

THE IFA's

# Wealth Gram

LA TRIBUNE MENSUELLE  
DES MEMBRES DU GSCGI

wealthgram@gscgi.ch  
www.gscgi.ch

Vol. IX  
N° 99 - Septembre 2020



## European Financials: Showing Resilience

 Atlanticomnium

Expert · Independent · Dedicated

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

Membre du GSCGI

## SOMMAIRE

### 3 EDITORIAL

**Force tranquille au service des intermédiaires financiers**  
*Philippe Kresse, Président du Conseil du GSCGI*

### 4-6 SPONSOR DE SEPTEMBRE 2020

**European Financials: Showing Resilience**  
*Romain Miginiac, Head of Research, ATLANTICOMNIUM, Member of GSCGI*

### 7-9 LES MEMBRES DU GSCGI

**FECIF informs...** *NewsFlash 58 & 54/2020, (EIOPA & DG FISMA)*  
**CIFA informs...** *The newly designed TRUSTING, soon to be available*

### 10-17 JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

(1) **Le défaut de légitimation doit sauter aux yeux (CDBF); (2) Le président du conseil d'administration ne peut pas fermer les yeux (CDBF); (3) L'authenticité des contrats bancaires (CDBF); (4) Étendue du devoir d'information permettant de fonder une renonciation au droit à la restitution (CDBF).**

### 18 ASSURANCE PROFESSIONNELLE

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

### 19-20 IN GLOBO

*various by CFB*

### 21-23 ANALYSES & PLACEMENTS

(1) **Mothball Central Banks and Dollarize** (Prof. Steve H. Hanke); (2) **Freedom and Sweden's Constitution** (Prof. Steve H. Hanke and Lars Jonung)

### 24-25 LE COIN TECHNIQUE

(1) **The US Dollar probably extends lower into late September ...** J.F. Owczarczak, MJT; (2) **Risk of Seasonal Weakness for Nasdaq100 ...** B. Estier, BEST; both Members of GSCGI

### 26-27 GLOBL EVENTS & AGENDA OF GSCGI'S MONTHLY CONFERENCES

**Conférence d'Atlanticomnium — 17 sep. 2020 à 18h — Membre du GSCGI GSCGI-OSIF ... GFI & TRUSTEES: Tout savoir ... Sep. 18, 2020 à Genève**

### ..... LA RÉUNION MENSUELLE DU GSCGI

COVID-19 ... LA RUBRIQUE 'RÉUNIONS MENSUELLES' REPRENDRA DANS LA PROCHAÎNE ÉDITION

### 28 BOOK REVIEW

**ANALOGIA: The Entangled Destinies of Nature, Human Beings and Machines ...** by George Dyson

### 29 CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE LA PAROLE EST À VOUS

**Fed's FAIT, or Flexible Average Inflation Targeting...**  
*Cosima F. Barone, FINARC SA, Membre du Conseil du GSCGI*

### 30 SPONSOR DE SEPTEMBRE 2020

**ATLANTICOMNIUM — www.atlanticomnium.ch — Membre du GSCGI**

## Editeur: G S C G I

Secrétariat Général:  
**NEW:**

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

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

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

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

## ÉDITORIAL

### Force tranquille au service des intermédiaires financiers

**Le GSCGI a 27 ans, association sans but lucratif  
vouée à la seule défense des professionnels.  
Il n'est pas un OAR et ne veut pas devenir un OS,  
son but est de fournir des services en toute indépendance  
et à des tarifs privilégiés.**

Le Groupement Suisse des Conseils en Gestion Indépendants (GSCGI) a eu l'occasion de se féliciter de ce que les lois de finances LSFIn/LEFin ont repris le modèle de surveillance qu'il préconisait depuis près de deux décennies: un Organe de surveillance (OS) public, indépendant et crédible à l'international car contrôlé par la FINMA, sur le modèle FINRA américain. Mais aussi de s'inquiéter de ce que la porte laissée ouverte par la possibilité de mettre en place un «ou plusieurs» OS ne donne un goût de 'reviens-y' à l'oligopole des dirigeants d'OAR actuels qui en ont fait un modèle d'affaire aussi lucratif que privé grâce à une clientèle soumise à l'obligation s'affilier. Un OS unique, inscrit comme tel dans la loi aurait évité cet écueil.

La cacophonie des communiqués de presse, qui se sont succédés ces derniers jours au sujet de l'attribution de l'autorisation FINMA aux futurs OS, vient confirmer les craintes du GSCGI. La leçon de la discutée expérience des OAR multiples et nombreux, avec leur faible reconnaissance internationale et leurs tarifs très variables pour un service pourtant unique, ne semble pas avoir été tirée. Afin d'éviter le cafouillage d'une concurrence commerciale entre plusieurs entités motivées principalement par des buts mercantiles, l'option d'une entité unique placée sous contrôle étatique était à préférer.

Si le GSCGI peut tenir aujourd'hui ce discours en faveur des gestionnaires privés, c'est que le Groupement Suisse des Conseils en Gestion Indépendants est la seule association professionnelle indépendante, car non OAR, capable de représenter et de défendre sur ce point important les intérêts de la profession des GFI, tant au niveau national, qu'international, d'ailleurs.

Pendant plus de 20 ans le modèle des OAR a inévitablement créé des franchises de business privés avec le sceau des autorités de marché (FINMA), dont certaines malheureusement au mépris de leur statut (contrôle et respect de la LBA) se sont comportées en association professionnelle, voir même ont exercées des activités de lobbying à Berne. Cette confusion des rôles, que les gérants de fortunes pour la plupart n'ont jamais compris, est notamment responsable de l'incompréhension

du modèle suisse d'autorégulation à l'étranger où il n'a jamais été reconnu de façon formelle au niveau international, mais seulement toléré.

Pour sa part, le GSCGI, qui s'est séparé de son OAR (OARG) en 2003, a toujours privilégié la voie indépendante d'un Groupement professionnel sectoriel voué au service exclusif des intermédiaires financiers, avec un modèle d'association à but non lucratif (son ADN d'origine), caractérisé par le fait que les membres de son Conseil agissent en tant que bénévoles, une façon de garantir exclusivement les intérêts financiers et une indépendance irréprochable de l'association. Par cette structure et par son renoncement initial à postuler pour un OS, le GSCGI reste neutre et garde toute son indépendance face à ses membres qui, à la différence des autres modèles captifs d'associations professionnelles, conservent toujours leurs libertés de décision, tout en étant informés, accompagnés dans leurs démarches et leurs choix.

Le GSCGI propose avec succès aux intermédiaires financiers de nombreuses activités et services facilitant l'exercice de leur profession à des tarifs préférentiels contribuant à diminuer significativement leurs coûts fonctionnels comme, par exemple, un plan-cadre d'assurance RC professionnelle (nous sommes les seuls depuis 10 ans) négocié et étudié pour les professionnels de la branche (obligatoire avec les lois LSFIn-LEFin).

Dans l'insécurité actuelle inhérente à l'entrée en force des nouvelles lois LEFin/LSFin, au moins les gestionnaires de fortune, conseillers et trustee savent qu'ils peuvent compter sur le GSCGI, de manière neutre et indépendante, pour les guider face à ces nouvelles lois et exigences structurelles importantes, pour lesquels effectivement, à ce jour, ils ne sont toujours pas en mesure d'en estimer les coûts totaux, ni les conséquences sur leur modèle économique actuel.

**PHILIPPE KRESSE**  
Président du Conseil du GSCGI

*N.B. Article publié le 4 juin 2020 dans L'AGEFI*

## EUROPEAN FINANCIALS: SHOWING RESILIENCE



*Despite a challenging first half of the year, Atlanticomnium's Romain Miginiac says European banks and insurers have shown resilience and balance sheets remain rock solid. Meanwhile, pressure on the sector is gradually alleviating.*

Following our article on banks' Q1 2020 results, second quarter results have confirmed that Covid-19 is an earnings story rather than a balance sheet story. With greater visibility on the macro outlook and with many issuers having frontloaded Covid-19 related impacts, we believe the sector has reached the inflection point as the bulk of the negative hit has been taken. From a credit perspective, the resilient solvency of the financial sector and its ability to absorb negative effects from Covid-19 through earnings remains the cornerstone of our bullish view on the subordinated debt of financials. Regulators also share the view, with recent European Central Bank (ECB) analysis emphasising the resilience of the sector during this real life stress test.

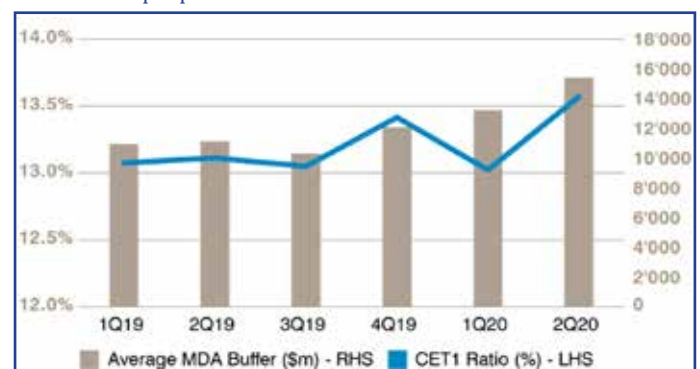
### Second quarter bank earnings—bondholder friendly

There is no doubt that from a pure earnings perspective, second quarter results followed the trend of first quarter results in being challenging. Pressure on interest margins, elevated loan loss provisions, one-off goodwill impairments have all led to pressure on headline earnings, only offset for certain banks by another record quarter of corporate and investment banking (CIB) revenues. Away from eye watering headlines in the press, the big positive beat was indisputably on capital. We have kept the sample<sup>1</sup> of banks used in Charts 1 and 2 unchanged from our last article; Chart 1 shows that both common equity tier one (CET1)

capital ratios have recovered, and excess capital continues to grow.

While bank capital positions declined in Q1 due to risk-weighted asset inflation, Q2 was marked by a further round of regulatory easing and reduced headwinds from client activity that led to a recovery of CET1 ratios to pre-Covid-19 levels. Combined with cuts to capital requirements during the first quarter, excess capital has continued to increase. As an example, Barclays' excess capital increased from GBP 4 billion as at December 2019 to GBP 10 billion in June 2020 as both CET1 increased and requirements were eased during the first half.

Chart 1: Bank capital positions remain resilient



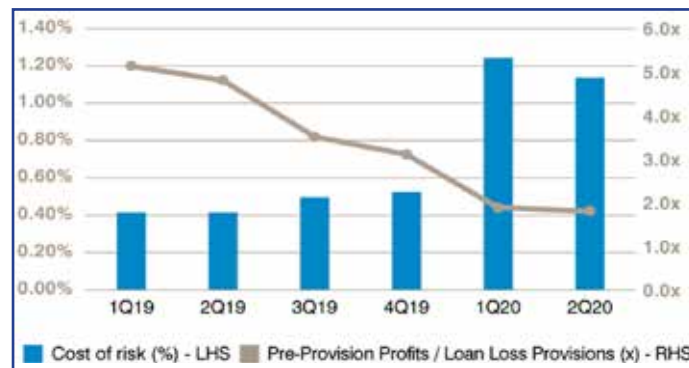
Source: Atlanticomnium, bank reports, see footnote, data as at 17 August 2020. For illustrative purposes only.



## EUROPEAN FINANCIALS: SHOWING RESILIENCE

Loan loss provisions (LLPs) remained in focus as banks further adjusted their macroeconomic expectations and topped up provisions for sectors impacted by Covid-19. Cost of risk (loan loss provisions as a percentage of loans) only slightly declined from Q1 2020 levels to around 1.1% on an annualised basis, which remains elevated. Nevertheless, on aggregate, bank pre-provision profits (first line of defence) remain sufficient to absorb LLPs without impairing excess capital positions. Moreover, guidance for full year LLPs suggests that banks frontloaded Covid-19 impacts in Q1 and Q2 (covering more than half of full year provisioning needs), and therefore headwinds should alleviate going into the second half of the year. While inputs (GDP, unemployment) varied on a bank-by-bank basis, on balance, assumptions used were consistent with official forecasts and market consensus, providing comfort in provisioning numbers and bank guidance.

Chart 2: Earnings buffer provides first line of defence to absorb elevated loan loss provisions



Source: Atlanticomnium, bank reports, see footnote, data as at 17 August 2020. For illustrative purposes only.

### ECB vulnerability analysis shows banks' ability to withstand real life stress tests

In parallel, the ECB has conducted its vulnerability analysis, modelling the potential impact of the Covid-19 pandemic on bank capital positions. The central scenario (most likely to occur according to the ECB) assumes a drop of 8.7% in Eurozone GDP in 2020 and a slow recovery until the end of 2022. In this case, bank solvency positions are expected to remain strong at 12.6% – a 1.9% drop over FY 2020-2022 compared to the baseline level of 14.5%, and hence with a significant buffer over requirements.

The analysis assumes around EUR 200 billion of loan loss provisions and overall EUR 300 billion of losses (including credit market and operational risk) over a three-year

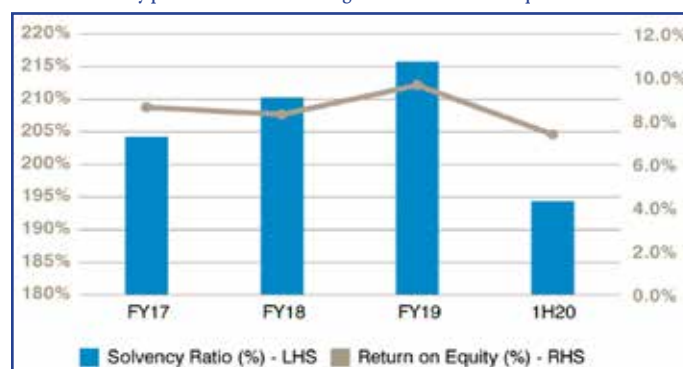
horizon which is fully absorbed by banks' pre-provision profits. Should the situation deteriorate, European banks have in excess of EUR 350 billion worth of excess capital that can be used to absorb further unexpected losses. This is a strong message from the ECB on the resilience of the European banking sector.

### Resilient first half earnings from insurers, despite pockets of weakness

Insurers reported first half 2020 results (typically insurance firms report semi-annually rather than quarterly), which also demonstrated the resilience of the sector. Average solvency of the sector has declined compared to FY 2019 but remains at strong levels, just shy of 200% (down from around 215% in FY 2019) – or two times requirements, see Chart 3. The decline is mostly attributable to market impacts, namely lower interest rates as well as the decline in risk assets (equities, credit, etc).

Looking at the sector's earnings, the average return on equity declined from close to 10% to slightly above 7% in the first half of year, reflecting the lesser impact of Covid-19 on insurers' business models compared to banks. Several non-life business lines were heavily impacted, mainly business interruptions and event cancellations, as well as second order effects such as increased mortality also impacted life insurers, albeit of a lower magnitude. This led to some commercial non-life insurers or reinsurers taking larger hits than retail-focused players or diversified insurers. However, on balance, the industry's profitability levels remain resilient in challenging market conditions.

Chart 3: Solvency positions of insurers strong at around two times requirements



Source: Atlanticomnium, insurance company reports<sup>2</sup>, see footnote, data as at 17 August 2020. For illustrative purposes only.

## EUROPEAN FINANCIALS: SHOWING RESILIENCE

### Outlook for the second half—the light at the end of the tunnel

After a challenging first half of the year, both banks and insurers have taken steps to frontload the impact of Covid-19 which has led to downward pressure on profitability, with banks more impacted than insurers. While we believe the second half of the year is likely to remain challenging from an earnings perspective, we anticipate the pressure should gradually alleviate as the inflection point has been

reached. More importantly, solvency of both European banks and insurers remains rock solid, providing strong protection for bondholders from coupon and principal risk on subordinated debt. As the latter is the key driver for subordinated bondholders, this remains supportive for the asset class where valuations continue to be attractive, in our view. We believe the ECB's vulnerability analysis provides another layer of comfort for bondholders.

<sup>1</sup> Sample includes UBS, Credit Suisse, Standard Chartered, HSBC, Deutsche Bank, Barclays and Banco Santander. For illustrative purposes only.

<sup>2</sup> Sample includes, M&G Plc, Generali, Aegon, Allianz, CNP, AXA, Phoenix, Scor, Aviva, Achmea, Ageas, Intesa Vita, Credit Agricole Assurances, Unipol Gruppo, Legal & General, Just Group, NN Group, Direct Line, Talanx, Munich Re, RSA Insurance Group, Admiral Group, Royal London. For illustrative purposes only.

**Romain Miginiac**

Head of Research

ATLANTICOMNIUM

(Manager of GAM Star Credit Opportunities Funds)

ATLANTICOMNIUM is Member of GSCGI

## ABOUT THE AUTHOR & ATLANTICOMNIUM



**Romain Miginiac, CFA**

Head of Research, Atlanticomnium

Romain Miginiac is Head of Research at Atlanticomnium. Prior to joining Atlanticomnium in 2018, Romain Miginiac was a Credit Analyst at Aberdeen Standard Investments in Edinburgh from 2016. He was a lead analyst covering a wide range of banks and insurers. He also worked at KPMG and UBS in Geneva. Romain is a CFA® charterholder.

### About Atlanticomnium

Atlanticomnium S.A. is an independent Geneva-based fund management company with offices in London specializing in credit investing. Fund managers Anthony Smouha, Gregoire Mivelaz and Patrick Smouha boast a combined experience of over 40 years in credit analysis and have been managing assets for GAM since 1985.

## LES MEMBRES DU GSCGI

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

#### FECIF informs...



**MARTIN KLEIN**  
FECIF's  
Chairman of the Board  
www.fecif.org



**VANIA FRANCESCHELLI**  
FECIF's  
Vice-Chairman



**DAVID CHARLET**  
CHAIRMAN  
ADVISORY COMMITTEE



\*\*\*

GSCGI  
is Member of  
FECIF's Board

#### FECIF NewsFlash 58/2020 — EIOPA: Technical standard and advice on PEPP regulation

**Executive Summary** — On August 14th the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) delivered to the European Commission a set of draft Regulatory and Implementing Technical Standards and its advice on Delegated Acts to implement the framework for the design and delivery of the Pan-European Personal Pension Product (PEPP).

**Analysis** — EIOPA's proposed legal instruments follow the objective to unlock the potential of the European personal pension market by setting the right incentives for the creation of future PEPPs, as portable, simple and cost-efficient products. The regulatory provisions include clear and enforceable quality criteria for PEPP to be followed by providers and so to ensure that European consumers will be offered high-quality, safe, transparent and simple PEPPs. At the same time, EIOPA is leaving sufficient room for innovation and competition to reach good pension outcomes. Clear criteria for sound and robust investment strategies and risk mitigation techniques will help in delivering better long-term returns to savers and in managing investment risks to match the European citizen's risk appetite.

In this regard, EIOPA developed two mandatory consumer information documents: the PEPP Key Information Document (PEPP KID) and PEPP Benefit Statement. These standardised information documents will provide consumers with relevant information allowing for easier decision-making before entering into a binding contract and monitoring the savings' performance during the life of the contract.

The PEPP consumer information documents introduce a holistic approach for the assessment and analysis of the PEPPs' risk-reward profiles, with a 'summary risk indicator' in the PEPP KID that identifies the riskiness of the different PEPP investment options – as well as comparative information to understand the relative risk to the expected future PEPP retirement benefits. Further, projections of future retirement income are key for consumers to understand the characteristics of PEPPs and to enable the consumer to consider whether the product meets the individual retirement objectives.

Furthermore, online distribution will be one of the most important opportunities of PEPPs to attract the consumer's interest and to engage with the PEPP saver for the retirement planning. It will be particularly critical that consumers can easily access, understand and use the information presented in a digital format. The use of digital means is expected to bring important cost-efficiencies in the distribution process.

Cost-efficiency is also one of the major goals for the success of the PEPP. In case of the Basic PEPP the annual cost will be limited to 1% of the PEPP saver's accumulated capital at the end of each year. The Basic PEPP – the core or default investment option – has been specifically regulated to offer a relatively high level of capital protection, which can be further extended to a capital guarantee. The cost of providing that guarantee is excluded from the cost cap but must be expressly disclosed.

Finally, the success of PEPP will depend on strong supervision and close cooperation between national competent authorities in the different Member States. EIOPA is of the view that regular supervisory reporting and solid product intervention powers will be necessary to ensure efficient and effective supervision and monitoring of the PEPP market, both at national and European level.

...cont'd on page 7

## LES MEMBRES DU GSCGI

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

In developing its proposals, EIOPA built on the expertise of the supervisory community of both the insurance and pension sectors, as well as of the other European Supervisory Authorities, the European Central Bank and the Organisation for Economic Co-operation and Development. At the same time, EIOPA conducted an active dialogue with a wide range of stakeholders, including EIOPA's Expert Practitioner Panel on PEPP and its two stakeholder groups, the Insurance and Reinsurance Stakeholder Group and the Occupational Pensions Stakeholder Group.

**Sources** — *PEPP proposed legal instruments and technical advice:*

- *Regulatory Technical Standards*
- *Technical advice on supervisory reporting*
- *Technical advice on criteria for EIOPA's product intervention powers*
- *Implementing Technical Standards*

\* \* \*

### FECIF NewsFlash 54/2020 — DG FISMA: Feasibility study for the creation of a CMU equity market index family

**Executive Summary** — The DG FISMA has published a feasibility study for the creation of a CMU equity market index family.

**Analysis** — The purpose of the study is to assess the feasibility of creating a CMU equity market index family that could contribute to the development of EU capital markets, including the development and integration of local capital markets within the EU. There are two specific objectives for the study:

- To develop a setup for a CMU Index Family with the definition of the investible universe, the set of inclusion criteria and weighting.
- To assess the market potential of the CMU Index Family and estimate the magnitude of the retail and institutional investor base expected to use it.

The proposed CMU Index Family consists of 38 indices in total. The CMU All Share Index is the main index, covering around 3,600 companies (EUR 5.3 trillion market capitalisation) headquartered in the EU-27 and

listed on one of the EU-27 regulated markets and SME growth markets. The other thematic, size, sectoral and convergence indices consist of a subset of companies included in the CMU All Share Index.

The CMU All Share Index would have a low liquidity threshold and thus is unlikely to be used for investment. It is expected to be used for benchmarking, analysis and as the basket for investable sub-indices. The CMU Index Family could mobilise EUR 725 billion (13% of total market capitalisation) for tracking or benchmarking. However, the realisation of this potential would largely depend on governance, quality of the index provider, pricing and communication strategy. The study concludes that it is unlikely that an established private index provider on its own initiative will offer the index family and recommends a public-private partnership as a solution.

**Sources** — *The study is available [here](#).*

\* \* \*

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



## LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

**CIFA informs...** *the newly designed TRUSTING, soon to be available*



**CIFA — CONVENTION OF INDEPENDENT FINANCIAL ADVISORS — A Non-Profit Foundation**  
A Non-Governmental Organization in "general consultative status" with the Economic and Social Council (ECOSOC) of the United Nations  
[www.cifango.org](http://www.cifango.org)

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Le défaut de légitimation doit sauter aux yeux

...article de Célian Hirsch — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1150/>

Lorsqu'un client se fait pirater son adresse e-mail, qui de la banque ou du client doit supporter le dommage résultant des transactions frauduleuses?

Dans son arrêt [4A\\_9/2020](#) (destiné à la publication), le Tribunal fédéral nous rappelle la méthode à suivre afin de trancher cette question et précise quel degré de négligence constitue une faute grave lors de l'examen d'ordres bancaires transmis par e-mail.

Un homme d'affaires retraité dépose en 2014 environ EUR 850'000.- auprès d'une société de négoce en valeurs mobilières. Dans la documentation contractuelle se trouvent une clause de banque restante, une clause de réclamation, une clause de «décharge pour ordres transmis par téléphone, fax & e-mail», ainsi qu'une clause précisant que le dommage résultant de défauts de légitimation ou de faux non décelés est à la charge du client, sauf en cas de faute grave de la société de négoce.

De novembre 2014 jusqu'en décembre 2015, le client donne deux ordres de virement, uniquement par e-mail. L'un «urgent» de USD 10'000.- en faveur de sa fille aux États-Unis, l'autre de EUR 44'000.- en sa propre faveur. Entre le 1er décembre 2015 et 4 janvier 2016, la société de négoce exécute huit ordres, reçus depuis la même adresse e-mail, en faveur de trois sociétés différentes qui disposent d'un compte auprès d'une banque sise au Royaume-Uni, pour un total d'environ GBP 380'000.-.

Le 7 janvier 2016, la société de négoce reçoit un e-mail d'une adresse e-mail légèrement différente de celle du client, lequel demande de parler d'urgence à quelqu'un et de suspendre tout paiement. Ne réussissant pas à atteindre directement le client par téléphone, la société interrompt toute exécution de nouveaux ordres. Quelques jours plus tard, la société arrive finalement à joindre le client par téléphone, lequel indique que ces huit ordres n'émanaient pas de lui. Il se rend compte que son adresse e-mail a été piratée et dépose plainte pénale à Genève.

Le client actionne la société en janvier 2017 devant le Tribunal de première instance du canton de Genève. Le Tribunal le déboute, considérant que les pirates se sont montrés astucieux. En effet, ils avaient repris les chaînes d'e-mails précédant leur piratage et ils avaient même demandé un entretien téléphonique ainsi qu'un rendez-vous physique. La société n'avait ainsi commis aucune faute grave.

Sur recours du client, la Cour de justice annule le jugement. Elle souligne que, à l'exception des deux premiers e-mails, les messages suivants étaient suspects à plusieurs égards. En effet, non seulement les montants étaient plus importants, mais en plus le bénéficiaire n'était pas le client ou un membre de sa famille. Enfin, certains virements avaient été annulés en raison du fait que les informations transmises par les pirates sur le bénéficiaire étaient inadéquates. Partant, selon la Cour, l'ensemble de ces éléments inusuels aurait dû conduire la société à suspecter l'existence d'une fraude et à procéder à une confirmation téléphonique des virements auprès du client. La Cour en conclut que l'absence de tels doutes sur la légitimité des ordres constitue une faute grave, qui rend la clause de décharge inapplicable.

Saisi par la société, le Tribunal fédéral rappelle tout d'abord la méthode à suivre afin de déterminer qui doit supporter le dommage résultant d'ordres frauduleux (cf. [4A\\_504/2018\\*](#) commenté in [Fabien Liégeois, cdbf.ch/1135](#)).

Dans la première étape, le tribunal doit déterminer si les ordres ont été exécutés avec ou «sans mandat» (c'est-à-dire avec ou sans instruction du client). Tel est le cas en l'espèce, les ordres de virement ayant été envoyés par des pirates.

Dans la deuxième étape, le tribunal doit examiner s'il existe une clause valable de transfert de risque. En effet, lorsque la banque vire de l'argent depuis le compte du client sans instruction de sa part, elle n'acquiert pas de créance en remboursement ([art. 402 CO](#)) et supporte ainsi le dommage résultant de l'exécution de l'ordre frauduleux. La clause de transfert de risque permet à la banque de mettre à la charge du client le dommage causé par l'exécution de ces ordres. Cette clause étend la responsabilité du client même aux cas fortuits.

De jurisprudence constante, la validité de la clause de transfert de risque doit être examinée par application analogique des [art. 100 et 101 CO](#). Une telle clause n'est ainsi pas valable lorsque la banque commet une faute grave. En matière d'ordres frauduleux, le Tribunal fédéral précise qu'il y a faute grave lorsqu'il saute aux yeux de toute personne raisonnable que l'ordre transmis ne puisse émaner du client, en particulier en raison de son adresse, de son texte, de son contenu ou d'un lieu de virement exotique. Tel est par exemple le cas lorsque des ordres transmis par e-mail contiennent des erreurs de syntaxe, des fautes d'orthographe et un vocabulaire approximatif

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Le défaut de légitimation doit sauter aux yeux

...article de Célian Hirsch — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1150/>

alors que le client est un avocat de langue anglaise, qui s'est toujours exprimé en bon anglais, avec une syntaxe correcte et une variété de termes adéquats et précis, et que ces ordres portaient sur des montants importants à destination de deux bénéficiaires dans des banques à Hong Kong et à Singapour (cf. [4A\\_386/2016](#), commenté in [Laurent Hirsch, cdbf.ch/966](#)).

En l'espèce, le client a toujours communiqué avec la société par e-mail. Les pirates s'en sont précisément inspirés afin de reprendre les mêmes termes dans leurs messages. Par ailleurs, la destination des virements était en faveur d'une banque connue du Royaume-Uni, et non une banque d'un pays exotique. Enfin, la fréquence élevée et le montant transféré par les ordres frauduleux ne constituent pas non plus des indices sérieux d'un piratage de la messagerie du client. Partant, la société n'a pas violé les règles les plus élémentaires de prudence.

En l'absence de faute grave, le Tribunal fédéral en conclut que la clause de transfert des risques est valable. Le client doit ainsi supporter le dommage causé par l'exécution des ordres frauduleux.

Cet arrêt nous rappelle à juste titre qu'une faute grave ne doit pas être admise trop facilement. Néanmoins, l'arrêt reste muet sur la question de la faute légère. Or l'application par analogie de l'[art. 100 al. 2 CO](#) permet au juge, en vertu de son pouvoir d'appréciation ([art. 4 CC](#)), de considérer une clause de transfert de risque comme non valable en cas de faute légère d'un organe de la banque (et non d'un auxiliaire, cf. [art. 101 al. 3 CO](#)). Le praticien pourrait ainsi plaider que la faute légère d'un organe de la banque rend *in casu* inopposable la clause de transfert de risque.

## BIOGRAPHIE DE L'AUTEUR



*Célian Hirsch a obtenu son Bachelor of Law à l'Université de Fribourg avec mention bilingue et droit européen (magna cum laude) en 2013. Il a ensuite poursuivi ses études avec un Master of Law en Business Law à l'Université de Zürich (magna cum laude) en 2015. Il a enfin perfectionné sa formation à l'Université de Genève en obtenant le Certificat de spécialisation en matière d'avocature en juin 2016. Après avoir effectué son stage au sein de l'étude d'avocats CMS von Erlach Poncet à Genève, Célian Hirsch a obtenu le brevet d'avocat en mars 2018. Il rédige actuellement une thèse de doctorat, travaille comme assistant auprès du Centre de droit bancaire et financier à l'Université de Genève et pratique comme avocat indépendant au barreau du canton de Genève. Célian Hirsch est également co-fondateur du site [LawInside.ch](#) et membre de la Commission de formation permanente de l'Ordre des avocats de Genève. Il a été sélectionné par *Le Temps* parmi les personnalités romandes 2020 pour le Forum des 100. En plus de ses commentaires CDBF ci-dessous, vous pouvez jeter un œil à ses publications et à ses résumés sur [LawInside.ch](#).*

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Le président du conseil d'administration ne peut pas fermer les yeux

...article de Katia Villard — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1149/>

Le président du conseil d'administration qui laisse l'un des administrateurs de la société mettre sur pied un système de Ponzi au préjudice des clients de celle-ci est reconnu coupable de gestion déloyale (TF, 6B\_910/2019 du 15 juin 2020, non destiné à la publication). La Cour cantonale avait acquitté celui que nous appellerons Albert sur ce point – ce dernier ayant par ailleurs été condamné sur d'autres, notamment en lien avec la perception de rétrocessions – estimant que ses manquements relevaient de la négligence. Le Tribunal fédéral admet le recours du Ministère public et retient, sur la base d'un faisceau d'indices, l'intention nécessaire à la réalisation de l'infraction.

L'état de fait qui fonde la décision est touffu. Les lignes qui suivent reprennent les éléments essentiels à la compréhension de l'affaire.

Albert est titulaire d'un brevet fédéral d'agent fiduciaire. Il était depuis 2003 président du conseil d'administration de la société B. AG, qui proposait des produits dans le commerce des devises, et, depuis 2009, actionnaire unique de cette société. Corentin était depuis 2002 membre du conseil d'administration de B. AG et pratiquait le commerce de devises au sein de la société.

Les clients dont l'investissement dépassait CHF 100'000.- possédaient un compte individuel à la banque E., que B. AG ouvrait pour eux. B. AG était chargée par ses clients d'investir dans le négoce des devises. Elle bénéficiait d'une procuration à cet effet. La correspondance bancaire parvenait chez elle.

Les clients possédaient des comptes dans diverses monnaies (CHF, USD, JPY). Corentin a en outre fait ouvrir pour chaque client, à son insu, un compte en dollars canadiens (CAD). Il a ensuite procédé à des détournements massifs des fonds des clients, qu'il a utilisés pour effectuer des investissements. Les comptes cachés, qui présentaient des soldes débiteurs considérables, lui permettaient de maintenir un solde créditeur sur les autres comptes et, ainsi, de dissimuler les transferts et les pertes. Entre 2006 et 2012, le montant des détournements s'est élevé à plus de CAD 150 millions.

Les relevés de compte envoyés aux clients étaient – bien entendu – incomplets et/ou falsifiés.

Corentin était en outre, pour B. AG, en charge de la gestion du Fonds H. Il recommanda à ses clients d'investir dans le fonds. Des malversations ont également été commises par Corentin en lien avec ces investissements.

Comme il est d'usage dans ce genre de système, certains clients ont par ailleurs été remboursés avec les avoirs d'autres.

La fraude a été découverte en avril 2012 et Albert a contesté avoir nourri des soupçons quant aux agissements de Corentin.

Le Tribunal fédéral retient, pour estimer la connaissance d'Albert, en particulier les éléments suivants.

- Entre 2009 et 2010, deux articles de presse relatifs à B. AG ont été publiés. Le premier déconseillait d'investir dans cette société, notamment du fait que l'on ignorait comment elle pouvait avoir effectué autant de rendements durant les années de crise. Le deuxième mettait le doigt sur la dissimulation à un client de relevés bancaires, formulant ainsi un reproche concret à l'encontre de la société.
- Albert avait eu connaissance d'une plainte d'un client relative à un faux ordre de clôture de compte et des explications saugrenues de Corentin à cet égard.
- Certains clients eux-mêmes ont fait état auprès de leur conseiller de soupçons d'une machination «à la Madoff», qui ont été relayés à Albert.
- Albert a eu des contacts avec la banque E., lors desquels il a appris l'existence de comptes en CAD présentant un solde négatif important (dont un compte dont il était lui-même titulaire) et vu des ordres de virement suspects. Il ressort d'un échange de mails que Corentin – qui était alors en voyage en Asie – a donné une vague explication qu'Albert n'a pas comprise.
- Un rapport de performance d'une société d'audit relatif au modèle d'affaires de B. AG faisait également état d'un compte débiteur en CAD. Corentin a invoqué une erreur d'écriture.
- Enfin, Albert aurait essayé de dissuader l'administrateur, respectivement le réviseur du fonds H. d'entrer directement en contact avec la banque E., prétendant que ses propres explications à lui suffisaient.



## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Le président du conseil d'administration ne peut pas fermer les yeux

...article de Katia Villard — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1149/>

En droit, sur le plan des éléments constitutifs objectifs de la gestion déloyale (**art. 158 ch. 1 al. 1 CP**), le Tribunal fédéral reconnaît, à l'instar de l'instance inférieure, qu'en sa qualité de président du conseil d'administration Albert occupait une position de garant au sens de l'**art. 11 al. 2 CP** à l'égard des clients de la société de gestion. Il avait ainsi le devoir d'intervenir et d'enquêter sérieusement sur les soupçons d'irrégularités commises par Corentin. Sur le plan des éléments subjectifs, et contrairement à ce qu'a retenu la Cour cantonale, il ne s'agissait donc pas de savoir si Albert avait une vision d'ensemble du système frauduleux mis en place par son acolyte, mais plutôt s'il avait connaissance d'irrégularités qui auraient exigé de lui une réaction et s'il a envisagé que son inaction cause un dommage aux investisseurs.

Le Tribunal fédéral répond à cette question par l'affirmative.

Celui qui, consciemment, manque à son devoir de vérification et choisit la cécité tient pour possible la réalisation de l'infraction et, ainsi, la survenance du résultat (soit les pertes pour les investisseurs). Le

président du conseil d'administration n'était intéressé qu'aux recettes effectuées par B. AG, sans se demander si elles avaient été légalement obtenues. Il a fait ainsi montre d'une indifférence complète quant au sort des fonds des clients, qui équivaut à accepter le risque que ceux-ci subissent un dommage.

Il est rare qu'une personne soit condamnée pour le fait de son collaborateur en matière d'infractions intentionnelles. Dans la plupart des cas en effet, l'attitude désinvolte de celui qui, faute de surveillance et de contrôle, ne prévient pas le crime au sein de son entreprise sera qualifiée de (grossièrement) négligente. Mais l'intention nécessaire à une condamnation ne pourra pas être prouvée. En l'espèce, la position du Tribunal fédéral est convaincante : celui qui, tenu par une obligation d'agir, ignore volontairement les signaux d'alarme accepte le risque de malversations et doit subir les conséquences pénales découlant de la réalisation de ce risque.

## BIOGRAPHIE DE L'AUTEUR



*Katia Villard est docteure en droit (summa cum laude) et titulaire du brevet d'avocat (2011; 2ème meilleur brevet). Après avoir pratiqué le métier d'avocat durant trois ans et demi, d'abord en qualité de stagiaire puis de collaboratrice, au sein de l'Etude Keppeler & Associés, Katia Villard rejoint l'Université de Genève pour y effectuer un doctorat, achevé en 2017. Au bénéfice d'une bourse du Fonds national suisse, elle part ensuite effectuer deux séjours de recherche à Freiburg Im Breisgau (10 mois) et à Londres (huit mois). Elle est actuellement maître-assistante au Centre de droit bancaire et financier et chargée d'enseignement à l'Université de Genève.*

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### L'authenticité des contrats bancaires

...article de Nicolas Ollivier — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1148/>

Le Tribunal fédéral a confirmé dans un arrêt du 15 juin 2020 (4A\_540/2019) un jugement rendu par le Tribunal de commerce de Zurich (HG170109-O) qui déboute un client qui se prétendait victime d'une fraude commise par le biais d'un prêt accordé à une société E, cliente de la même banque que le client.

Le 7 janvier 2008, le client ouvre un compte personnel auprès de la banque et un compte lié à une police d'assurance-vie. Le client transfère de son compte personnel au compte d'assurance-vie des montants en différentes devises totalisant CHF 42 millions. La banque reçoit copie d'un mandat de gestion de fortune liant le client à E daté du 1er juin 2008. Le 20 juin 2008, la banque octroie un prêt à la société E, garanti par un acte de nantissement grevant le compte d'assurance-vie. La Banque réceptionne ensuite le 15 décembre 2008 une lettre signée du client qui résilie le mandat de gestion pour mauvaise performance et requiert que les soldes débiteurs du compte de E ouverts auprès de la banque soient couverts par les avoirs du compte personnel du client.

Vu l'insuffisance des avoirs sur le compte personnel du client pour couvrir les soldes débiteurs du compte de E, la banque octroie au client un prêt de plus de JPY 3 milliards (équivalent à quelque CHF 37 millions), qui est crédité sur son compte personnel le 19 décembre 2008, et aussitôt transféré sur le compte de E. Au fil des ans, le prêt de JPY 3 milliards est renouvelé en différents autres prêts libellés dans d'autres devises et remboursés par débits de EUR 28'001'738, USD 6'135'525 et JPY 6'357'307 du compte personnel du client. Le 2 septembre 2015, la banque informe le client que son conseiller à la clientèle quitte son poste. Cet employé de la banque remet alors au client une lettre d'excuses confessant des pertes cachées au moyen «d'un prêt». Le client requiert alors de la banque la remise des documents de son dossier. Dès réception de ceux-ci, le client affirme que sa signature a été falsifiée sur le mandat de gestion et les documents relatifs au nantissement et aux prêts, n'avoir aucun lien avec la société E et que les relevés remis durant la relation bancaire par son conseiller ne mentionnaient pas les prêts.

Le client ouvre action à l'encontre de la Banque en concluant à sa condamnation à payer EUR 28'001'738, USD 6'135'525 et JPY 6'357'307. Le Tribunal de commerce déboute le client. Le Tribunal fédéral confirme ce jugement.

### La monnaie des conclusions

Le *Handelsgericht* rejette l'action basée sur le transfert litigieux du 19 décembre 2008 au motif que le client requiert le paiement de devises qui ne sont pas dues en vertu de l'art. 84 al. 1 CO. Le Tribunal cantonal relève que les conclusions prises ne correspondent pas au montant du prêt litigieux de JPY 3 milliards du 19 décembre 2008, mais aux prêts subséquents en EUR, USD et JPY.

Le Tribunal cantonal considère même que la conclusion de JPY 6'357'307 doit être rejetée bien que cette devise soit identique à celle du prêt initial de JPY 3 milliards. Se basant sur la théorie binôme de l'objet du litige (l'objet du litige est composé de la conclusion et du complexe de faits invoqué), les juges cantonaux relèvent que les JPY 6'357'307 correspondent aux intérêts payés pour un des prêts subséquents et ne concernent donc pas le prêt initial. Les prétentions n'étant pas identiques, une conversion (*Konversion*) des JPY 6'357'307 dans l'action en exécution relative au prêt de JPY 3 milliards du 19 décembre 2008 n'est pas possible.

Un tel raisonnement suggère que le client bien avisé doit retracer toutes les transactions économiquement liées à une transaction initiale non autorisée et prendre des conclusions (au besoin subsidiaires) tendant à le replacer dans la situation qui aurait été la sienne sans l'ensemble de ces transactions.

Le Tribunal fédéral laisse ouverte la question des monnaies des conclusions et confirme le jugement cantonal en considérant qu'en tout état le prêt initial et les prêts subséquents ont été ordonnés ou approuvés par le client.

### Le fardeau de la preuve de la bonne exécution et l'obligation de produire le titre authentique

Le client conteste avoir demandé l'octroi des prêts, signé les documents afférents et donné les instructions de transfert à la société E. Il prétend que le *Handelsgericht* a incorrectement réparti le fardeau de la preuve (art. 8 CC) et violé l'art. 178 CPC.

Le Tribunal fédéral rappelle que lorsque la banque vire de l'argent depuis un compte bancaire à un tiers sur ordre du client, elle acquiert une créance en remboursement contre celui-ci (art. 402 CO). La prétention en remboursement présuppose que la banque

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### L'authenticité des contrats bancaires

...article de Nicolas Ollivier — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1148/>

ait correctement exécuté l'ordre. Le fardeau de la preuve de la bonne exécution repose sur la banque.

Cela posé, notre Haute Cour relève qu'une expertise de comparaison des signatures a conclu que le client avait signé l'acte de nantissement garantissant les dettes de E envers la banque ainsi qu'une demande de prêt datée du 20 octobre 2008. Bien que l'authenticité du contrat de gestion n'ait pu être établie, l'original n'étant pas produit, le *Handelsgericht* a considéré comme prouvée l'existence d'une relation d'affaires entre le client et E notamment sur la base des autres documents signés et d'une note téléphonique relatant un appel du client relatif à la résiliation du mandat pour mauvaise performance.

Selon le Tribunal fédéral, la simple contestation de l'authenticité du titre n'est pas suffisante; la contestation doit être suffisamment motivée. Il incombe à la partie qui conteste de fournir des éléments de nature à faire naître des doutes sérieux sur l'authenticité du titre. C'est à cette condition seulement que la partie chargée de la preuve aura, en outre, la charge de démontrer l'authenticité du document qu'elle invoque.

Dans le cas d'espèce, le client n'a pas invoqué de circonstances ou indices concrets qui soulèvent des doutes sérieux quant à l'authenticité de la signature apposée sur le contrat. Les griefs du client sont partant rejetés.

À l'ère de la digitalisation grandissante, les banques ne conservent ou réclament plus systématiquement les contrats originaux signés par leurs clients. L'arrêt ici commenté, mettant en exergue l'application restrictive de l'**art. 178 CPC**, les rassurera. La prudence requiert néanmoins de conserver toutes les données prouvant l'acceptation du contrat par le client, telles celles démontrant l'accès à une application bancaire permettant de conclure des contrats.

### BIOGRAPHIE DE L'AUTEUR



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

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Étendue du devoir d'information permettant de fonder une renonciation au droit à la restitution

...article de Philipp Fischer — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1145/>

Le Tribunal fédéral a récemment rendu un nouvel arrêt en matière de rétrocessions (4A\_355/2019 du 13 mai 2020). La situation factuelle peut être résumée comme suit.

Deux époux ont confié à un gestionnaire de fortune un mandat de gestion discrétionnaire sur leurs avoirs. Ce mandat prévoyait que les époux renoncent à la restitution des rétrocessions perçues par la société de gestion. Dans ce contexte, une notice d'information précisait notamment ce qui suit:

“[La] rémunération sur la masse détenue en fonds de placement, produits structurés, autres produits bancaires ou sur les apports effectués par le client se situe dans une fourchette allant de 0 % à 1 % du volume investi”.

Le Tribunal fédéral a examiné dans quelle mesure cette clause fournit une information suffisante pour fonder une renonciation au droit à la restitution des rétrocessions.

Dans un arrêt de principe de 2006 (ATF 132 III 460, cf. Rashid Bahar, [cdbf.ch/446/](https://www.cdbf.ch/446/)), le Tribunal fédéral a jugé que les rétrocessions qu'un gérant de fortune indépendant reçoit de la banque dépositaire sont en principe soumises à une obligation de restitution au client (art. 400 al. 1 CO). Dans une jurisprudence postérieure (ATF 137 III 393, cf. Philipp Fischer, [cdbf.ch/773/](https://www.cdbf.ch/773/)), le Tribunal fédéral a précisé qu'une renonciation au droit à la restitution est possible si le client a reçu une information complète sur les rétrocessions attendues, à savoir:

1. les valeurs déterminantes (*Eckwerte*) des conventions de rétrocessions passées avec des tiers; et
2. l'ordre de grandeur des rétrocessions escomptées.

Sur le plan (auto-)réglementaire, ces principes de droit civil ont été, partiellement, retranscrits dans la **Circulaire FINMA 2009/01 (Règles-cadres pour la gestion de fortune)** (N 30) et dans les **Directives de l'ASB concernant le mandat de gestion de fortune** (article 16). Ces deux textes prévoient que le mandataire doit informer son client des paramètres de calcul et des fourchettes de valeurs des prestations qu'il reçoit ou pourrait recevoir de tiers, sans toutefois faire mention de l'“ordre de grandeur” des rétrocessions potentielles.

Dans la décision analysée ici, le Tribunal fédéral a estimé que l'information fournie au client n'était pas suffisante, car la clause permettait seulement de déterminer les rétrocessions en fonction des montants investis en instruments financiers, mais ne fournissait pas d'informations “sur le montant total des rétrocessions susceptibles d'être perçues en fonction d'un pourcentage déterminé de [la] masse sous gestion” (c. 3.2). Selon le Tribunal fédéral, le client doit pouvoir comparer la rémunération directe du mandataire (calculée en fonction des avoirs sous gestion) avec la rémunération indirecte (sous forme de rétrocessions). Faute de permettre une telle comparaison, l'information fournie dans le cas d'espèce ne permettait pas de fonder une renonciation valable au droit à la restitution.

Cette décision souligne l'importance du devoir d'information *ex ante* en tant que préalable à une renonciation au droit à la restitution des rétrocessions. Dans la mesure où le Tribunal fédéral a fondé son raisonnement sur l'art. 400 al. 1 CO, la portée de cette jurisprudence n'est pas limitée aux gestionnaires de fortune, mais s'étend à tous les mandataires.

S'agissant des intermédiaires financiers, la mise en œuvre concrète des exigences du Tribunal fédéral peut s'avérer ardue. En effet, au moment de la conclusion



CENTRE DE DROIT  
BANCAIRE ET FINANCIER



## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Étendue du devoir d'information permettant de fonder une renonciation au droit à la restitution

...article de Philipp Fischer — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1145/>

du contrat de gestion de fortune (ou de l'initiation de la relation bancaire), l'intermédiaire financier ne connaît pas encore les investissements qui seront entrepris et donc le montant des rétrocessions escomptées. Ceci est d'autant plus vrai que, dans le cadre du mandat de conseil ou d'un rapport d'*execution only*, les décisions d'investissement sont du ressort exclusif du client. L'on relèvera dans ce contexte que, dans l'**ATF 138 III 755** (c. 5.5), le Tribunal fédéral a laissé ouverte la question de savoir si le devoir de restitution des rétrocessions s'appliquait également en matière d'*execution only* (le *Handelsgericht* de Zurich a répondu à cette question par l'affirmative (**HG150054-O**, c. 3.2)).

Suite à cet arrêt, plusieurs approches pourraient être envisagées, dont certaines sont esquissées ci-dessous:

- Dans le cadre de la gestion de fortune, l'intermédiaire financier pourrait donner une fourchette de rétrocessions (déterminée en fonction des actifs sous gestion) dans la mesure où la structure du portefeuille hypothétique sous mandat de gestion peut, dans certains cas, être estimée. Cette approche permettrait au client de disposer d'une idée approximative du montant des rémunérations indirectes perçues par le mandataire. Cette option ne devrait que difficilement être envisageable en matière de conseil en placement et d'*execution only*. Cela étant

dit, dans le cadre de ces relations, le client donne l'instruction et une information *ex ante* "en fonction du volume investi" permet d'apprécier l'existence et l'intensité d'un éventuel conflit d'intérêts.

- L'intermédiaire financier pourrait envisager une information spontanée, sur une base trimestrielle ou annuelle, au sujet des rétrocessions obtenues (le droit du mandat n'exige en principe une telle information *ex post* que sur requête). Une telle information proactive fournie à intervalles réguliers permettrait de donner au client la possibilité de comparer la rémunération directe et la rémunération indirecte du mandataire. Si une telle information *ex post* est fournie pendant une certaine période sans contestation de la part du client, ce dernier pourrait être réputé avoir renoncé valablement à la restitution des rétrocessions.

Finalement, il est important de noter que l'arrêt présenté ici a été rendu en application du droit du mandat. La **LSFin** retranscrit en droit administratif les principes de droit civil dégagés par le Tribunal fédéral. Ainsi, il est vraisemblable que les développements qui figurent ci-dessus s'appliquent également dans le cadre des **art. 26 LSFin** et **29 OSFin** (dispositions applicables notamment au mandat de gestion, au mandat de conseil en placement et aux relations d'*execution only*).

## BIOGRAPHIE DE L'AUTEUR



*Philipp Fischer est titulaire d'une licence en droit de l'Université de Genève (2004) et du brevet d'avocat genevois (2007). Il a obtenu un Master of Laws (LL.M.) de la Harvard Law School (2009). Après avoir travaillé au sein d'études d'avocats à New York, Zurich et Genève (2010 – 2016), il a co-fondé l'étude OBERSON ABELS SA en 2016. Il pratique le droit bancaire et financier, ainsi que le droit de la protection des données et le droit des sociétés.*

## ASSURANCE PROFESSIONNELLE

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

Le GSCGI offre à ses membres une couverture cadre d'assurance exclusive, négociée avec les assureurs ZURICH et LIBERTY. Ces deux assureurs sont nos partenaires exclusifs autorisés à présenter les couvertures des risques (ci-après) aux conditions préférentielles pour les Membres du GSCGI.

Ces couvertures étendues et complètes — **Responsabilité civile professionnelle (RCPI)** couvrant également les cas de médiation; **Responsabilité des dirigeants (D&O)**; **Assurance Fraude (FR)**; **Assurance Cyber (AC)** — offrent une sécurité accrue aux Gestionnaires de fortune et Conseillers financiers dans leur activité quotidienne. L'assurance professionnelle met les professionnels à l'abri de situations inattendues



et génératrices de conséquences financières parfois dévastatrices.

Pratiquement, les Membres pourront s'adresser au Secrétariat du GSCGI, ou à la Commission Assurances, pour obtenir tous les renseignements. Un formulaire/questionnaire spécifique du GSCGI a été édité pour obtenir les offres des assureurs, il figure sur le site web du Groupement et est donc à disposition des Membres. Il devra être complété par le gestionnaire de fortune et le Conseiller financier pour demander les offres avec la preuve de sa qualité de Membre et envoyé confidentiellement au courtier Patrimingest. Le GSCGI n'a pas accès à ces informations.

### COUVERTURES D'ASSURANCES

#### Responsabilité civile professionnelle (RCPI)

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

#### Les fautes les plus courantes sont:

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

#### Qui est assuré?

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

#### Quelle est la couverture? L'assureur va payer:

- Les frais de médiation
- 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. 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

#### Assurance Cyber (AC)

Le risque cyber peut affecter l'activité des Gestionnaires de fortune indépendants et des Conseillers financiers. Couvertures: Cyber-RC, restauration des données et des systèmes, gestion des crises & perte d'exploitation.

## Financial Firms Fail to Own Up to Advisers' Past Misdeeds

[...] In July, millions of American investors received a new government-mandated form from their financial planners that required advisers to disclose past misdeeds. But hundreds of the firms didn't tell the full truth, a Wall Street Journal analysis has found. [...]

[...] The Securities and Exchange Commission finalized the form last year at a maximum of four pages. Called a "customer or client relationship summary" or Form CRS, the disclosure was a linchpin of the agency's high-profile effort to ensure that financial advisers act in their clients' best interest. This followed a battle over the Labor Department's effort under the Obama administration to craft a rule that placed a fiduciary responsibility on many financial advisers. [...]

[...] An SEC committee said on July 27 that initial reviews have identified cases where the forms lack some disclosures. [...]

[...] *"Form CRS was supposed to cut through the dozens of pages of other disclosures and ought to summarize them accurately, so this kind of inconsistency strikes me as a huge fail,"* said Nicole Boyson, a business professor at Northeastern University who studies the financial-advice industry. If firms are *"opportunisticly"* omitting information, then the new form *"may be giving a false sense of security to investors,"* said Prof. Boyson. *"That's potentially incredibly harmful to consumers, and the SEC may have compounded the problem it was trying to fix."* [...]

Read more: [https://www.wsj.com/articles/financial-firms-fail-to-own-up-to-advisers-past-misdeeds-11598698800?mod=markets\\_lead\\_pos1](https://www.wsj.com/articles/financial-firms-fail-to-own-up-to-advisers-past-misdeeds-11598698800?mod=markets_lead_pos1)

Source: *The Wall Street Journal* - Aug. 29, 2020

CFB

## The Shakeout in the ETF Industry Is Accelerating

[...] A record 188 exchange-traded products have closed, while launches are at their lowest number since 2013. There are about 2,000 exchange-traded products listed in the U.S., and the industry has grown to \$4 trillion. [...]

Read on: [https://www.wsj.com/articles/the-shakeout-in-the-etf-industry-is-accelerating-11598347802?mod=hp\\_lista\\_pos2](https://www.wsj.com/articles/the-shakeout-in-the-etf-industry-is-accelerating-11598347802?mod=hp_lista_pos2)

Source: *The Wall Street Journal* - Aug. 25, 2020

CFB

## World Bank Halts Report on National Competitiveness Rankings Amid Concerns of Data Manipulation

[...] The World Bank said it is halting publication of its flagship report on business competitiveness to investigate data irregularities. [...]

[...] Data about four countries—China, Azerbaijan, the United Arab Emirates and Saudi Arabia—appeared to have been inappropriately altered, according to a person with knowledge of the decision. [...]

[...] The move renewed concerns first raised two years ago by the World Bank's chief economist that the report, called "Doing Business," was vulnerable to manipulation. [...]

[...] The report has become the premier international ranking of the business environment in different countries. Countries can improve their rankings by reducing bureaucracy around starting businesses, easing their permitting process and expanding access to electricity, among other measures. [...]

[...] The World Bank said in a statement that it is beginning a systematic review of the data, launching an independent audit of the process, and that it would correct the data. [...]

Read on: <https://www.wsj.com/articles/world-bank-delays-report-on-national-competitiveness-rankings-amid-concerns-of-data-manipulation-11598554654>

Source: *The Wall Street Journal* - Aug. 27, 2020

CFB

## Government should stay away from supply chains

[...] Covid-19 has shown many vulnerabilities but it is the role of business to fix them. This legitimate focus on local suppliers can stray into isolationism if government is involved. [...]

[...] Given the options of government overreaction or underreaction, society would be much better served by nothing than too much. [...]

[...] Productivity increases driven by globalisation are raising standards of living worldwide. [...]

Read on: <https://www.ft.com/content/0ddd5e7d-d9ae-4bea-b59f-da147210e103>

Source: *Financial Times* - Aug. 26, 2020

CFB

## Africa must boost internal trade to recover from Covid slump, AU says

[...] Foreign investment has collapsed since the start of year and will be slow to return. The collapse in foreign direct investment to African economies during the pandemic has bolstered the need for intra-African trade. [...]

[...] Mr Muchanga is leading the effort to finalise the Africa Continental Free Trade Area (AfCFTA) agreement, which will create a single tariff-free \$3tn market, ahead of its implementation on January 1. He said AfCFTA will be essential to enabling Africa to bounce back. [...]

[...] FDI flows are expected to contract by between 25 per cent and 40 per cent this year, according to a June report by Unctad. FDI flows to Africa had already been falling before the pandemic sparked a global shutdown. Inflows fell 10 per cent in 2019 to \$45bn. But the trend has accelerated. [...]

Read on: <https://www.ft.com/content/1e94048a-8cc4-4e6e-a2df-5509974e62b1>

Source: Financial Times - Aug. 16, 2020

CFB

## Liechtenstein launches battle to reclaim confiscated WWII territory

[...] Alpine state seeks return of land in Czech Republic taken from ancient ruling family. [...]

[...] Liechtenstein lodged a formal complaint with the European Court of Human Rights this week alleging "disregard" of the sovereignty by the Czech Republic over the return of nearly half a million acres of land, and some of Europe's grandest castles and palaces. They were confiscated in 1945. [...]

[...] The claim relates to the historically sensitive — largely forgotten — ethno-national faultline between Germans and Czechs in the former lands of the Austro-Hungarian Empire. At stake is land more than 10 times the area of the current principality of Liechtenstein, as well as some of central Europe's greatest palaces and aristocratic residences. [...]

Read on: <https://www.ft.com/content/7d51d373-c12e-4440-a408-e61a939e3a3c>

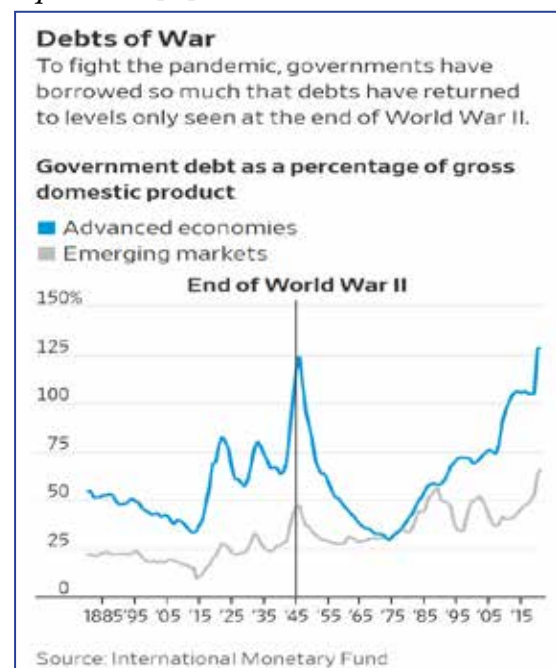
Source: Financial Times - Aug. 21, 2020

CFB

## Coronavirus Lifts Government Debt to WWII Levels—Cutting It Won't Be Easy

[...] Among advanced economies, debt rose to 128% of global gross domestic product as of July, according to the International Monetary Fund. In 1946, it came to 124%. [...]

[...] *"The war analogy is exactly the right one,"* said Mr. Hubbard, dean emeritus of Columbia University's Graduate School of Business. *"We were and are fighting a war. It's a virus, not a foreign power, but the level of spending isn't the problem."* [...]



[...] Over \$4 trillion of the \$26 trillion in U.S. debt is held by the Fed. Japan's central bank owns over \$4 trillion worth of its government liabilities, an even larger share of the country's roughly \$11 trillion in outstanding debt. [...]

[...] The example of Japan has shown that debts can rise for a long time, well above 200% of GDP, without sparking a fiscal crisis. By having central banks own so much debt, some of the risks and challenges of debt management are shifted from the Treasury or finance ministry to central banks, economists say. [...]

Read more: [https://www.wsj.com/articles/coronavirus-lifts-government-debt-to-wwii-levels-cutting-it-wont-be-easy-11598191201?mod=hp\\_lead\\_pos5](https://www.wsj.com/articles/coronavirus-lifts-government-debt-to-wwii-levels-cutting-it-wont-be-easy-11598191201?mod=hp_lead_pos5)

Source: The Wall Street Journal - Aug. 23, 2020

CFB



## ANALYSES & PLACEMENTS

### Mothball Central Banks and Dollarize

*...article by Prof. Steve H. Hanke—published in National Review on July 28, 2020*

*Panama's banking system shows how emerging markets can benefit from dollarization.*

Central banks issue currency and exercise wide discretion over the conduct of monetary policy. Although widespread today, central banks are relatively new institutional arrangements. In 1900, there were only 18 central banks in the world. By 1940, 40 countries had them, and today, there are 160.

Before the rise in central banking (monetary nationalism), the world was dominated by unified currency areas, or blocs, the largest of which was the sterling bloc. As early as 1937, the great Austrian economist and Nobel winner Friedrich von Hayek warned that the central banking fad, if it continued, would lead to currency chaos and the spread of banking crises. His forebodings were justified. Currency and banking crises have engulfed the international financial system with ever-increasing strength and frequency. Indeed, for most emerging-market countries with central banks, hot money flows are frequent and so are exchange-rate and domestic banking crises. What to do?

The obvious answer is for vulnerable emerging-market countries to do away with their central banks and domestic currencies, replacing them with a sound foreign currency. Today, 32 countries are “dollarized” and rely on a foreign currency as legal tender.



**Steve H. Hanke**

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

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

Panama, which was dollarized in 1903, illustrates the important features of a dollarized economy. By joining the U.S. dollar bloc, Panama eliminated exchange-rate risks and the possibility of a currency crisis vis-à-vis the U.S. dollar. In addition, the possibility of banking crises is largely mitigated because Panama's banking system is integrated into the international financial system. The nature of the banks that hold general licenses provides the key to understanding how the system as a whole functions smoothly. When these banks' portfolios are in equilibrium, they are indifferent at the margin between deploying liquidity (lending or borrowing) in the domestic market and doing so abroad. As the liquidity (credit-creating potential) of these banks changes, they evaluate risk-adjusted rates of return in the domestic and international markets and adjust their portfolios accordingly. Excess liquidity is deployed domestically if domestic risk-adjusted returns exceed those in the international market. It's deployed internationally if the international risk-adjusted returns exceed those in the domestic market. This process is thrown into reverse when liquidity deficits arise in Panamanian banks.

The adjustment of banks' portfolios is the mechanism that allows for a smooth flow of liquidity (and credit) into and out of the banking system (and the economy). In short, excesses or deficits of liquidity in the system

## ANALYSES & PLACEMENTS

### Mothball Central Banks and Dollarize

*...article by Prof. Steve H. Hanke—published in National Review on July 28, 2020*

are rapidly eliminated because banks are indifferent as to whether they deploy liquidity in the domestic or international markets. Panama can be seen as a small pond connected by its banking system to a huge international ocean of liquidity. Among other things, this structure renders the traditional lender-of-last-resort function performed by central banks unnecessary. When risk-adjusted rates of return in Panama exceed those overseas, Panama draws from the international ocean of liquidity, and when the returns overseas exceed those in Panama, Panama adds liquidity (credit) to the ocean abroad. To continue the analogy, Panama's banking system acts like the Panama Canal to keep the water levels in two bodies of water in equilibrium. Not surprisingly, with this high degree of financial integration, there is virtually no correlation between the level of credit extended to Panamanians and the deposits in Panama. The results of Panama's dollarized money system and internationally integrated banking system have been excellent when compared with other emerging-market countries:

- Interest rates have mirrored world market rates, adjusted for transaction costs and risk.
- Inflation rates have been somewhat lower than those in the U.S.
- Panama's real exchange rate has been very stable and on a slightly depreciating trend vis-à-vis that of the U.S.
- Panama's banking system, which operates without a central-bank lender of last resort, has proven to be extremely resilient. Indeed, it weathered a major political crisis between Panama and the United States in 1988 and made a strong comeback by early 2000.

Emerging-market countries should follow Panama's lead and "dollarize." Most central banks in emerging countries produce junk currencies, banking crises, instability, and economic misery. These central banks should have been mothballed and put in museums long ago.

## ABOUT THE AUTHOR

**Steve H. Hanke** is a Professor of Applied Economics and Co-Director of The Johns Hopkins Institute for Applied Economics, Global Health, and the Study of Business Enterprise. He is a Senior Fellow at the Cato Institute in Washington, D.C., a columnist at *Forbes Magazine*, a well-known currency reformer, and a currency and commodity trader. Prof. Hanke served on President Reagan's Council of Economic Advisers, has been an adviser to five foreign heads of state and five foreign cabinet ministers, and held a cabinet-level rank in both Lithuania and Montenegro.

He has been awarded seven honorary doctorate degrees and is an Honorary Professor at three foreign universities. He was President of Toronto Trust Argentina in Buenos Aires in 1995, when it was the world's best-performing mutual fund. In 1998, he was named one of the twenty-five most influential people in the world by *World Trade Magazine*.

## ANALYSES & PLACEMENTS

### Freedom and Sweden's Constitution

*...article by Prof. Steve H. Hanke and Lars Jonung—published in The Wall Street Journal on May 20, 2020*

In most countries, the tool of choice to “flatten the curve” of the coronavirus pandemic is the lockdown. Not in Sweden, which has chosen a rather laissez-faire approach. The borders have been kept open, and Swedes are free to travel within the country, visit bars and restaurants (with some restrictions), parks, hairdressers, gyms and most other places.

The cornerstone of the Swedish response is its constitution's most important part, the Regeringsform. Chapter 2, Article 8 states: *“Everyone shall be protected in their relations with the public institutions against deprivations of personal liberty. All Swedish citizens shall also in other respects be guaranteed freedom of movement within the Realm and freedom to depart the Realm.”* The Regeringsform makes exceptions only for prisoners and military conscripts, and there is no provision for a peacetime state of emergency. While the constitutions of neighboring Finland and Norway also guarantee freedom of movement, neither juxtaposes that provision with a broad protection of “personal liberty.”

The Swedish Constitution comes into play in another, more significant way, namely the strong independence of public authorities from government interference. This unique feature originated with the Regeringsform of 1634, which followed the death of King Gustavus Adolphus II in the Thirty Years War. It insulates Sweden's public institutions from political meddling to a much greater degree than in any other democracy.

The Public Health Agency of Sweden—like other public bodies, such as the world's oldest central bank, the Riksbank—operates with an incomparably high degree of independence from the government. Chapter 12, Article 2 of the Regeringsform spells this out: *“No public authority, including the Riksdag”—the Parliament—“or decision-making body of any local authority, may determine how an administrative authority shall decide in a particular case relating to the exercise of public authority vis-à-vis an individual or a local authority, or relating to the application of law.”*

So the Swedish Public Health Agency is directed and operated by experts—not government political appointees.

These experts are the architects of Sweden's response to the coronavirus pandemic. They have developed a broader approach than most epidemiologists. The collaborative work of health economists and epidemiologists at the Swedish Public Health Agency has produced a response that explicitly considers the overall impact of their policies on the Swedish economy and people. The heads of the Public Health Agency have the last word.

The independence of public authorities seems to suit the Swedes. They have strong trust in public institutions, in the government's effectiveness and honesty, and in the democratic process and rule of law. This trust is, in large part, derived from the freedoms guaranteed by the Swedish constitution. Swedes also trust each other to a remarkable extent, as documented in international surveys. According to a recent poll, 63% of Swedes reported that they trusted most people, compared with only 30% in the U.S. So when Sweden's state epidemiologist, Anders Tegnell, speaks, Swedes listen to his advice on social distancing, washing hands for at least 30 seconds, and self-isolation of at-risk groups, like those over 70.

It isn't only Sweden's epidemiologists who have the Swedes' ears—economists do, too. The great Swedish economists, starting with Knut Wicksell (1851–1926), have been active in the public sphere and have had an outsize influence on Swedish policy. Once the coronavirus appeared, Swedish economists cautioned that a policy of restrictions, such as lockdowns, would impose enormous economic costs to society, and that it might be as bad as the disease itself. Swedes listened.

Sweden's exceptionalism rests on both its formal written constitution and the high degree of trust infused in the country's customs and habits. It's one thing to have rules, another thing to follow them.

**Steve H. Hanke**

*is a Professor of Applied Economics*

*at the Johns Hopkins University*

*and is one of the world's leading experts*

*on troubled currencies and hyperinflation.*



## LE COIN TECHNIQUE

### The US Dollar probably extends lower into late September

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



www.mjtsa.com

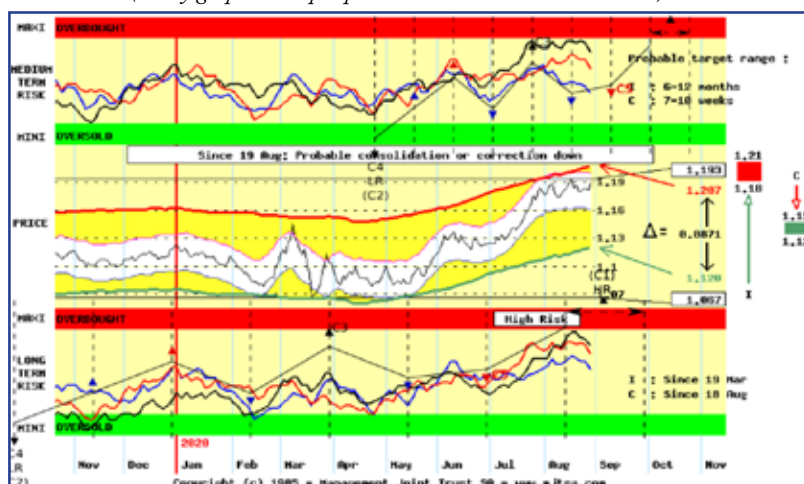
Many analysts have been coming out in recent weeks to call the US Dollar Oversold. Indeed, since the FED started its monetary and fiscal stimulus programs in mid March, it has been a one way trade for the US Dollar to the downside (while practically all others assets have risen). Hence, we continue to eye the US Dollar as the ultimate defensive currency, yet probably also as the ultimate cross asset defensive trade. For now, as most risk assets continue to the surprise to the upside, the US Dollar remains under pressure.

EUR/USD (Weekly graph or the perspective over the next 2 to 4 quarters)



Considering the Weekly graph of EUR/USD, the reversal is rather impressive. The pair has risen almost 13 figures from its March lows. The pace of this recovery is equally impressive, as most of it was achieved from mid May (i.e. when the EuroZone first agreed on its aggressive stimulus program and to start mutualizing some of its debt, fueling some long term economic hope in respect to the EuroZone's long standing structural problems). Furthermore, we can also note that this strong rebound in EUR/USD comes after almost 2 years of a linear downtrend. Indeed, since early 2018, EUR/USD has corrected with most cyclical factors (e.g. commodities, emerging markets), and if successful, the significant stimulus measures taken by most Central Banks and countries could now kickstart several quarters, perhaps years of cyclical recovery. Hence as shown on our medium term oscillators (upper rectangle), EUR/USD may have started a long term uptrend. It probably extends into late Q3, could retrace into Q4, but then probably rises again into Spring next year. Our I Impulsive targets to the upside (right-hand scale) even suggest that it could reach above 1.27 by then. On a more defensive note, the sequence we show on our long term oscillators (lower rectangle) would suggest a gradual loss of momentum. Yet, here also, it should not start before late Q3.

EUR/USD (Daily graph or the perspective over the next 2 to 3 months)



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

Shorter term, on its Daily graph, EUR/USD is still uptrending. It may have entered a High Risk zone on our long term oscillators (lower rectangle), yet it could still extend into late September. The positive sequence we show on our medium term oscillators (upper rectangle) is even more positive, as it probably extends higher into late September, even into early/mid October. On the targets front (right-hand scale), we believe that the upper end of our I Impulsive targets to the upside, around 1.21, could be reached by then. Following that, 1-2 months retracement may materialize into the Fall. EUR/USD could then correct 4 to 6 figures.

**CONCLUDING REMARKS:** EUR/USD continues to follow risk assets higher thanks to massive stimulus programs. The period reminds us of H1 2016, when all assets were also rising, and the US Dollar was in freefall. This was also a period of residual risk with the initial Brexit vote awaited in June, and the FED being "on halt". Finally, that Summer, interest rates started to reverse up, as the economy reaccelerated and markets started

to anticipate a more hawkish FED. The US Dollar then recovered significantly. Today, not only is the COVID-19 crisis much more disruptive than the early 2016 market correction, but it is also hard to imagine the FED turning hawkish anytime soon. It may hence take several quarters for this same recovery process to take place. In the meantime, stimulus measures should continue to boost risk assets and EUR/USD, first into late Q3, and then following some retracement during Q4, probably again into Spring next year.



## LE COIN TECHNIQUE

### Risk of Seasonal Weakness for Nasdaq100

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

As the summer is coming to a close, the US technology sector, represented here by the Nasdaq100 deserves some attention. The weekly chart is represented on a log scale. The visual impression is one of very linear behaviour, though in the last three weeks the Nasdaq100 has accelerated from the rising trend line support drawn from the beginning of May, toward the upper weekly Bollinger band. In fact, the log scale is hiding the parabolic rise that the same chart would display on an arithmetic scale.

The strength of the momentum is quite extraordinary as the MACD on the lower panel displays it as still accelerating upward though it has now reached a very high level compared to the last two years. The other measure of shorter-term momentum, the weekly STO is reaching 96% for the third time in a row within the overbought area. Such behaviour of the STO can become a warning that a pause in the uptrend is likely. Also, we have displayed two Fibonacci extension targets on the chart: on one hand, 12112 is a projection of the rise from 5895 to the top at 9736 in February 2020 and on the other hand, 11577 is a projection of the rise from 6771, the low in March 2020 to 9736. On August 26, the Nasdaq100 closed at 11971 about in the middle of the two targets.

At the same time on the upper panel, the Relative Strength of the Nasdaq100 versus the S&P500 is reaching a new

higher all-time high, outlining the outperformance of the Nasdaq100. Further, it is well known that only a few technology-related stocks are contributing to this performance. In comparison, the Dow Industrial Average is still clearly below its February 2020 high. Thus, not all stocks are rising so well. Finally,

on that upper panel, the volatility of the Nasdaq is represented by the VXN and it should be noted that in the last week, despite a higher high in the price of the Nasdaq100, VXN is not making a lower low, but is very slightly turning up. Possibly some market participants are hedging against a potential pullback of the Nasdaq100, by bidding up the price of volatility. So far, the chart does not yet display any weekly reversal like in July 2020, which at the time lasted only two weeks! Now a weekly reversal would need to close below 11700 to appear as an engulfing pattern on the chart to open the door to a pullback toward the next support area near 10500 area. During the September-October period, the market participants know that such pullback is not unlikely during this period of seasonal weakness.

SO BUYERS BEWARE.



#### Graph:

Chart of the NASDAQ 100 is represented on a log scale since December 2018 in weekly candles with Ichimoku Cloud. On the upper panel is displayed in green dotted line the RS of Nasdaq100 versus S&P500, which is making a higher high, the Dow Industrials (in black solid), which is still below its February high and the VXN (the Vix of Nasdaq100) which is rising a tad in the most recent week. On lower panel, MACD is rising in positive at an all-time high over the last 2 years and the weekly STO near 96%, which is back to a very overbought level, often leading to a pullback. The NASDAQ 100 is closing near the upper Bollinger Band (11976) and also between a target area defined by two Fibonacci extensions: 12112 as the projection of the rise from 5895 to 9736 in February 2020 and 11577 as the projection of the rise from 6771 to 9736. The rising MA40wk is near 9342 and the weekly cloud is much lower near 9000.



Source: Stockcharts.com

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

## GLOBAL EVENTS

Conférence d'Atlanticonnium — 17 sep. 2020 à 18h — Membre du GSCGI

Conférence organisée par Atlanticonnium, Membre du GSCGI

— 17 sep. 2020 à 18h —

Four Seasons Hotel des Bergues

<https://atlanticonniumseries.splashthat.com>

Intervenant: Jean-Marc Jancovici



 Atlanticonnium

**GAM**  
Investments

## AGENDA OF GSCGI's MONTHLY CONFERENCES

GSCGI-OSIF ... GFI & TRUSTEES: Tout savoir ... Sep. 18, 2020 à Genève

### INVITATION / REGISTRATION

#### Déjeuner-conférence: 18 Septembre 2020

Nous reprenons nos conférences mensuelles et 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 l'**OSIF**, Organe de Surveillance de l'ARIF, agréé par la FINMA...



www.osif.ch

Me **Stéphanie Hodara El Bez** présentera le thème suivant, d'actualité certaine et de grand intérêt pour les gestionnaires de fortune indépendants, 'trustees' et conseillers en placement:

### GFI & TRUSTEES: TOUT SAVOIR SUR LA REQUÊTE EN AUTORISATION LEFin



**STÉPHANIE HODARA EL BEZ** est avocate aux barreaux de Genève et de New York, titulaire d'une licence en droit de l'Université de Genève et d'un LL.M. de Boston University (USA). Elle est associée de l'Etude ALTENBURGER Ltd legal + tax et responsable du Team Banking & Finance du bureau genevois de cette Etude. Me Hodara pratique dans les domaines du droit bancaire et financier et du droit des sociétés. Elle conseille, des gestionnaires et distributeurs de fonds, des banques et des négociants en valeurs mobilières, ainsi que des gérants indépendants dans les domaines contractuels et réglementaires. Elle les représente également dans le cadre de procédures nationales et internationales ou vis-à-vis des autorités de surveillance des marchés financiers. Me Hodara est Vice Présidente du Conseil d'Administration de l'OSIF, Organisme de Surveillance des GFI et Trustees agréé par la FINMA.

### PROGRAMME

**Date** **Vendredi, 18 Septembre 2020**  
**LIEU** Hôtel Métropole, Quai Général-Guisan 34, Geneva, Switzerland  
**12h00** Enregistrement  
**12h15** Conférence & Session Q&A  
**13h00** Le repas commence à être servi  
**14h00** Fin de conférence

#### Recommandations Sanitaires COVID-19:

- 60 participants maximum; les premiers 60 inscrits (et repas réglé) seront acceptés.
- Port du masque obligatoire lors de l'accueil et des déplacements dans les espaces publics.
- Ne pas se serrer la main.
- Le gel hydroalcoolique sera disponible à l'entrée de la salle de conférence.
- Prendre place à table immédiatement après l'accueil et votre cocktail vous sera servi.
- Ne pas vous présenter à la conférence en cas de symptômes.

Merci de votre compréhension!

**Prière de vous inscrire avant le mercredi, 16 Sep. 2020, 'online' ou par email: [secretariat@gscgi.ch](mailto:secretariat@gscgi.ch)**

\*\*\*

**18 Sep. 2020/Genève—Orateur: Me Stéphanie Hodara El Bez, OSIF**

**30 Oct. 2020/Genève—Orateurs: tba ... Lusenti Partners, Membre du GSCGI**

**20 Nov. 2020/Genève—Orateurs: tba ...**

\*\*\*

*Réservez ces dates!*

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

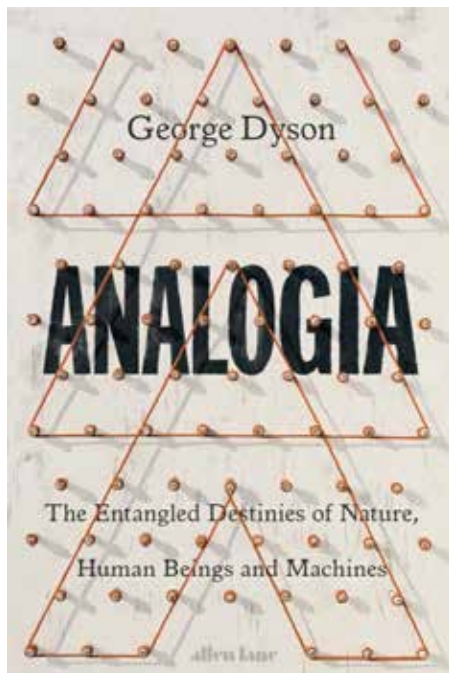
*Non-Membres bienvenus — Inscrivez-vous!*



## BOOK REVIEW

### *ANALOGIA: The Entangled Destinies of Nature, Human Beings and Machines*

by George Dyson



#### **Analogia, by George Dyson — merging with the machines**

Readers of Analogia might recognise QAnon as an example of how machines are harnessing the analogue power of social networks — and human minds — to heighten their collective intelligence ... In so doing they create systems beyond programmable control with weird and destabilising side-effects ... As alarming as this might seem, Dyson, a historian of technology, reminds us that nature has always operated this way ... Digital code underpins our DNA, but human real-time intelligence and control relies on analogue computing and nervous systems to realise its potential...

Read more: <https://www.ft.com/content/cafea291-6d20-41ac-8c6d-7de01bf774ad>

\*\*\*

#### **Off the Presses: 'Analogia' by George Dyson**

Science and technology historian George Dyson's new book, "Analogia: The Emergence of Technology Beyond Programmable Control," traces 300 years of the interaction between people, nature, and technology and how a new age is unfolding.

Read more: <https://princetoninfo.com/off-the-presses-analogia-by-george-dyson/>

\*\*\*

#### **Analogia**

In 1716, the philosopher and mathematician Gottfried Wilhelm Leibniz spent eight days taking the cure with Peter the Great at Bad Pyrmont in Saxony, seeking to initiate a digitally-computed takeover of the world. In his classic books, *Darwin Among the Machines* and *Turing's Cathedral*, Dyson chronicled the realization of Leibniz's dream at the hands of a series of iconoclasts who brought his ideas to life. Now, in his pathbreaking new book, *Analogia*, he offers a chronicle of people who fought for the other side ... a series of stories that will change our view not only of the past but also of the future. The convergence of a startling historical archaeology with Dyson's unusual personal story--set alternately in the rarified world of cutting-edge physics and computer science, in Princeton, and in the rainforest of the Northwest Coast--leads to a prophetic vision of an analog revolution already under way. We are, Dyson reveals, on the cusp of a new moment in human history, driven by a generation of machines whose powers are beyond programmable control.

Read more: <https://www.dymocks.com.au/book/analogia-by-george-dyson-9780374104863>

\*\*\*

#### **Analogia**

How did we end up in a world where humans coexist with technologies we can no longer fully control or understand? George Dyson plots an unexpected course through the past 300 years to reveal the hidden connections that underpin our digital age, ending with a premonition of what lies ahead...

Read more: <https://www.penguin.co.uk/books/188/188629/analogia/9781846147449.html>

#### **ABOUT THE AUTHOR**

*George Dyson is a scientific historian, the son of Freeman Dyson, brother of Esther Dyson, and the grandson of Sir George Dyson. When he was sixteen he went to live in British Columbia in Canada to pursue his interest in kayaking and escape his father's shadow. While there he lived in a treehouse at a height of 30 metres. He is the author of Project Orion: The Atomic Spaceship 1957-1965 and Darwin Among the Machines: The Evolution of Global Intelligence, in which he expanded upon the premise of Samuel Butler's 1863 article of the same name and suggested coherently that the internet is a living, sentient being.*

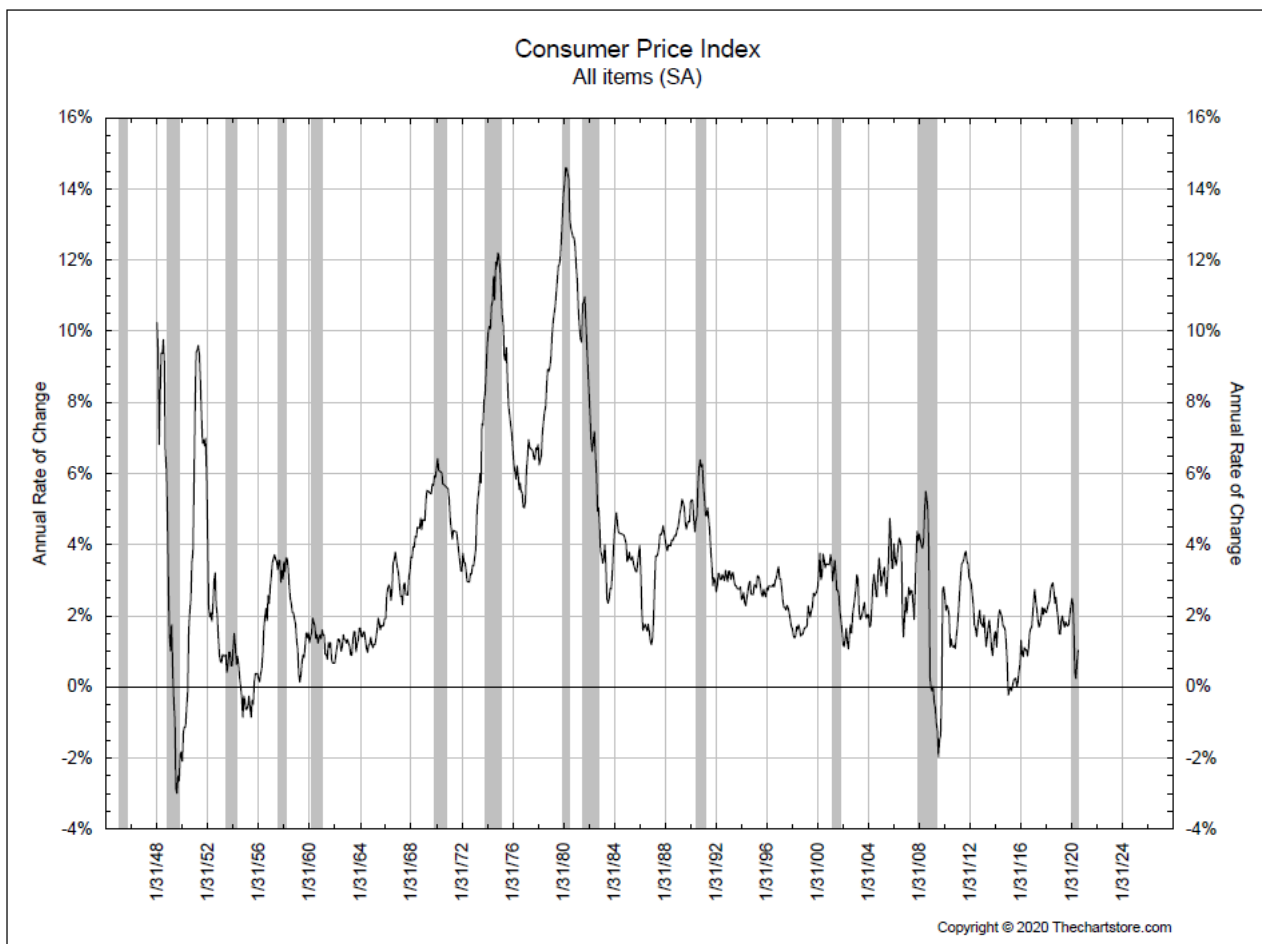




## CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

### Fed's FAIT, or Flexible Average Inflation Targeting...

Data as of July 2020



The Fed has recently indicated it will rely primarily on the two tools—asset purchases and guidance about its policy plans—it used after cutting rates to near zero following the 2007-09 recession. Under FAIT, though, inflation and employment take priority over hiking rates going forward. Then, how much punch could these tools have today?

*CPI's Historical Graph (1948 to present): courtesy of [www.thechartstore.com](http://www.thechartstore.com)*

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 WealthGram" 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 le WealthGram.

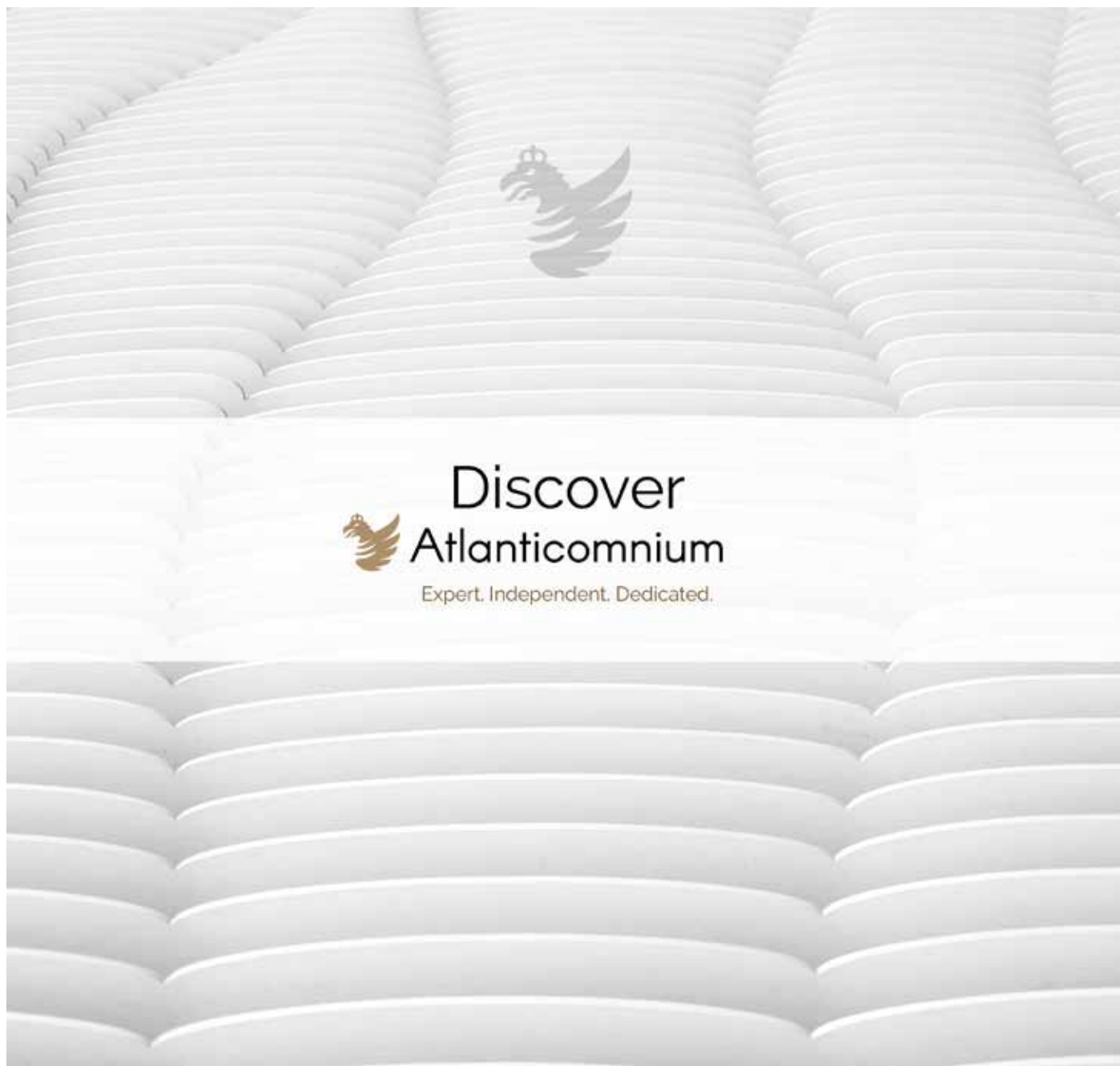
**SOUHAITEZ-VOUS ÊTRE LE SPONSOR D'UN PROCHAIN NUMÉRO MENSUEL?**

**RÉSERVEZ SANS TARDER LE NUMÉRO QUI VOUS INTÉRESSE!**

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

## LE SPONSOR DE SEPTEMBRE 2020

**ATLANTICOMNIUM — [www.atlanticomnium.ch](http://www.atlanticomnium.ch) — Membre du GSCGI**



Atlanticomnium S.A. is an independent Geneva-based fund management company with offices in London specializing in credit investing. Fund managers Anthony Smouha, Gregoire Mivelaz and Patrick Smouha boast a combined experience of over 40 years in credit analysis and have been managing assets for GAM since 1985.