième de l'épargne allemande est simplement déposée dans des comptes bancaires avec une rémunération inexistante. Même durant la décennie 1990-2000, où les intérêts étaient bien supérieurs à ceux d'aujourd'hui, le rendement réel des dépôts allemands a été inférieur à 1%. Les fonds communs de placements et les actions qui délivrent à la longue entre 5% et 8% de rendements ne sont pas populaires chez les Allemands. Seulement 16% des économies allemandes sont investies en bourse, en comparaison des 25% qu'elles atteignaient avec l'explosion de la bulle des «dot-com».

Les investissements des épargnants allemands sur les marchés internationaux se sont réduits drastiquement depuis 2006, de plus de 20% selon l'institut de recherches économiques DIW (*Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung*). Avant l'explosion de la crise du crédit traversée par les économies occidentales, et compte tenu de l'énorme surplus qui résultait de la balance excédentaire des paiements, les épargnants allemands ont acquis des produits structurés basés sur des crédits immobiliers (*très souvent garantis par leur émetteur tel Lehmann*) qui promettaient des rendements très alléchants, et dont on connaît l'issue dramatique car ils se sont avérés toxiques.

Le site économique Breakingviews a calculé qu'1% du rendement de l'épargne totale des Allemands correspondrait

à un montant de 80 milliards d'euros qui, s'il était dépensé en bien de consommation, accroîtrait l'indice à la consommation de 5%.

Vouloir changer les habitudes d'épargne de millions de ménages est loin d'être évident, et ce d'autant plus que ceux-ci sont soumis à une avalanche de nouvelles inquiétantes qui affectent la santé de leurs fleurons bancaires nationaux, telles la Deutsche Bank ou les banques des Länder surexposées à des produits structurés toxiques.

Si une des solutions consisterait à éduquer très tôt les jeunes Allemands dans ce domaine, l'autre solution consisterait à offrir des allègements fiscaux ou d'autres incitations à l'épargnant pour le motiver à retourner sur les marchés.

De telles propositions peuvent être considérées hors de propos au vu d'une réticence congénitale au risque des investisseurs allemands. Pourtant, elles seraient beaucoup plus conformes à la tradition culturelle luthérienne sur l'utilisation de l'épargne résultant du travail ardu de l'homme et qui devrait être réemployée en investissements productifs de bien-être collectif.



**Pierre CHRISTODOULIDIS**  
Membre du Conseil du GSCGI

## NUOVO PARADIGMA: DALLA DIVERSIFICAZIONE PASSIVA ALLA SCELTA ATTIVA



### Adattamento al nuovo paradigma:

### ovvero come passare dalla diversificazione passiva alla scelta attiva

Penso che molti di noi si siano resi conto di come il settore finanziario, nella concezione più stretta e più nobile che gli si possa dare, sia un po' carente di innovazione.

La "moderna" teoria di gestione del portafoglio si può far risalire ai primi anni '50; Markowitz espresse le sue teorie già nel 1952. La ricerca accademica ha sfornato negli anni adattamenti di questo primo modello; lo ha prima perfezionato e poi, recentemente, confutato.

Passare in rassegna questi lavori non ci farà con ogni probabilità avere performance migliori nel breve termine, tuttavia è a questo punto inevitabile una presa di coscienza che ci aiuti a mantenere alto il grado di soddisfazione della clientela.

Un modello è raramente sbagliato in sé, le formule matematiche non cambiano nel tempo - quello che tende a cambiare sono le condizioni iniziali a cui questo modello si applica. Le radici di questo cambiamento sono note a tutti noi: assenza di tassi senza rischio; ruolo attivo delle banche centrali; trading sistematico; e via dicendo. Per molti anni ci siamo illusi che queste novità avessero carattere congiunturale. È tuttavia inevitabile ammettere a questo punto la loro portata strutturale, e quindi persistente.

Memori degli insegnamenti darwiniani, ognuno di noi sta adattando la propria gestione a questo nuovo paradigma, più o meno coscientemente. Alcuni di noi si affidano a gestori di fondi, altri sviluppano nuovi modelli, altri ancora si affidano all'esperienza e all'istinto. Ma di una cosa possiamo essere certi: i portafogli che costruiamo ai nuovi

clienti sarebbero stati inimmaginabili solo una decina di anni fa, per non dire "sbagliati".

Sono convinto infatti che il cambiamento più importante, che si possa osservare nell'allocazione degli investimenti, sia la riduzione o l'abbandono del principio di diversificazione nella sua accezione più completa.

La diversificazione abbate il rischio idiosincratico, e permette di beneficiare della crescita mondiale e dei tassi di interesse di mercato, senza essere esposti a situazioni specifiche. Ora, sia i tassi di interesse che la crescita mondiale sono molto vicini allo zero; diversificare significa quindi investire in una performance negativa, al netto dei costi di gestione che ci permettono di pagare i nostri stipendi.

Un investimento diversificato è ad oggi comparabile ad una puntata alla roulette in cui si puntano tutti i numeri: si ha la certezza di perdere il 2.7% ad ogni giro.

In altre parole non siamo più chiamati a gestire professionalmente il rischio; a monte di questo processo, siamo obbligati dal contesto a scegliere una tipologia di rischio da correre. Ognuno di noi ha le proprie fonti, la propria ricerca macroeconomica preferita, i propri gestori fidati. Ognuno di noi, coerentemente con il proprio scenario, si trova quindi a fare delle scelte e a comportarsi di conseguenza.

Cercando di mantenere un approccio concreto e non accademico, cercherò di esporre brevemente le nostre decisioni, sperando che questo possa esservi di aiuto o che sia uno spunto di riflessione utile.

## NUOVO PARADIGMA: DALLA DIVERSIFICAZIONE PASSIVA ALLA SCELTA ATTIVA

I primi mesi di quest'anno hanno dimostrato come, per poter tirare un altro calcio alla lattina, il mondo abbia bisogno di un dollaro debole. Questo permette di combattere la deflazione attraverso l'aumento del costo delle materie prime; aiuta un'economia americana che è l'ultima rimasta a poter trainare quella mondiale; conferisce un po' di ossigeno alle economie emergenti indebitate in dollari e dipendenti dal prezzo delle materie prime; ammorbidisce la Cina nella sua necessità di rivalutare.

Certo, BOJ e ECB potrebbero sembrare in prima battuta contrarie a questo movimento.

Tuttavia sono convinto che si preferisca avere una fetta più piccola di una torta che si ingrandisce, piuttosto che avere una grossa fetta di una piccola torta.

I nostri clienti sono quindi investiti coerentemente con questa visione: nessuna esposizione azionaria, fatta eccezione per titoli del settore aurifero o petrolifero (OIH, XLE, GDX, GDXJ).

Nessuna posizione obbligazionaria diretta, fatta eccezione per il debito dei paesi emergenti in valuta locale attraverso fondi; in piccola parte, una posizione sui trentennali di quei paesi che ancora hanno dei tassi di interesse degni di tale nome.

Posizioni short di dollaro a favore di EUR, CHF, NOK e AUD.

Fondi di investimento che hanno davvero dimostrato di aver recepito i cambiamenti strutturali, e che quindi presentano tipicamente performance scarse per il 2015 ma una buona ripresa nel 2016.

CTA sistematici, correlati con un inevitabile aumento delle volatilità.

E molto, molto cash, per poter vendere quello che sale troppo violentemente e acquistare quello che scende altrettanto velocemente, con un orizzonte di breve termine.

**Gabriele Gentile**



### Gabriele Gentile

Managing Partner, Phoenix Investment Managers SA, Lugano (Suisse), Membre du GSCGI



Gabriele began his career in Banca del Gottardo as Relationship Manager after completing a degree in Finance at the University of Lugano.

In 2005, he joined the Active Advisory Desk of the bank dedicated to UHNWI clients and he worked as Senior Relationship Manager of the group.

In 2007, Gabriele joined SWM SwissWealth Management SA as Head of Asset Management and, in 2009, as Deputy CEO.

In 2012, he quit SWM to found Phoenix Investment Managers SA as Managing Partner.



## 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  
\*\*\*



VINCENT J. DERUDDER  
HONORARY CHAIRMAN  
AND PRESIDENT OF THE  
CONSULTATIVE COMMITTEE  
\*\*\*



\*\*\*

GSCGI

is Member of

FECIF's Board

### FECIF NewsFlash 31/2016 — ESMA: Opinion on MiFID II RTS on position limits for commodity derivatives

**Executive Summary** — The European Securities and Markets Authority (ESMA) has issued today an Opinion proposing amendments to its draft Regulatory Technical Standards (RTS) under the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II), on methodology for calculation and the application of position limits for commodity derivatives traded on trading venues and economically equivalent OTC contracts.

**Analysis** — MiFID II will introduce position limits, or caps on the number of commodity contracts that can be held, to commodity derivatives which will need to be set by national regulators.

In order to ensure a harmonised approach to applying such limits, ESMA's draft RTS provides a methodology for calculating those limits on commodity derivatives traded on trading venues and economically equivalent OTC contracts.

While overall supportive of the approach taken in the RTS, the European Commission asked ESMA to consider a number of amendments for: commodity derivatives with an agricultural underlying; the methodology in cases where deliverable supply and open interest of a contract differ significantly; and defining which contracts which are traded OTC only could be considered as economically equivalent to contracts traded on-venue. ESMA is supportive of most of the changes proposed by the Commission and understands the concerns about speculation and possible impacts on food prices.

Therefore, ESMA proposes to lower the position limits for derivatives with foodstuffs as an underlying to 2.5%.

In addition, ESMA suggests that in circumstances where deliverable supply and open interest diverge significantly, the other months' position limits should be adjusted accordingly.

Finally, the definition of contracts traded "OTC only" has been slightly widened in order to prevent circumventions of the position limits regime by trading OTC.

An Opinion on RTS on ancillary activities is currently being finalised by ESMA and will be issued later this month.

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

\*\*\*

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

## LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

CIFA informs...



**TRUSTING**  
The Independent Financial Advisor

**CIFA** [www.cifango.org](http://www.cifango.org) €5 – N°9 – January/June 2016

- 7** Le long hiver de nos Institutions Démocratiques  
*Pierre Christodoulidis*
- 16** Social and Human Capital As Requirements  
for Wealth Creation *Stephen B. YOUNG*
- 62** Household Savings: Time for a Revolution?  
*Simon Colboc*
- 76** L'homme 2.0 et la gestion de patrimoine 3.0?  
*Gilles-Guy de SALINS*
- 98** USF ČR: Union of Financial Advisers and Intermediaries  
Czech Republic - [www.usfcr.cz](http://www.usfcr.cz) *Jiří Šindelář, Ph.D.*

Join CIFA's XIV<sup>th</sup> International Forum  
in Monaco  
on May 31-June 3, 2016

**TRUSTING** is available for free download on [www.cifango.org](http://www.cifango.org)

## JURISTES & FISCALISTES

### Punissabilité pénale des rétrocessions

...article du Prof. Paolo Bernasconi, Dr. h. c.



Dès le 1er juillet 2016, même les rétrocessions seront punissables d'après les nouvelles normes concernant la corruption privée. Bien sûr cette hypothèse, comme toute hypothèse de la punissabilité pénale concernant les rétrocessions, ne s'applique pas dans le cas de consentement orienté de la part du client concernant le montant des rétrocessions payées à un tiers. En cas contraire, c'est-à-dire lorsque le client n'avait pas été orienté du tout ou dans le cas où il avait été orienté mais sans indication des montants payés, les professionnels qui ont bénéficié de paiements à titre de rétrocession risquent la punissabilité pour le chef de gestion déloyale (art. 158 du Code pénal suisse/CP) et, aussi à partir du 1er juillet, pour le titre de corruption privée. Toujours en conséquence de l'approbation de la part des Chambres fédérales de la punissabilité de la corruption privée, celle-ci sera punissable d'office. Après une bataille parlementaire qui dure depuis des années, les Chambres fédérales avaient décidé de transformer le délit de corruption privée, qui auparavant n'était poursuivable que sur plainte, en infraction punissable d'office.

Par conséquent, même la concurrence déloyale qui aura été commise moyennant un avantage illicite, versé à un tiers en relation avec une violation de son devoir contractuel, sera punissable d'office. Il suffira donc que l'autorité judiciaire ou même une autorité administrative ait un soupçon concret. Même dans ces cas, le Ministère public devra intervenir d'office, sans nécessité d'une plainte. En effet, dorénavant ce seront les articles 322octies et 322novies du Code pénal qui s'appliqueront dans le but de punir la corruption privée sous toutes ses formes<sup>1</sup>. Même les paiements versés pour rémunérer les apporteurs d'affaires sous forme de rétrocessions pourraient entrer dans le collimateur pénal. D'après la réforme approuvée par les Chambres fédérales, en vigueur dès le 1er juillet 2016, non seulement la procédure pénale sera entamée d'office, et, ce qui est nouveau aussi, indépendamment de l'existence d'une relation de concurrence entre les parties impliquées. Pour les banques, le paiement, mais aussi l'acceptation de rétrocessions deviennent punissables, au cas où elles aient eu lieu sans le consentement explicite du client. Si, néanmoins, ces paiements ont eu lieu, ce sera alors la banque qui risque une poursuite pénale. Car la corruption privée

est aussi mentionnée parmi les infractions qui déclenchent la responsabilité pénale de l'entreprise en application de l'art. 102 CP. Un risque qui vient s'ajouter au risque d'une poursuite pour blanchiment d'argent car, d'après la jurisprudence, les transactions boursières exécutées dans le seul but de faire gonfler le montant des rétrocessions payées et encaissées, sont punissables pour le chef de gestion déloyale qualifiée. En effet, le Tribunal fédéral estime que *«le devoir de fidélité oblige le mandataire à s'abstenir de toute démarche qui pourrait nuire aux intérêts de son mandant»*. Ce jugement très important — 6B\_967/2013 du 21 février 2014 — avait confirmé la condamnation pour gestion déloyale de deux gérants de fortune. L'un à une peine privative de liberté de treize mois et dix jours, et l'autre à une peine privative de liberté de douze mois et dix-sept jours. En effet, le Tribunal fédéral avait constaté notamment ce qui suit: *«Vu la volatilité du marché, les prévenus ont adopté des stratégies mensuelles, c'est-à-dire impliquant des transactions fréquentes. En conséquence, ils ont prélevé des commissions totales d'une importance telle qu'elles amputaient considérablement le capital des clients, les gains ne suffisant pas à compenser les ponctions.»* En effet, les tribunaux avaient constaté que ces deux gérants de fortune avaient encaissé des rétrocessions dans une mesure variable entre le 5% et le 26% du capital investi. Nonobstant que les clients avaient autorisé les deux professionnels à exécuter des transactions sur des produits dérivés, à savoir des produits hautement spéculatifs, le Tribunal a relevé une responsabilité pénale à cause de l'omission de renseigner ces clients et parce que les deux gérants avaient continué à encaisser des rétrocessions malgré les pertes persistantes.

<sup>1</sup> Une série de mesures concrètes a été décrite dans le Rapport du 28 mai 2015 que j'avais rédigé sur mandat du Contrôle fédéral des finances intitulé «Moyens de protection de l'économie suisse face aux menaces dues à la délinquance économique», chapitres 137-148.

...cont'd on page 9



## JURISTES & FISCALISTES

### Punissabilité pénale des rétrocessions

...article du Prof. Paolo Bernasconi, Dr. h. c.

...cont'd from page 8

Voilà donc que non seulement ceux qui pratiquent le barattage (*churning*) sont punissables, mais aussi ceux qui acceptent et reversent des rétrocessions en relation avec le barattage, y compris la banque et les fonds d'investissement impliqués. En effet, le Tribunal fédéral, lors du jugement mentionné ci-dessus, avait aussi statué que «*Malgré l'impact désastreux du nombre d'opérations et de leurs coûts sur la masse à gérer, les recourants ont poursuivi leur stratégie, continuant à se payer, tout en s'accommodant des pertes pour leurs clients.*» Le Tribunal fédéral ayant qualifié cette conduite de gestion déloyale étant donné qu'elle avait été effectuée dans l'exercice d'une activité professionnelle qui avait fait l'objet d'une autorisation spécifique. Mais le Tribunal fédéral avait statué aussi l'existence de la circonstance aggravante de la gestion déloyale, arguant du fait que la stratégie des deux gérants de fortune condamnés «*leur a profité directement et à eux seuls*». Cette forme qualifiée de gestion déloyale étant un crime, tous ceux qui aident à entraver la mise en circulation de ces sommes se rendent punissables pour le chef de blanchiment d'argent. Cette qualification déclenche, pour les intermédiaires financiers, l'obligation de communication à l'Office fédéral anti-blanchiment de toute transaction générant une suspicion concrète de rétrocessions illicites. Attention également au risque de demandes d'entraide en faveur de procédures pénales diligentées à l'étranger: les autorités pénales étrangères pourraient obtenir la transmission de moyens de preuves concernant également toute forme de rétrocession illicite, ainsi que le blanchiment du produit des rétrocessions de cette nature. C'est un soutien corsé aux mesures prudentielles adoptées par la FINMA le 26 novembre 2012 dans le cadre du texte intitulé «*Rétrocessions - mesures prudentielles*». En effet,

il faut souligner que d'après la doctrine (cf. ROTH Monika, *Das Dreiecksverhältnis Kunde – Bank – Vermögens-verwalter*, Zürich/St. Gallen 2013, § 82; WAYGOOD-WEINER Anette, *Rückvergütungen und Interessenkonflikte in der Finanzbranche*, Zürich 2014, S. 305 ff.; HSU Peter Ch., *Finder's Fees, Commissions and Similar Arrangements*, Zürich 2007, S. 27) on reconnaît aussi la qualification pour le chef de corruption. Par conséquent, dans ce domaine, il ne faudra pas attendre la mise en œuvre de la MiFID.

Lors d'analyses à caractère scientifique, comme dans ce cadre, on évite les considérations à caractère politique. Mais dans ce cas, le commentaire suivant jaillit spontanément: ce sont les abus qui appellent l'intervention du législateur. L'autorégulation dans ce secteur n'a eu aucun effet en relation avec la diffusion massive du système de paiements par rétrocessions en faveur des gérants de fortune externes ainsi qu'en faveur des banques qui acceptent d'acheter ou d'investir dans des fonds à haut risque, exclusivement pour la raison qu'elles ont obtenu des rétrocessions dans une mesure importante.

Nombreux sont les CEO de banques qui déplorent l'excès de règles dans le domaine financier. Il est bien vrai que les règles augmentent. Mais, pour éviter cette augmentation, il suffit de respecter l'obligation légale du mandataire de s'exécuter dans l'intérêt du client. Or ce sont précisément les violations répétées de cette règle fondamentale qui ont conduit à instaurer de nouvelles règles. Il est donc facile de conclure que même en Suisse on doit continuer à promouvoir l'autorégulation mais, de l'autre côté, lorsque l'autorégulation a manqué d'atteindre son but, c'est l'État qui intervient.

★ ★ ★

### Prof. Paolo BERNASCONI, 25.4.1943, Lugano (Suisse)

Avocat et notaire, cotitulaire de l'Etude d'avocats Bernasconi Martinelli Alippi & Partners à Lugano (Suisse)

Professeur en droit pénal économique international aux Universités de St. Gall (de 1984 à 2004; dès 1999 professeur titulaire), de Zurich (de 1986 à 2008) et de Côme (de 2004 à 2008); professeur invité aux Universités italiennes de Gênes (1987/1989) et de Milan/Bocconi (de 1996 à 2002); professeur au Centre d'Etudes bancaires de Lugano (depuis 1990); conseiller auprès du Département des Nations Unies pour la prévention et le contrôle des crimes et délits (1990, 1992), du Conseil de l'Europe (1982, 1995, 1999), de l'OECD (1996) et de l'UE (2001). Membre de commissions fédérales d'experts pour la révision de nombreuses lois suisses. Vice-président du Conseil de l'Autorité fédérale de contrôle antiblanchiment (2001). Depuis 2006, Président du Tribunal d'honneur de l'Association Suisse des

Gérants de Fortune (ASG). De juillet 2008 jusqu'à juin 2013, Membre de la Commission de surveillance de la Convention relative à l'obligation de diligence des banques (CDB 08) de l'Association suisse des banquiers (ASB). Depuis 2010 Membre des Global Agenda Councils du World Economic Forum (WEF). Remise du titre de docteur honoris causa par l'Université de Zurich en avril 2013 pour sa contribution scientifique au développement du droit pénal économique. Président de l'Association Ethics and Compliance Switzerland/ECS ([www.ethics-compliance.ch](http://www.ethics-compliance.ch)) dès 2014. Ancien Magistrat du Ministère Public à Lugano de 1969 à 1985. [www.pblaw.ch](http://www.pblaw.ch) - e-mail: [paolo.bernasconi@pblaw.ch](mailto:paolo.bernasconi@pblaw.ch)

## JURISPRUDENCE

### Pas d'assistance administrative pour les demandes groupées des Pays-Bas

*Communiqué de presse du Tribunal administratif fédéral – Arrêt A-8400/2015 du 21 mars 2016.*

*Par son arrêt A-8400/2015 du 21 mars 2016, le Tribunal administratif fédéral a décidé qu'il n'était pas possible d'accorder l'assistance administrative de la Suisse aux autorités fis-cales néerlandaises sur la base de leur demande groupée du 23 juillet 2015. Selon le texte même du Protocole à la Convention révisée contre les doubles impositions conclue avec les Pays-Bas, les demandes groupées sans indication de nom sont exclues. Le recours d'un client hollandais de l'UBS est ainsi admis et les données bancaires de celui-ci ne peuvent être transmises aux Pays-Bas.*

Le 23 juillet 2015, le Belastingdienst (*Service des contributions*) des Pays-Bas a présenté une demande d'assistance administrative visant à la transmission de données bancaires de l'UBS. La procédure était fondée sur la Convention du 26 février 2010 entre la Suisse et le Royaume des Pays-Bas en vue d'éviter les doubles impositions en matière d'impôts sur le revenu (CDI-NL). Le Belastingdienst n'a pas mentionné le nom des clients de l'UBS concernés par sa demande, mais seulement les critères permettant d'identifier ceux-ci.

Selon le texte même du Protocole à la CDI-NL, les demandes groupées sans indication de nom sont exclues. Le Protocole est partie intégrante de la CDI-NL et, au

même titre que celle-ci, il constitue du droit international contraignant. L'accord amiable joint à la CDI-NL et signé par les autorités compétentes de Suisse et des Pays-Bas ne peut rien y changer, tout comme le Commentaire du Modèle de convention de l'OCDE contre les doubles impositions. Puisque la CDI-NL interdit les demandes groupées sans indication de nom, les dispositions correspondantes de la loi fédérale du 28 septembre 2012 sur l'assistance administrative internationale en matière fiscale et de l'ordonnance du 20 août 2014 sur le même sujet ne trouvent pas à s'appliquer. Ainsi, conformément à la CDI-NL révisée, la Suisse ne peut accorder d'assistance administrative pour les demandes groupées qui ne contiennent pas le nom des personnes dont la situation est examinée ou qui font l'objet d'une enquête. L'Administration fédérale des contributions ne peut donc donner suite à la demande d'assistance du 23 juillet 2015. Le Tribunal administratif fédéral a par conséquent admis le recours.

La décision peut être contestée devant le Tribunal fédéral, dans les limites de l'art. 84a de la loi sur le Tribunal fédéral (*ce qui implique que l'affaire doit poser une question de principe ou que, pour d'autres raisons, il doit s'agir d'un cas particulièrement important; la décision sur ce point appartient au Tribunal fédéral*).

★ ★ ★

Contact: **Katharina Zürcher**, responsable suppléante de la communication,  
Kreuzackerstrasse 12, Case postale, 9023 St-Gall,  
tél. 058 705 26 72 / 079 621 53 46,  
medien@bvger.admin.ch

**Lien URL pour télécharger le Communiqué de presse:**

<https://www.google.ch/url?sa=t&rcet=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwiQg4WeyvXMAhWEtBoKHxtSDSUQFgggtMAE&url=http%3A%2F%2Fwww.bvger.ch%2Findex>

## ASSURANCE PROFESSIONNELLE

### Exemple de Sinistres

#### Fraude d'un collaborateur au préjudice d'un client

##### Situation initiale

Une société de gestion de fortune et de fonds, dont l'effectif total est de 14 personnes, gère CHF 1.2 milliards d'avoirs. Au moment où la société est en phase de rapide croissance, les deux fondateurs recrutent un spécialiste du marché sud-américain. Ils connaissent bien cet homme, qui fut jadis leur collègue au sein d'une banque privée de la place. Le gérant est vite promu au rang de fondé de pouvoir, en raison de ses compétences professionnelles et en récompense de la confiance dont il est investi.

##### Sinistre survenu

Le fondé de pouvoir croise, hélas, sur son chemin une personne aux goûts dispendieux, dont il s'amourache. Comme il rencontre quelques difficultés à maintenir son nouveau train de vie, l'idée lui est susurrée d'effectuer de légères ponctions sur le compte d'un client.

La victime est un homme âgé, dont les comptes sont en banque restante, et qui contrôle les mouvements de sa fortune uniquement lors des visites annuelles que lui rend sur place son gérant, en qui il a une aveugle confiance.

Le gestionnaire va alors procéder à une série de petits transferts des avoirs de son client, par usage de fausses instructions téléphoniques et fausses signatures. Lors de ses déplacements, il prend soin de remettre à son client des relevés de situation habilement maquillés.

La fraude est découverte par hasard, lorsque la victime, sur les conseils de ses enfants, rencontre avec sa fille la banque dépositaire pour faire un point sur sa politique de services et de frais. Le montant des avoirs détournés sur une période de 24 mois s'élève à CHF 120'000.

Le client se retourne alors contre la société de gestion de fortune, invoquant d'une part la violation du mandat, d'autre part la responsabilité de la société pour les actes illégitimes de son employé. Il réclame la somme CHF 120'000 à titre de dommages-intérêts (*Nota: demeure réservée la problématique de l'éventuelle «responsabilité» - prétention en exécution - de la banque dépositaire, qui est hors de notre propos*). Le gérant indélicat est licencié à effet immédiat et fait l'objet d'une plainte pénale.

##### Règlement du sinistre, indemnisation

L'assureur indemnise le client lésé dans le cadre de l'extension «dommages subis par des tiers» de la police fraude.

Sur le plan de la technique d'assurance, il faut savoir que le marché tend à indemniser les *fraudes* commises par un *employé* au détriment d'un *client* non pas via les polices de responsabilité civile professionnelle, car elles excluent les actes intentionnels ou frauduleux, mais via une extension spécifique au sein des polices fraudes-détournements.



\* \* \*

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

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

Ces couvertures étendues et complètes — **Responsabilité civile professionnelle (RCPI)**; **Responsabilité des dirigeants (D&O)**; **Assurance Fraude (FR)** — offrent une sécurité accrue aux gérants dans leur activité quotidienne. L'assurance professionnelle met les professionnels à l'abri de situations inattendues et génératrices de conséquences financières parfois dévastatrices, comme celle évoquée plus haut.

Vous retrouverez d'autres exemples de sinistres dans les prochaines éditions du WealthGram.

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

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



## PLACEMENTS & TECHNIQUES DE GESTION

### Synchrony All Caps CH, un vrai fonds de convictions

...article de Bruce Crochat, auteur, Gérant Synchrony All Caps CH

Lancé le 30 mars 2012, le fonds Synchrony All Caps CH (Code Isin part A: CH0181475457 et part I – réservée aux investisseurs qualifiés: CH 0181476380) est un fonds actif qui a pour objectif de faire mieux que son indice de référence, le Swiss Performance Index (SPI). L'univers de placement se compose de l'ensemble des sociétés suisses représentées au sein de cet indice.

Initialement géré par l'ancien chef économiste de la BCGE, Jean-Luc Lederrey, désormais à la retraite, le fonds est aujourd'hui sous la responsabilité de Bruce Crochat, CFA. L'ADN du fonds est resté similaire malgré le changement de gérant en février 2016: tirer parti d'une double expertise présente au sein de la banque, à savoir l'approche économique de l'investissement et une rigoureuse sélection des meilleures sociétés suisses.

L'analyse de l'environnement économique est ainsi le point de départ en faveur d'une allocation entre les sociétés de petites et moyennes tailles par rapport aux grandes capitalisations. Cette étape est assurée par Valérie Lemaigre, cheffe économiste de la BCGE. L'idée est de privilégier les sociétés de petites et moyennes tailles en période d'expansion économique et, au contraire, de favoriser les grandes capitalisations, considérées comme plus défensives, en période de ralentissement.

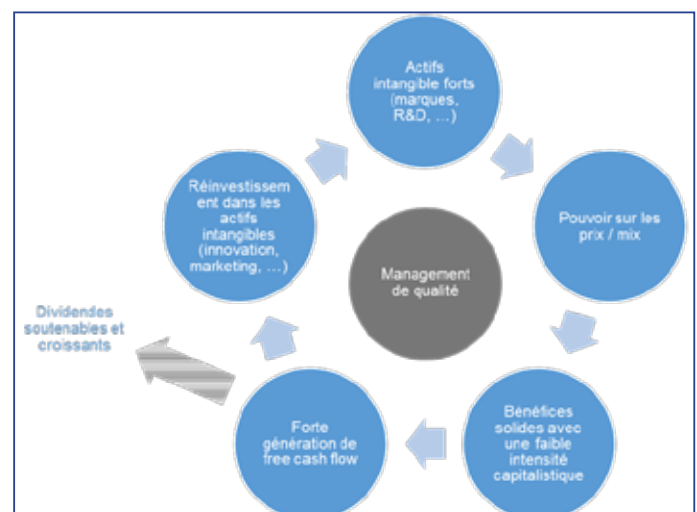
Une fois l'état du cycle défini, une analyse micro-économique des sociétés et la sélection de titres est effectuée par le gérant, Bruce Crochat. Le processus de sélection se base sur une étude fondamentale des sociétés, c'est-à-dire l'étude des éléments financiers, de la stratégie et des perspectives. Ces différents aspects sont ensuite discutés lors de rencontres avec la direction de la société en question (*directeur général ou directeur financier de préférence*). Des discussions avec des analystes sell-side, spécialisés dans leur domaine, permettent également de tester et d'approfondir les différentes hypothèses. Enfin, une valorisation indépendante est effectuée afin d'évaluer l'opportunité d'investissement. Le Synchrony All Caps CH est un vrai fonds de convictions composé actuellement de 25 sociétés.

Lors de la sélection, les entreprises privilégiées sont celles bénéficiant d'un cercle vertueux de croissance. Les

sociétés qui possèdent des actifs intangibles forts, tel que des marques ou des compétences de recherche et développement sont privilégiées. Cet élément est indispensable pour se différencier et se protéger de la concurrence à long terme. Par ailleurs, ils offrent à l'entreprise un pouvoir de fixation des prix indéniable. Ne pas dépendre exclusivement des volumes est un point clé afin de naviguer au travers des différents cycles économiques avec plus de flexibilité. Si en plus ces entreprises ont un bilan peu endetté, elles génèrent des profits considérés comme robustes et de qualité, profits qui seront ensuite réinvestis en marketing et/ou en recherche et développement afin de renforcer encore ses actifs intangibles qui généreront encore plus de bénéfices et ainsi de suite. Il s'agit en quelques sortes du principe de l'intérêt composé appliqué aux bénéfices.



FIG 1: Cercle vertueux de croissance



Une des principales convictions du fonds, qui illustre ce cercle vertueux, est Actelion. Avec des capacités de recherche et développement supérieures aux concurrents, Actelion est une entreprise innovante qui arrive, grâce au renouvellement des produits, à faire croître ses ventes. Dans cet exemple, ce ne sont pas tant les prix des anciens produits qui sont augmentés, mais plutôt ceux des nouveaux produits, plus élevés, qui assurent un pouvoir



## PLACEMENTS & TECHNIQUES DE GESTION

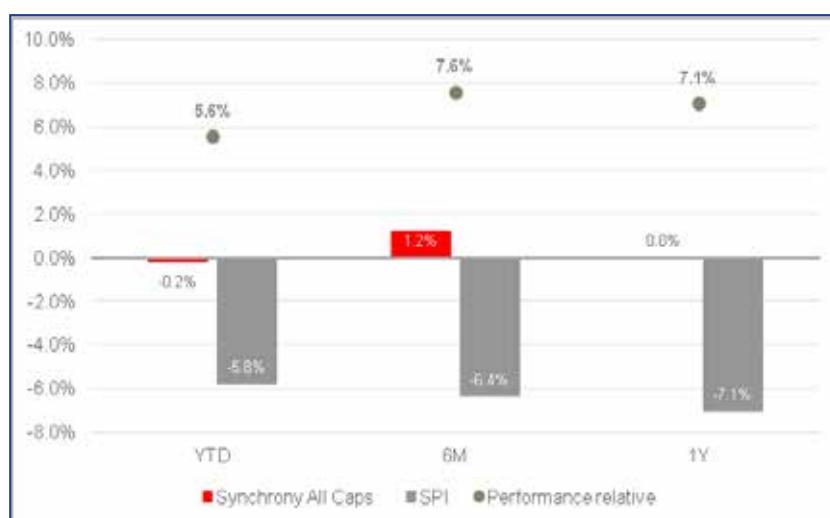
### Synchrony All Caps CH, un vrai fonds de convictions

...cont'd from page 12

d'augmentation des prix (*en d'autres termes un mix-produits positif*). Actuellement, la société est en train de remplacer son ancien produit phare, Tracleer, dont le brevet est désormais public, par Opsumit, une nouvelle génération de médicaments pour le traitement de l'hypertension artérielle pulmonaire. Ce dernier, bien que plus efficace, est environ 20% moins cher suite à des pressions de concurrents. La force d'Actelion est d'avoir simultanément développé un deuxième médicament dans cette indication, Uptravi, qui renforce l'efficacité du premier et qui est environ 50% plus cher que Tracleer. En plus d'une croissance des ventes, il existe également un important potentiel d'amélioration des marges, les deux nouveaux produits étant dans la même indication et donc nécessitant une seule force de vente. Sachant qu'il s'agit du poste de dépenses le plus important, même supérieur aux dépenses de recherche et développement, le levier opérationnel sera dès lors très important.

à celle du SPI, induisant un meilleur ratio de Sharpe (*performance pondérée par le risque*).

FIG 2: Evolution des performances (chiffres au 29 avril 2016)



Les profits ainsi générés sont d'autant plus important qu'Actelion n'a pas de dette et donc ne paie pas d'intérêt. La génération de cash-flows libres est également importante puisque les investissements en capital sont relativement modestes. Cette liquidité générée est ensuite réinvestie dans la recherche et développement et dans la force de vente, au bénéfice des futures ventes. Enfin, grâce à un management composé des fondateurs de la société, qui sont également d'importants actionnaires, la pérennité de ce cercle vertueux semble assurée.

Notre processus de sélection est appliqué pour le cœur du portefeuille et conduit à un biais vers les sociétés de croissance et de qualité. Cependant, le fonds se veut également opportuniste. Ainsi, Zurich Insurance a récemment été introduite considérant le titre sous-évalué par le marché (*valorisation de 0.9x la valeur comptable lors de l'achat en février*). De plus, le nouveau directeur général, Mario Greco, s'avère être le parfait candidat pour entreprendre et réussir le virage stratégique nécessaire, à savoir recentrer la stratégie vers la rentabilité et non la croissance des primes. Les premiers résultats annoncés depuis sa nomination vont dans ce sens.

Depuis le début de l'année, le fonds Synchrony All Caps CH surperforme le SPI de 5.6%. En plus d'afficher une performance supérieure, la volatilité du fonds est inférieure

Pour le reste de l'année, nous restons positifs sur le marché actions suisses, considérant que les fondamentaux des entreprises sont solides et que la valorisation n'est pas en territoire extrême. Le fonds est surpondéré dans les sociétés de petites et moyennes tailles, bien que nous ayons récemment pris quelques bénéfices sur le segment suite à la très bonne performance ainsi qu'au tassement de la croissance globale.



**BCGE**

Asset Management

**Bruce Crochat, CFA**  
bruce.crochat@bcge.ch

Membre Partenaire du GSCGI

#### Le parcours du gérant Bruce Crochat:

2004-2007 Bachelor of Science in Management / HEC Genève

2008-2010 Master of Science in Finance / HEC Genève & HEC Lausanne

2013 Obtention du titre CFA (Chartered Financial Analyst)

2010-2015 Analyste-gérant sur les actions européennes / IAM Independent Asset Management

2016 Gérant du fonds Synchrony All Caps CH / BCGE

## L'AVIS DE L'ANALYSTE

### Décryptage des Marchés par les Cycles Économiques

...article de Patrick Morel, Fixed-Income Strategist

Gérer, c'est prévoir! Mais, comment prendre des décisions d'investissement lorsque les marchés actions et obligataires affichent des messages contradictoires?

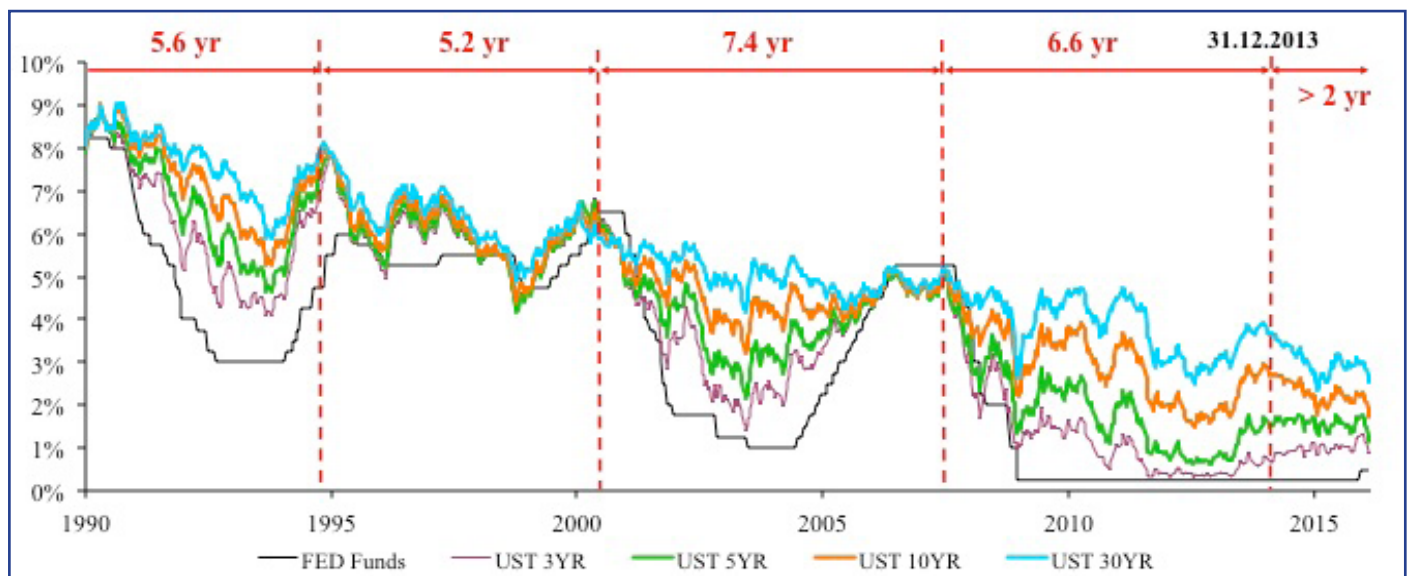
Atteignant le plus haut de leur cycle en mi-2015, les marchés actions dépeignent une économie qui est entrée dans sa longue phase de contraction. A l'inverse, la 1<sup>ère</sup> hausse des FED funds sur les marchés obligataires semble décrire une économie au plus bas de son cycle, à l'aube d'une nouvelle phase d'expansion.

En réalité, ces deux indicateurs antinomiques sont devenus incapables de décrire la véritable situation économique

actuelle, étant victimes de manipulations massives par les banques centrales.

#### Marchés obligataires

L'observation de l'évolution des taux longs sur plusieurs décennies met en lumière l'existence de cycles de croissance conjoncturelle de durée moyenne de 6.5 années depuis 1980 et maximale de 7.4 années.



Le dernier Top, atteint en fin 2013, stipule que nous sommes entrés, depuis déjà 2 ans, dans la longue phase de contraction cyclique des taux obligataires.

#### Evolution cyclique => baisse «tendancielle» des taux longs

La hausse récente des taux courts, de maturités inférieures à 5 ans, n'est que la conséquence anachronique de la décision de conserver artificiellement les FED funds à un niveau proche de zéro depuis 2009.

Un taux obligataire est comme une pièce à deux faces qui décrit d'un côté un espoir de performance, que l'investisseur ne peut concevoir que strictement positive, et de l'autre le coût d'un emprunt de nature contractuelle.

Par conséquent, au regard des sommes colossales créées par les banques centrales avec leurs programmes de

Quantitative Easing, estimées à \$12 Trillions, il n'est pas étonnant que la perte de «valeur de l'argent» qui en découle provoque une pression déflationniste à l'origine d'une longue période de taux nominaux négatifs, tels que déjà observés sur les courbes en Euro, CHF et JPY.

#### Liquidité surabondante => taux négatifs

Néanmoins, il n'est pas exclu d'imaginer un «éclair de lucidité collectif» décidant de réallouer intégralement ces \$12T à l'économie réelle, qui en perspective des \$70T de PIB mondial serait source de croissance, inflation et hausse de taux... plutôt vertigineuses.

L'observation macroéconomique des évolutions de plusieurs composantes de la croissance US confirment l'entrée de l'économie dans sa phase de contraction.

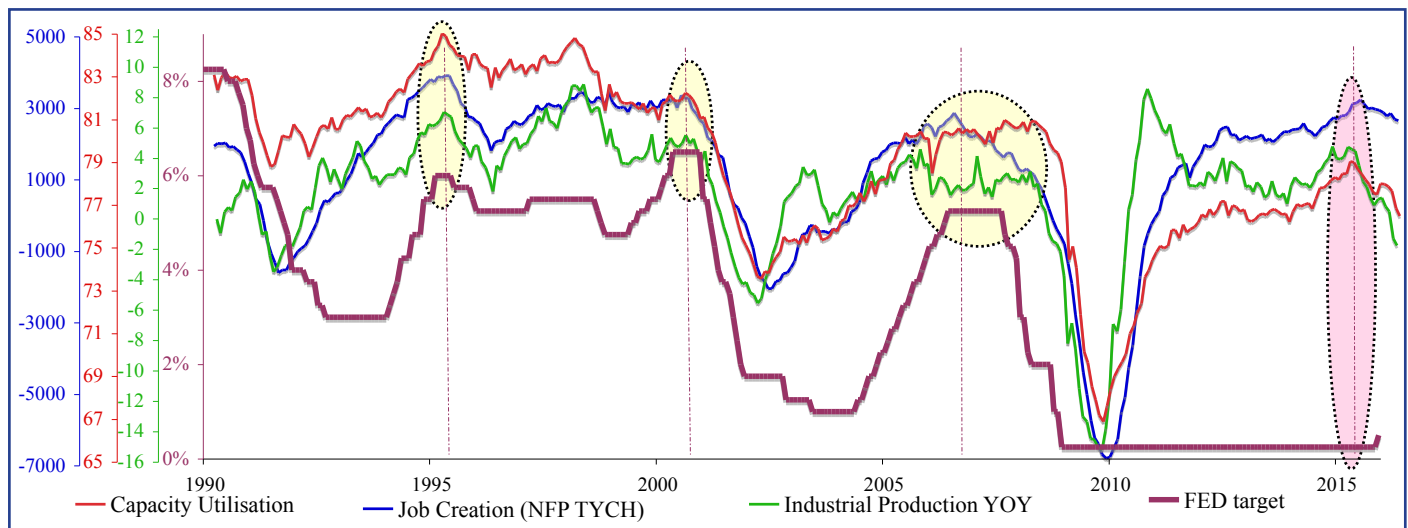
...cont'd on page 15

## L'AVIS DE L'ANALYSTE

### Décryptage des Marchés par les Cycles Économiques

...article de Patrick Morel, Fixed-Income Strategist

...cont'd from page 14



Les plus hauts de chaque cycle de croissance conjoncturelle, qui sont entre autres caractérisés par des niveaux culminants de production industrielle, d'utilisation des capacités de production et de créations d'emplois, devraient naturellement s'aligner avec les sommets de chacun des cycles des FED funds, alors à l'aurore de nouvelles périodes baissières.

Par conséquent, ces composantes de la croissance, ayant toutes atteints leurs plus hauts en début 2015, sont la démonstration d'une économie entrée dans sa phase de contraction conjoncturelle.

*Ralentissement économique =>*

*phase de contraction des taux obligataires*

#### FED funds

Le refus d'augmenter le niveau des FED funds durant la dernière phase d'expansion du cycle de taux obligataires en 2012-2013 lui a fait perdre toute capacité de relance conjoncturelle sous la forme de nouvelles baisses de taux, et surtout à décrire la situation actuelle de l'économie.

Afin de pouvoir persister dans son choix des politiques monétaires ultra-expansives, la FED décida d'instaurer une nouvelle méthode «non conventionnelle» par la création pour la première fois de monnaie scripturale directement par la banque centrale, jusque-là réservée aux seules banques commerciales. N'ayant initialement pas de contrepartie réelle, cette monnaie scripturale «prend vie» aussitôt qu'elle est dépensée en achetant par exemple des titres.

Cependant, la décision comme en Europe et en Suisse d'accepter d'entrer en territoire négatif serait en complète opposition avec le message d'exceptionnalité d'une économie US en re-décollage.

Paradoxalement, alors que la magie de cette ère d'argent facile et pas cher s'est aujourd'hui estompée, la FED a choisi d'enclencher un mouvement de hausse des FED funds. Pourtant, toute possibilité de hausses des taux directeurs d'une banque centrale devrait théoriquement être la conséquence de la démonstration préalable de l'existence d'une croissance forte et pérenne. Par conséquent, au regard de la contraction générale de l'économie mondiale, dont celle américaine, cette hausse repose plus sur des motivations géopolitiques, que sur des réalités économiques.

*Ralentissement économique =>*

*hausse des FED funds inappropriée*

En inversant les causes et effets, cette 1<sup>ère</sup> hausse de nature «préventive» est paradoxalement présentée comme la démonstration de l'existence d'une relance actuelle et future de la croissance de l'économie US, au lieu d'être sa conséquence.

#### Marchés actions

L'observation de l'évolution des marchés actions confirme l'existence des cycles de croissance conjoncturelle.

**Patrick Morel**

morel.patrick@bluewin.ch

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

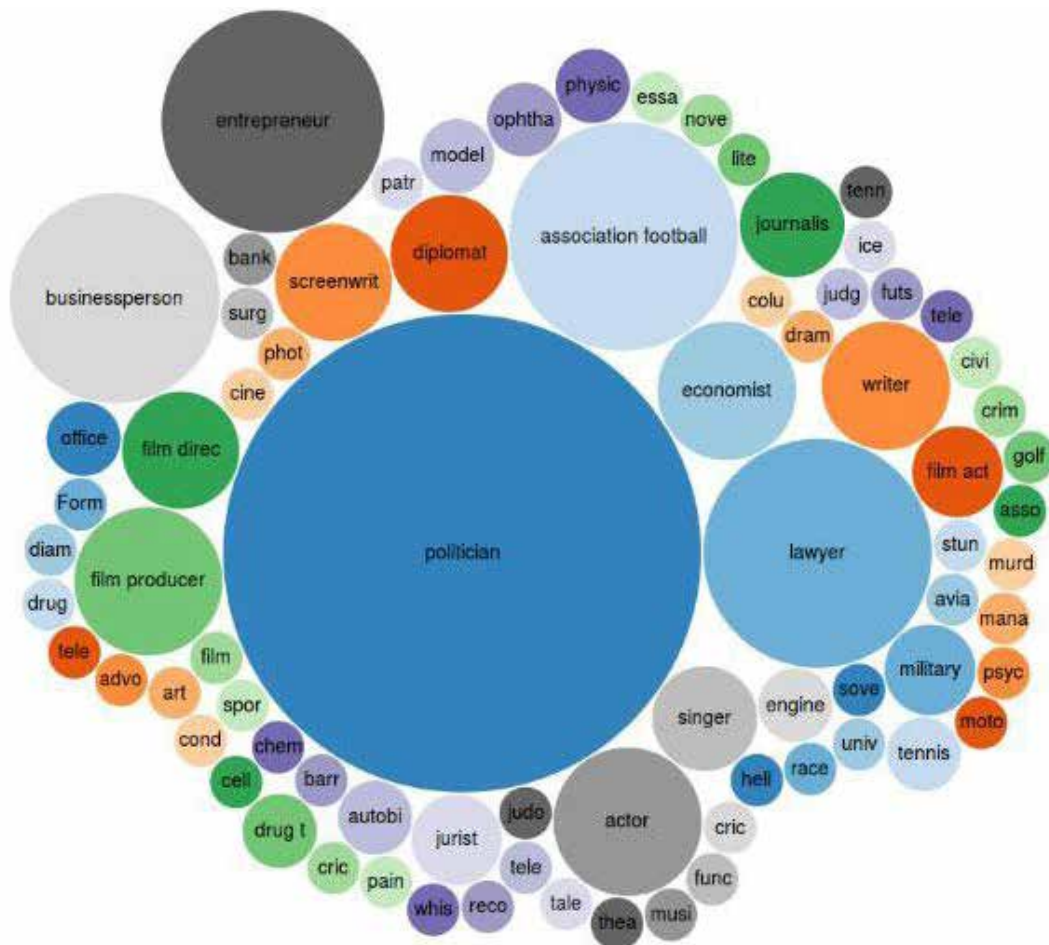


## Panama Papers bubble chart shows politicians are most mentioned in document leak database

[...] It appears to show that politicians are mentioned most often, followed by lawyers, business people, entrepreneurs, and those working in association football, according to a chart created by a data researcher from Denmark [...]

[...] Finn Årup Nielsen, senior researcher from the department of applied math and computer science at the Technical University of Denmark, published the bubble chart on his blog: <https://finnaarupnielsen.wordpress.com/2016/05/10/occupations-of-persons-from-panama-papers/> [...]

[...] Setting up an offshore company is not in itself illegal or evidence of illegal conduct [...]



Read more: <http://www.independent.co.uk/news/business/news/the-occupations-of-people-in-the-panama-papers-a7025736.html>

*Source: The Independent - May 12, 2016*

## EU weighs guillotine powers to freeze transfers

[...] Brussels is exploring granting bank regulators tougher “guillotine” powers to freeze transfers out of a failing bank to prevent it haemorrhaging cash before authorities can intervene [...]

[...] The idea of a eurozone guillotine power was partly inspired by Germany, which already employs such a tool. [...]

[...] The commission will also weigh whether deposits, especially those holding less than €100,000 and therefore guaranteed by the state, should be covered by any freezing powers [...]

Read more: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f1583f3e-dc5b-11e5-a72f-1e7744c66818.html#axzz41IcYrW00>

*Source: Financial Times – May 15, 2016*



## Gold Demand Trends: First Quarter 2016

**Q1 GOLD DEMAND THE SECOND STRONGEST QUARTER ON RECORD, UP 21% TO 1,289.8T**

Booming investment demand – *particularly for gold-backed ETFs* – sparked a strong price rally, which choked jewellery demand.

Shifts in the global economic and financial landscape have created a positive environment for gold investment in recent months. Uncertainty abounds...

**INFLOWS INTO ETFs REACH NEAR-RECORD 363.7T**

ETFs had their second highest quarter of inflows ever as investors across the globe sought security to combat heightened economic and financial uncertainty.

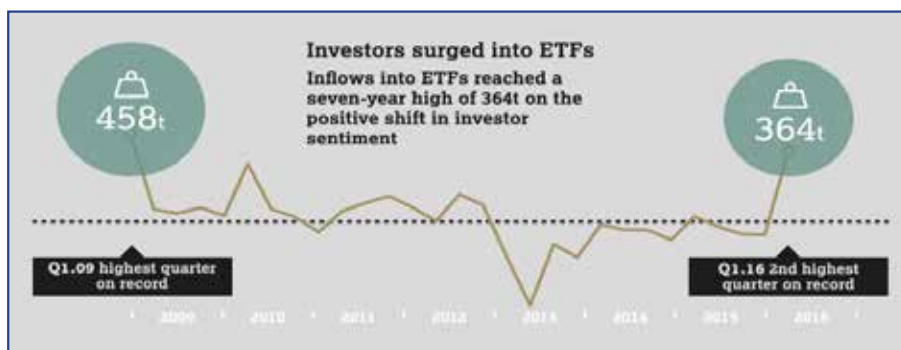
**DOUBLE-DIGIT GAINS IN GLOBAL GOLD PRICES**

Positive investment flows kick-started a 17% rally in the US\$ gold price, its biggest quarterly rise for almost 30 years. Strong gains also seen in local prices in India (+17%), Turkey (+13%), UK (+20%) and China (+16%)..

**INDIAN JEWELLERY DEMAND FACED DIRE CHALLENGES**

Jewellery giant stumbled as price hit multi-year highs then tripped by industrial action as retailers shut down in protest at proposed tax change.

**GOLD SUPPLY GREW 5% year-on-year**



## Gold Demand Trends First quarter 2016

May 2016

### Key changes

Tonnes	Q1 2016 year-on-year	Q1 2016 quarter-on-quarter
Gold demand	↑ 21%	↑ 16%
Jewellery	↓ -19%	↓ -27%
Technology	↓ -3%	↓ -4%
Investment	↑ 122%	↑ 201%
Central banks and other institutions	↓ -3%	↓ -31%
Supply	↑ 5%	↑ 4%

Source: Metals Focus; World Gold Council

### Gold demand's best ever start to the year

Gold demand grew 21% to 1,289.8t – the strongest Q1 on record. Investment drove gains. Jewellery fell sharply on higher prices and market-specific factors. Central bank buying slowed. 40t of hedging lifted mine supply.

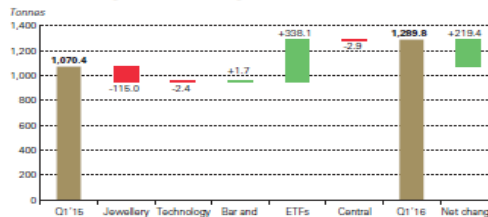
### Key themes (more detail pages 2-5)

**ETF demand surged:** 364 tonnes (t) of inflows more than reversed the cumulative outflows from 2014 and 2015.

**Investment drove price gains.** Investors' search for security fuelled gold's Q1 rally, its best performance in almost 30 years.

**Indian consumers hamstrung.** Indian demand was stifled as jewellers went on strike in protest at proposed excise duty.

### Featured chart Investment growth outweighed declines elsewhere



Source: Metals Focus; World Gold Council

### Contents

Key themes	02
Market commentary	07
Jewellery	07
Investment	10
Central banks and other institutions	13
Technology	14
Supply	16
Gold demand statistics	19
Notes and definitions	26

### Contributors

**Louise Street**  
louise.street@gold.org  
**Krishan Gopaul**  
krishan.gopaul@gold.org  
**Mukesh Kumar**  
mukesh.kumar@gold.org  
**Carol Lu**  
carol.lu@gold.org  
**Alistair Hewitt**  
Director, Market Intelligence  
alistair.hewitt@gold.org

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

Read the full report: <http://worldgoldcouncil.newsweaver.co.uk/IRMGDT/3vo27gwc60u4xfkxw91oj6?email=true&a=5&p=50258817&t=23725895>

## GLOBAL EVENTS



CONVENTION OF INDEPENDENT  
FINANCIAL ADVISORS

A Non-Profit Foundation

A Non-Governmental Organization in general consultative status  
with the Economic and Social Council of the United Nations

**31 MAI - 3 JUIN, 2016**  
**HOTEL HERMITAGE**  
**MONACO**

### **14<sup>ème</sup> FORUM INTERNATIONAL DE LA CIFA**

**UNE RÉGLEMENTATION EXCESSIVE:  
EST-ELLE RÉELLEMENT DESTINÉE À GARANTIR  
LA LIBERTÉ D'ENTREPRENDRE ET LA PROPRIÉTÉ?**

**Participation exceptionnelle:**  
**Hauts Représentants des Nations Unies**  
**ECOSOC - ICC - G77 - UNAOC - Global Compact**



**Hôtel Hermitage, Monaco**  
**du 31 mai au 3 juin 2016**

*Les Membres du GSCGI bénéficient de 50% de réduction sur les frais d'entrée au Forum.*

**Programme et informations sur...**

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

**The White Paper for CIFA International Forum of 2015**

**is available for free download on**

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

[http://cifango.org/files/FORUM%20CIFA%202015\\_whitebook.pdf](http://cifango.org/files/FORUM%20CIFA%202015_whitebook.pdf)

## AGENDA OF GSCGI's MONTHLY CONFERENCES

### INVITATION / INSCRIPTION

#### Déjeuner- conférence 24 Juin 2016

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



www.sgcib.com

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

#### Referendum sur le Brexit, élections espagnoles et américaines: les décisions politiques peuvent-elles conduire à une crise financière?



...par **DANIEL FERMON** — Head of Cross Asset Thematic Research — qui développe une approche thématique des marchés financiers. Monsieur Fermon a rejoint le groupe Société Générale Corporate & Investment Banking en 2004. Il a, auparavant, travaillé comme Responsable des Actions Européennes chez «Banque Neufilze», la filiale française du groupe ABN Amro. Daniel Fermon est diplômé de l'Institut Supérieur de Gestion (ISG), qui est une école Internationale de Commerce.

Ce déjeuner-conférence est généreusement offert par...

**Société Générale, Membre Partenaire du GSCGI**

### PROGRAMME

**Date** **Vendredi, 24 juin 2016**  
**LIEU** Swissôtel Métropole, Quai Général-Guisan 34, Geneva, Switzerland  
**12h00** Enregistrement  
**12h30** Conférence & Session Q&A  
**13h15** Le repas commence à être servi

**Prière de vous inscrire avant le mercredi, 22 juin 2016, par email: [secretariat@gscgi.ch](mailto:secretariat@gscgi.ch)**

\* \* \*

May 27, 2016/Geneva — Orateur: Cédric Kohler, FUNDANA SA, Membre du GSCGI

June 24, 2016/Geneva — Orateur: Daniel Fermon, Société Générale, 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

2016, Mai 27 - Geneva: Sélection de talents: Comment dénicher les perles rares?

...article de Cédric Kohler



**Cédric Kohler**

Responsable de l'Advisory

FUNDANA S.A.

Membre du GSCGI

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

*Cédric Kohler rejoint Fundana en 2011 en tant que responsable de l'Advisory.*

*Précédemment, il a été responsable du département Hedge Funds Advisory et des fonds de Hedge Funds chez Lombard Odier, responsables des risques chez Citadel Investment Group à Chicago, ayant couvert également différents postes dans la gestion des risques chez Merrill Lynch en tant que directeur et chez UBS à New York et en Europe.*

*Cédric Kohler détient un Master in Business and Finance de l'université de Warwick en Angleterre et une Licence en Sciences Economiques de la HEC de Lausanne.*



**Fundana**  
ASSET MANAGER

Si vous aviez confié 1000 dollars en 1969 à George Soros, vous seriez aujourd'hui à la tête d'une fortune de plus de 9 millions! Warren Buffett, lui, vous aurait rapporté près de deux millions alors qu'un investissement dans le S&P500 sur la même période ne vous aurait ramené que 33 000 dollars. Pourquoi certains gérants sont-ils aussi exceptionnels? Ont-ils été touchés par la grâce des dieux? Ont-ils acquis un talent hors norme ou sont-ils simplement très chanceux? Demandez autour de vous et tous s'accorderont à dire que Mozart incarne le génie en musique, Tiger Woods la perfection dans le golf et Warren Buffett le talent dans la finance. Virtuoses de leur art dès l'enfance, on pourrait croire qu'ils sont nés avec un don du ciel. Mozart apprit à jouer du piano à 3 ans, composa dès 5 ans et donna ses premiers concerts à 8 ans! Tiger Woods fut, à 21 ans, le plus jeune vainqueur d'un Masters, quant à Warren Buffett, il négociait des titres à 11 ans déjà. Pourtant, leurs biographies révèlent des cieux pas forcément si cléments. Les premières compositions de Mozart s'avèrent des imitations des compositeurs de l'époque. Fils d'un professeur de musique, Wolfgang a baigné dès son plus jeune âge dans les partitions et a aligné d'innombrables heures de répétitions. Or, les critiques reconnaissent le concerto pour piano n°9, composé à Salzbourg en 1777 à l'âge de 21 ans, comme son premier véritable chef d'oeuvre. En d'autres termes, Mozart n'est devenu Mozart qu'après 18 ans de travail acharné tout en baignant dans le meilleur écosystème possible. Du talent certes, mais modelé avec beaucoup de transpiration! Earl Woods, le père de Tiger, était aussi passionné de golf que par l'enseignement de ce jeu. Il tapait des balles des heures durant devant son fils de trois ans, calé dans sa poussette, avant de lui glisser un club dans les mains. Tiger remporta ainsi son premier titre après 17 ans d'entraînements! Quant au petit Warren, c'est lors de stages chez son père, courtier en bourse du Nebraska, qu'il acheta ses premiers titres à l'âge de 11 ans. Mais ce n'est qu'à partir de 30 ans qu'il commença à générer des rendements véritablement exceptionnels.

En musique, en sport, comme en finance, on ne s'invente pas superstar; on le devient après avoir baigné dans un biotope favorable et au prix d'un implacable labeur. Malheureusement pour les sélectionneurs de talents de la finance, l'excellence ne suffit pas à révéler le génie. En effet, la performance d'un gérant peut être simplement le résultat d'un gros coup de chance. Reconnaître la virtuosité d'un gestionnaire nécessite du temps. Plus une performance excelle sur le long terme, moins elle est susceptible d'être le fruit du hasard, et vice versa. Il est ainsi très difficile de juger de la qualité d'un rendement sur trois ans.

Pourtant, il est crucial d'arriver à reconnaître l'excellence d'un gestionnaire avant qu'elle n'éclate au grand jour, car on se heurte alors à d'autres écueils: une masse sous gestion gigantesque, une fortune personnelle considérable, ou une détérioration de la liquidité du portefeuille pour n'en citer que trois. La solution à cette équation demande plus d'attention. Elle consiste à décortiquer soigneusement l'avantage compétitif, la gestion des émotions ainsi que l'organisation d'un gérant.

### Déceler l'avantage compétitif

L'élément essentiel est de parvenir à comprendre d'où vient l'avantage compétitif (*edge*) d'un gérant. Prenons l'exemple d'un gérant actions: il faut saisir en quoi son analyse fondamentale d'une société se démarque des attentes du marché, et comment cet écart va évoluer dans le court et moyen terme. Trop souvent, un gérant qui analyse une nouvelle société a l'impression de découvrir un nouveau marché, un business exceptionnel, et décide logiquement d'acheter immédiatement le titre. Or, l'essentiel, ici, est de savoir si le marché possède déjà l'information. Car, dans ce cas de figure, la croissance des revenus de cette branche n'impliquera pas automatiquement de bons rendements, les marchés, efficaces, ayant déjà anticipé le mouvement.

...cont'd on page 21



## LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

### 2016, Mai 27 - Geneva: Sélection de talents: Comment dénicher les perles rares?

...article de Cédric Kohler

...cont'd from page 20

Les analystes sell-side sont, de la même manière, sujets à des biais. Comme ils couvrent en permanence plus d'une centaine de sociétés, ils n'ont pas la possibilité d'effectuer une étude détaillée de chacune d'entre elles, ni de prendre le recul nécessaire en incorporant les tendances à long-terme du secteur (*pensez à Apple*). Leurs analyses se basent surtout sur les derniers trimestres et des ajustements marginaux sur les revenus et bénéfices. A l'inverse, un gérant qui ne se concentre que sur une vingtaine de titres peut approfondir son étude, déceler des changements de paradigme et, ainsi, voir au-delà de la myopie du marché.

#### Etudier l'homme derrière l'investissement

Chaque humain est un être sensible, livré aux sentiments et aux émotions les plus diverses. Or, celles-ci sont contre-productives dans les décisions d'investissements. L'expérience montre ainsi que nous sommes souvent davantage influencés par les données récentes (*anchoring*), facilement gagnés par les mouvements de foules, habités par la croyance dans la justesse de nos prédictions (*overconfidence*) ou par notre propension à chercher des informations qui confirment notre point de vue (*confirmation bias*). La bonne nouvelle, c'est qu'il est possible d'identifier nos propres biais et que l'on peut s'attacher à les réduire. La plasticité de notre cerveau nous permet en effet de nous adapter. Mais comme en sport ou en musique, il faut une décennie d'entraînements et d'efforts répétés pour parvenir à s'affranchir de ses propres biais et, ainsi, sortir du lot. L'excès de confiance en ses propres jugements est un biais caractéristique des individus qui n'aiment pas le changement. Pour y remédier, ceux-ci peuvent essayer de réfléchir en termes de scénarios et de probabilités plutôt qu'en tablant sur une unique prédiction. La tenue d'un journal permet aussi de systématiquement mémoriser les raisons de chaque investissement, la vision du marché à cet instant là et les risques de l'investissement.

#### Comprendre l'organisation

L'organisation du gérant de fonds est aussi l'un des éléments clé à observer. Beaucoup analysent le nombre de personnes employées, les systèmes mis en place et l'indépendance des fonctions. Mais il est primordial de d'abord comprendre les incitations induites par l'organisation. Idéalement, on préférera un gérant qui gère son propre fonds et qui y a investi une bonne partie de sa fortune personnelle. Son approche relève de celle de l'entrepreneur, du professionnel, du patron plutôt que de l'employé ou de l'agent. Ses intérêts convergent avec ceux de l'investisseur: il cherche à

maximiser les rendements à long-terme. Malheureusement, trop d'organisations n'ont pas cette approche à l'image d'une bonne partie des fonds long-only ou de certaines grandes plateformes alternatives. Pourtant, le biais est évident: un gérant qui n'est pas investi dans son fonds bénéficiera des gains mais ne sera pas affecté par les pertes. En cas de catastrophe, au pire, il perd son poste créant ainsi une asymétrie favorable pour lui. L'organisation a ainsi intérêt à maximiser à court terme les revenus de leur activité plutôt que de maximiser la performance des fonds. Corollaire: ce type d'organisations plutôt que de se concentrer sur la performance va développer tout une gamme de produits de façon à toujours s'assurer un revenu. Il est donc préférable de sélectionner une organisation dont les propriétaires sont aussi les gérants et où ses derniers sont fortement investis dans le fonds.

#### Savoir partir

Sélectionner un gérant c'est aussi savoir décider le moment de s'en séparer. Hormis les critères classiques et non moins importants tels la performance, la source des rendements, le processus d'investissement ou les partenaires engagés, un élément primordial demeure la taille du fonds et de l'entreprise. C'est un très bon indicateur pour éviter une multitude de problèmes potentiels. Un petit souci dans un fonds modeste reste généralement un problème limité. Une position difficile de 5% pour un fonds de 100 Mio représente ainsi 5 Mio. Mais le même pourcentage pour un fonds de 10 Mia équivaut à un montant de 500 Mio. Or, s'il est aisé de trouver de la liquidité pour une position de 5Mio, il n'en est évidemment pas de même pour 500Mio. Une organisation de grande taille signifie aussi plus d'investisseurs à recevoir, plus de personnel à gérer, plus de contreparties à avoir, autant d'éléments susceptibles de distraire le gérant et de diluer la performance du fonds. Rares sont les gérants capables de régir cette croissance sans mettre en péril leur entreprise. D'autres signes tels l'ego d'un gérant qui enfle, une arrogance croissante ou un burn-out doivent immédiatement alerter l'investisseur quant à la pertinence de son engagement dans le fonds.

Identifier des gestionnaires talentueux n'est ainsi pas chose facile, surtout si on ne se contente pas de sélectionner les stars du moment. Car en finance comme en sport et en musique, le talent ne se révèle qu'après plusieurs décennies d'entraînements acharnés. Savoir le reconnaître s'avère donc aussi un talent qui nécessite son lot de sueur...

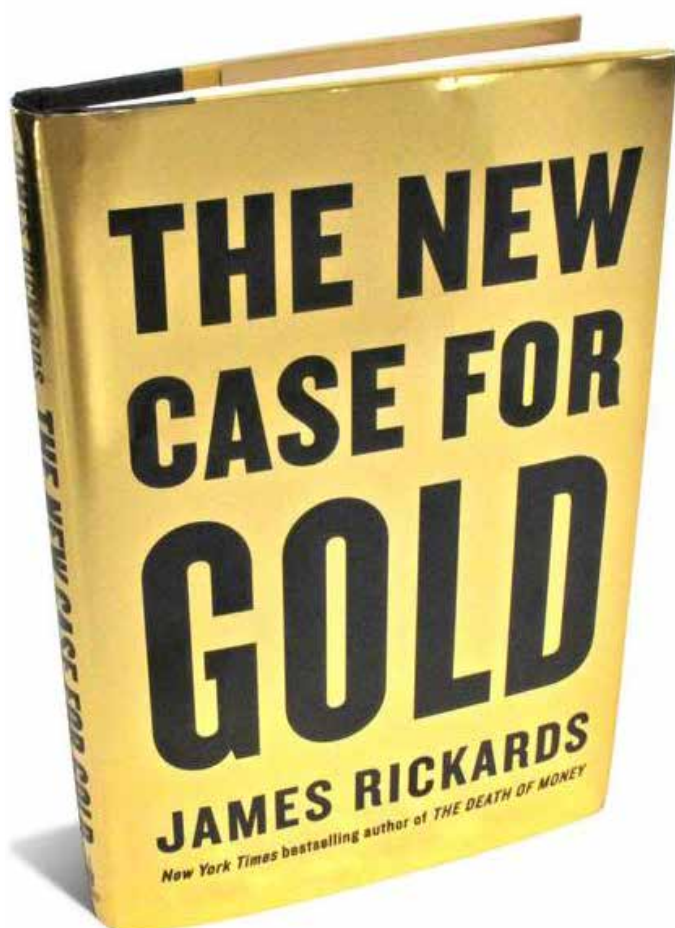


**Fundana**  
ASSET MANAGER

Cédric Kohler

## BOOK REVIEW

*The New Case for Gold, by James Rickards*



“ Anyone puzzled by such riddles should read James Rickards’s “The New Case for Gold.” One of its points: Gold, now as always, is money, a more stable form of money than fiat currencies. He suggests that, in some not-too-distant future, the dollar’s value could weaken to such an extent that an ounce of gold could cost \$10,000, compared with \$1,250 today... ”

“ China publicly reports ownership of only 1,658 tons of gold. But Mr. Rickards scoured purchase and shipping records and estimates that the real amount is much higher, perhaps more than 4,000 tons. That’s a large share of the 35,000 tons officially held by all central banks. Why? ... ”

“ Gold is good insurance, whichever way things go, writes Mr. Rickards... ”

Read more: <http://www.wsj.com/articles/still-the-best-insurance-1459899299>

\* \* \*

Read a special preview excerpt of this book here:

[http://www.jamesrickardsproject.com/wp-content/uploads/2015/11/NEW-CASE-FOR-GOLD\\_CH-2.pdf](http://www.jamesrickardsproject.com/wp-content/uploads/2015/11/NEW-CASE-FOR-GOLD_CH-2.pdf)

\* \* \*

### Still the Best Insurance

*by Georg Melloan, WSJ, April 5, 2016*

“ Fed officials past and present often disparage gold. But if it’s so worthless, the author asks, why does the U.S. have more than 8,000 tons? ”

“ Gold bullion’s dollar price soared 20% from mid-December 2015 to mid-March of this year on the London bullion market at a time when the dollar was widely perceived to be “strong” and was indeed so against other currencies. Normally, if the dollar is strong, gold would go down, not up. So what was going on? ”

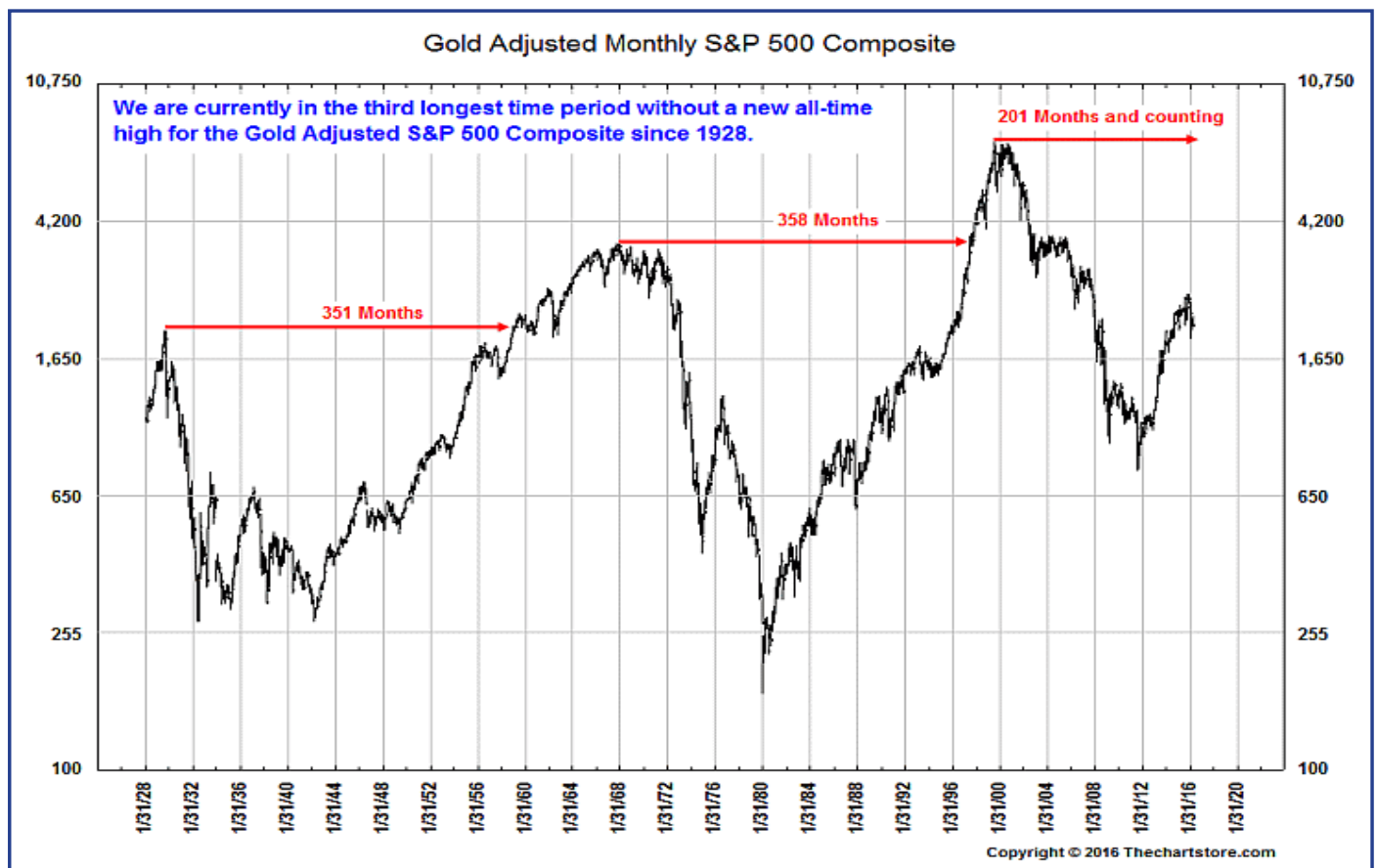
### ABOUT THE AUTHOR

*Mr. Rickards is a portfolio manager at West Shore Group in Haddonfield, N.J., and the author of two other popular books, “Currency Wars” (2011) and “The Death of Money” (2014). He has advised the Pentagon on international economics and shows up on television from time to time.*



## CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

### Is Gold spelling Deflation?



There are two camps of investors with views diametrically opposed as to why own gold. One camp believes that gold is an excellent hedge against inflation, while the other camp believes that gold is a hedge against “down markets” and deflation.

Deflation, the bad deflation that central bankers fear the most, is proof that the governments across the globe and their monetary agents have done a horrific job of managing an economy. Faith is lost. And gold goes up!



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

*Historical graph (1928 to present): courtesy of www.thechartstore.com*

## 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 JUIN 2016

PHOENIX INVESTMENT MANAGERS — [www.phoenixinvest.ch](http://www.phoenixinvest.ch)



## THE COMPANY

Phoenix Investment Managers SA is a Multi Family Office & Asset Management company based in Switzerland, in the city of Lugano.

Phoenix's Core business spans from asset management services for Private and Institutional clients, investment advising for investment funds, to active advisory and risk management services on complex portfolios. Phoenix Investment Managers seeks to provide a mod-

ern and performing investment approach, focused on thorough and continuous risk management process.

Phoenix is member of SAIFA – the Swiss Association of Independent Financial Advisors based in Geneva.

Additionally, the company is regulated by Polyreg, a Self-Regulatory Organization recognized by FINMA (Swiss Financial Market Supervisory Authority).

Phoenix Investment Managers SA  
Via Maderno 10 - CH-6900, Lugano Switzerland  
Mail: [info@phoenixinvest.ch](mailto:info@phoenixinvest.ch)