



# TRANSPARENCE, CONTRÔLE ET SUIVI DES PLACEMENTS

**Lusenti  
Partners**



Optimisation, suivi et contrôle  
des placements institutionnels  
et professionnels

- + de performance
- de coûts
- de risques
- + de gouvernance

Lusenti Partners, Rue Juste-Olivier 22, CH-1260 Nyon  
Tél. +41 22 365 70 70 • info@lusenti-partners.ch  
www.lusenti-partners.ch • www.performer-events.com

Membre du GSCGI

## SOMMAIRE

<b>3</b>	EDITORIAL	<b>La gestion de fortune n'a toujours pas été réinventée</b> <i>François Meylan, Meylan Finance, Membre du GSCGI</i>
<b>4-6</b>	SPONSOR DE SEPTEMBRE 2019	<b>Transparence, contrôle et suivi des placements: Meilleures pratiques dans la gestion institutionnelle et enseignements pour la gestion privée</b> <i>Graziano Lusenti &amp; Ilir Roko, Lusenti Partners, Membre du GSCGI</i>
<b>7-9</b>	LES MEMBRES DU GSCGI	<b>FECIF informs...</b> <i>NewsFlash 78, 77, 76 &amp; 68/2019, (DG FISMA; EIOPA; PEPP; ESMA)</i> <b>CIFA informs...</b> <i>XVIII<sup>th</sup> Intl Forum 2020, NYC — due in April at the United Nations</i>
<b>10</b>	ASSURANCE PROFESSIONNELLE	<b>Assurance Cadre Responsabilité Civile ... pour les Membres du GSCGI</b>
<b>11-14</b>	JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE	(1) <b>L'équivalence: entre question technique et instrument de realpolitik?</b> (CDBF) (2) <b>Responsabilité pénale de la banque: Another Brick in the Wall</b> (CDBF) (3) <b>Prohibition de faire concurrence et devoir de fidélité du gérant</b> (Borel & Barbey)
<b>15-17</b>	ANALYSES & PLACEMENTS	(1) <b>Magical Monetary Theory (MMT)</b> ... <i>Steve H. Hanke &amp; John Greenwood;</i> (2) <b>BACK TO SUB</b> ... <i>Michalis Ditsas, SYZ Private Banking, Membre Partenaire du GSCGI</i>
<b>18-19</b>	LE COIN TECHNIQUE	(1) <b>Still climbing a wall of worry</b> ... <i>J.F. Owczarzak, MJT;</i> (2) <b>The US 10 -Year Treasury Yield May Break Its Former All-time Low</b> ... <i>B. Estier, BEST; ...both Members of GSCGI</i>
<b>20-21</b>	IN GLOBO	<i>World Gold Council &amp; various by CFB</i>
<b>22-23</b>	GLOBAL EVENTS & AGENDA OF GSCGI'S MONTHLY CONFERENCES	(1) <b>InCompliance</b> (Genève, Sep. 19); (2) <b>SAMT</b> (Zürich, Sep. 25, Geneva, Sep. 26) <b>GSCGI/GE: LUSENTI PARTNERS</b> (Genève, 13 septembre 2019)
<b>24-25</b>	LA RÉUNION MENSUELLE DU GSCGI	<b>GSCGI/GE: no conference during summer</b>
<b>26</b>	BOOK REVIEW	<b>The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy</b> <i>by Mariana Mazzucato</i>
<b>27</b>	CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE LA PAROLE EST À VOUS	<b>September remains the worst performing month in history (1928-2018)</b> <i>Cosima F. Barone, FINARC SA, Membre du Conseil du GSCGI</i>
<b>28</b>	SPONSOR DE SEPTEMBRE 2019	<b>LUSENTI PARTNERS — www.lusenti-partners.ch — Membre du GSCGI</b>

# Editeur: G S C G I

Secrétariat Général:

**NEW:**

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

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

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

*Advisory Committee Director,*

*Maquette & Réalisation:*

*Cosima F. Barone*

*www.finarc.ch*

*c.barone@finarc.ch*

## ÉDITORIAL

### La gestion de fortune n'a toujours pas été réinventée

Il y a quelques années de cela, au terme d'un master EMBA, j'ai suivi un cours préparatoire, à Genève, pour me lancer dans un travail de thèse (DBA) en gestion d'entreprise. Finalement, j'ai bifurqué sur le chemin politique. A cette époque, mon sujet de thèse aurait été le mandat de gestion, dans le cadre d'une démarche entrepreneuriale.

J'ai toujours été surpris par le manque d'implication entrepreneuriale de la part du client quand il s'agit de gérer plusieurs centaines de milliers de francs, voire beaucoup plus, en comparaison du temps et énergie consacrés au changement du téléviseur ou encore de la voiture. Pour beaucoup de nos clients, le dossier 'titres' est, en termes de surface financière, aussi important que le logement ou l'entreprise. Peut-on espérer la même attention pour chacun de ces éléments? Pourquoi certains investisseurs se désintéressent autant de la gestion de leur portefeuille de valeurs mobilières? La responsabilité pèse certes sur le client, mais aussi sur son gestionnaire de fortune ou son chargé de relations.

De plus, la complexité de l'industrie financière (emballage, packaging et marketing des produits d'investissement) a l'art de rendre tout relativement complexe et peu lisible. L'industrie financière est une branche dans laquelle, généralement, l'offre est plus grande que la demande, d'où les prouesses d'ingénierie et de marketing déployées pour convaincre. Avons-nous oublié que la dernière crise financière (2006-2009) a bien démontré qu'aucun modèle mathématique ne résistait à un séisme boursier, à un effondrement du système? En termes de marketing, notre industrie a été très forte, sans pour autant gagner en gestion entrepreneuriale. De manière cyclique, les modes ont meublés nos dernières années boursières, allant de l'architecture ouverte aux Commodities, en passant par l'Absolute Return et les Certificates Barrier Convertibles avec auto-call ou non, etc. ... on n'est jamais sorti de la quadrature du cercle depuis plus de vingt ans. Et on le sait: en phase de marchés haussiers, tout le monde y trouve finalement son compte. Par contre, en cas de fortes corrections boursières, comme le dit le gourou de Wall Street, Warren Buffett (The Oracle of Omaha): *c'est quand la mer se retire qu'on voit qui se baignait tout nu!* Subitement, les choses sont alors bien moins sexy, suivies d'explications basées sur un jargon financier anglo-saxon et technique des plus compliqués, expliquant finalement pourquoi beaucoup de nos clients ne s'intéressent pas à la chose. Dans cette constellation, on comprend que le client «oui et non» préfère faire confiance...

Comme écrit plus haut, la gestion de fortune n'a toujours pas été réinventée!

Qu'en est-il du gestionnaire de fortune ou du chargé de relations? On suppose qu'il est suffisamment armé, de par sa formation et surtout par sa vocation, pour nager aisément dans cet univers comme un poisson dans l'eau. Rien n'est alors moins sûr car (1) il souffre lui aussi de la complexité galopante de l'industrie financière, et (2) comme pour toute structure mécaniste, il tend à être remplacé par «un vendeur» de produits, voire un algorithme. Pire, le gestionnaire de fortune est continuellement confronté à plus des réglementations et surveillance qui, augmentent sensiblement les travaux administratifs (devenant même prioritaires, alors qu'ils ne génèrent aucun revenu pour le gérant, ni valeur ajoutée pour le client). Complexité et augmentation des centres de coûts n'augurent rien de bon pour le futur du métier. Pour autant, aucun acteur lucide de la branche ne l'a oublié: c'est au contact de son client que les affaires se font. Son ressenti, ses objectifs, son expérience, sa planification financière, sa santé et sa situation familiale sont autant d'éléments qui influencent au final beaucoup plus ses décisions que les contours de l'ingénierie financière et de la réglementation réunis.

Alors comment faire face à toutes ces contraintes qui nous maintiennent des longues heures au profit de la machine - qui ne tardera pas à se gripper de nouveau - et au détriment de la relation client? L'outil informatique peut-il faire la différence? Sans aucun doute, il aide mais ne fera pas tout. D'autre part, la propension à tout automatiser et à tout segmenter nous éloigne, une nouvelle fois, du client final avec qui on fait affaire, par lequel on existe économiquement et qui nous apporte bien souvent des pistes d'exploration utiles aux réponses à ses besoins. Si la réponse est flagrante, en lisant ces lignes, la mettre en œuvre n'est pas une sinécure. Passer plus de temps, et de qualité, avec le client tout en apportant une démarche entrepreneuriale à la gestion de ses affaires, c'est cela réinventer la gestion de fortune. De ce processus, émergera, à nouveau, un mix gagnant - gagnant.



**François Meylan**

Directeur et fondateur de Meylan Finance  
Membre du GSCGI

## TRANSPARENCE, CONTRÔLE ET SUIVI DES PLACEMENTS

### Lusenti Partners

### Optimisation, suivi et contrôle des placements institutionnels et professionnels

Transparence, contrôle et suivi des placements: *Meilleures pratiques dans la gestion institutionnelle et enseignements pour la gestion privée*



**Graziano Lusenti, PhD**  
Conseiller en investissements senior  
LUSENTI PARTNERS  
Membre du GSCGI



**Ilir Roko, PhD**  
Conseiller en investissements senior  
LUSENTI PARTNERS  
Membre du GSCGI

#### 1. Gestion institutionnelle et gestion privée

Dans cette contribution, nous abordons la thématique de la meilleure pratique ("best practice") dans la gestion institutionnelle, ses caractéristiques essentielles en matière de processus, de techniques et de modalités de gestion, ainsi que ses effets en matière de résultats (performances, risques, coûts, gouvernance). La perspective retenue est principalement helvétique et s'appuie sur nos expériences avec de nombreuses caisses de pensions, de taille variée (quelques dizaines de millions à plusieurs milliards de francs).

Il y a de réelles différences entre gestion privée et institutionnelle. D'abord, les avoirs des institutionnels

(caisses de pensions, assureurs, fondations, fonds souverains, etc.) s'élèvent à des dizaines, centaines ou milliers de millions – ce qui produit de notables économies d'échelle. De plus, les institutionnels sont étroitement surveillés et encadrés, alors que les particuliers disposent d'une liberté d'action maximale. Enfin, les objectifs de placements (rendement minimal imposé aux caisses) et l'organisation (conseils de fondations "collectifs" chez les institutionnels) sont le plus souvent bien différents. Il n'en demeure pas moins que le professionnalisme marqué dans la gestion institutionnelle peut représenter une source d'inspiration pour de nombreux particuliers fortunés – et pour leurs gérants.

...cont'd on page 5 & 6



## TRANSPARENCE, CONTRÔLE ET SUIVI DES PLACEMENTS

### 2. Processus et étapes dans la gestion institutionnelle

Dans la gestion institutionnelle, la détermination et la mise en œuvre de processus cohérents et rigoureux jouent un grand rôle. On peut mettre en évidence les étapes ci-après:

- 1) **Analyse critique des placements:** Etat des lieux (mise en évidence d'éventuelles insuffisances ou lacunes) et audit de gestion.
- 2) **Choix des classes d'actifs, détermination de l'allocation stratégique, réalisation d'une étude ALM ("assets & liabilities management"):** Le choix de l'allocation stratégique – la décision d'investissement qui contribue le plus à la performance – n'est pas décidé de manière arbitraire, mais après la réalisation d'une étude ALM. Dans cet exercice technique, on prend en compte les besoins de performances (et le profil de risques) à long terme de la caisse, en relation avec ses engagements de prévoyance ("liabilities").
- 3) **Modalités de mise en œuvre des placements:** Choix du style de gestion (actif, indiciel, rendement absolu) et des types de véhicules de placements (mandats, fonds, fonds de fonds, produits structurés), en fonction des différentes classes d'actifs.
- 4) **Sélection des gérants et des produits d'investissements:** Dans la pratique, les décisions prises en la matière importent souvent moins que l'allocation stratégique et les modalités de mise en œuvre.
- 5) **Suivi des placements et controlling:** Ces aspects sont cruciaux pour établir que les résultats des placements correspondent bien aux hypothèses initiales (de l'étude ALM), pour s'assurer que les possibilités offertes par les marchés sont exploitées au mieux et qu'il n'y a pas de déficiences dans la mise en œuvre de la gestion.
- 6) **Reporting et information du client:** Le client institutionnel souhaite à tout moment avoir une vision réaliste et pertinente de l'état et de l'évolution de ses placements. Cela doit lui permettre en particulier de prendre d'éventuelles mesures correctrices: réduction du profil de risques, remplacement de gérants ou de produits (fonds), etc.

### 3. Gestion "benchmarkée" vs. gestion active?

Durant les 30 dernières années, la diffusion de la gestion indicieuse a été massive dans tous les grands marchés

institutionnels: elle s'est imposée d'abord dans les actions "blue chips", avant de partir à la conquête de toutes les classes d'actifs (à l'exception de l'alternatif).

Traditionnellement, la thématique de la gestion active s'inscrit dans le cadre de l'opposition binaire des styles de gestion, gestion active contre gestion indicieuse – aujourd'hui toutefois largement dépassée. Dans la gestion institutionnelle, il est le plus souvent acquis en principe que la gestion active n'a plus guère d'avenir dans les grands marchés très liquides, mais que certaines "niches" peuvent encore lui réserver des succès réels: actions "small caps", marchés illiquides et peu transparents (dette privée, etc.)

Mais la gestion active est bien plus que le simple "stock-picking" ou la "gestion de conviction". Elle peut inclure également des formules plus sophistiquées; elle doit être appréhendée surtout en relation avec l'extraordinaire développement des gestions quantitatives – dont la gestion indicieuse n'est finalement que l'avatar le plus mécanique et le plus simple. Ainsi, la gestion "par facteurs" ou par "indicateurs financiers" (volatilité, retour à la moyenne, etc.) relève bien de la gestion quantitative – mais plus guère de la gestion active "traditionnelle".

Nous ne sommes qu'au début d'une ère où les machines, guidées par l'intelligence artificielle et le "big data", domineront les marchés et la gestion. Dans ce nouveau monde, les impulsions conceptuelles apportées aux modèles, la manière dont les séries seront traitées, la sélection des paramètres-clés ou encore les préférences pour les "thèmes" d'investissements constitueront autant de facteurs qui relèveront largement de la gestion active au sens large. Or, ces développements qui s'imposent progressivement dans la gestion institutionnelle concerneront tôt ou tard la gestion privée aussi.

### 4. Coordination et suivi des placements, controlling, reporting et information du client

Ces différentes activités prennent un relief particulier dans la gestion institutionnelle: ils portent sur des dimensions essentielles de la gestion et impliquent que les gérants et les clients ont à disposition tout une série d'indicateurs spécifiques, relatifs à la performance, aux risques, à la liquidité et aux coûts.

La coordination et le suivi des placements requièrent des interactions fréquentes entre les différents intervenants

...cont'd on page 6

## TRANSPARENCE, CONTRÔLE ET SUIVI DES PLACEMENTS

– gérants de fonds, banque dépositaire, traders – pour s’assurer qu’elle est réalisée selon les standards les plus exigeants. Un controlling (quantitatif et qualitatif) et un reporting compacts, précis et spécifiques, ont pour effet que le client est informé de manière complète et pertinente.

### 5. Transparence et gouvernance: conflits d’intérêts, coûts, sélection des gérants

L’importance d’une solide gouvernance et d’un niveau de transparence prononcé ne sauraient être assez mis en exergue: en effet, ils imposent à tous les participants dans la gestion à opérer de manière efficace. A cet égard, on rappellera que les grands institutionnels ne gèrent pas leurs avoirs propres, mais opèrent à titre “fiduciaire” pour le compte de tiers, qui sont effectivement les “propriétaires”.

En matière de placements, les risques de conflits d’intérêts sont particulièrement prononcés: sélections de gérants ou

de fonds biaisées, commissions ou rétrocessions occultées aux clients finaux, etc. Il est donc essentiel que ces derniers aient connaissance de la totalité des coûts occasionnés par la gestion (coûts directs du mandat, coûts indirects dans les fonds). Ainsi, les caisses de pensions suisses doivent désormais présenter de manière détaillée dans leurs comptes annuels les coûts directs et indirects de leur investissements – sous la forme d’un taux de frais, TER, “total expense ratio” – ainsi que le degré de transparence de leurs fonds. De plus, toute personne (interne à l’institution ou externe) impliquée dans la gestion des avoirs de la caisse doit communiquer les avantages matériels dont elle bénéficierait, ainsi que les activités de “front running” ou “parallel running” qu’elle réaliserait en relation avec les placements de la caisse. Autant de mesures qui imposent une saine gouvernance et débouchent sur un niveau élevé de transparence et de contrôle en matière de coûts.

## BIOGRAPHIES DES AUTEURS

### Graziano Lusenti, PhD

*Conseiller en investissements senior, Lusenti Partners*

Graziano Lusenti bénéficie d’une expérience de plus de trente ans dans les domaines des placements, du conseil et de la recherche en relation avec les investisseurs institutionnels et professionnels. Il est managing partner de Lusenti Partners, société établie à Nyon dont il est également le fondateur. Auparavant, il a été directeur général de Robeco (Suisse) SA et a exercé des fonctions dirigeantes dans le domaine de l’asset management et de la banque (Robeco, UBS), de l’assurance-vie (Zurich Assurances) et du conseil actuariel (Aon Gesrep), à Genève et Zurich.

Graziano Lusenti est titulaire d’un doctorat (placements des caisses de pensions) et d’un master de l’Université de Genève (Institut universitaire de hautes études internationales), ainsi que du diplôme fédéral d’expert en assurances de pension (actuaire). Il est l’auteur de nombreux articles en français, allemand, anglais ou italien sur des sujets ayant trait aux placements des institutionnels et à la prévoyance professionnelle. Polyglotte, il intervient régulièrement comme expert dans les médias et dans des cercles professionnels, en Suisse et en Europe.

Lusenti Partners propose des services de conseils spécialisés en investissements, en particulier pour les caisses de pensions et les institutionnels: investment consulting, optimisation de la diversification, étude ALM et audit de gestion, contrôle et suivi des placements, sélection de gérants et de produits, rapports de due diligence et de coûts. La société organise également des conférences techniques (Performer Investment Conferences).

### Ilir Roko, PhD

*Conseiller en investissements senior, Lusenti Partners*

Depuis plus de 25 ans, Ilir Roko est actif dans les domaines du conseil aux investisseurs institutionnels, de la modélisation et de la recherche appliquée en finance. Dans le cadre de ses activités auprès de Lusenti Partners, il est responsable de la relation avec de nombreux clients, surtout des caisses de pensions. Par ailleurs, il chapeaute toutes les activités numériques et statistiques, ainsi que celles concernant le controlling et le reporting pour le compte de clients. Il est également impliqué dans les processus de sélection de mandats (gérants) et de produits.

En sa qualité de spécialiste quantitatif éprouvé, il a développé durant sa carrière de nombreuses applications et modèles en relation avec les placements des institutionnels: étude ALM (congruences des actifs et des passifs), analyse et gestion des risques (risk exposure modelling, risk assessment), optimisation de l’allocation tactique des actifs, modélisation des fat tails (max drawdown, max loss, max gain), implémentation de modèles quantitatifs (Black-Litterman, ARCH/GARCH, CAPM, modèles de changement de régimes, simulations de Monte-Carlo), etc.

Conjointement à ses activités au sein de Lusenti Partners, Ilir Roko est chargé de cours à l’Université de Genève. Son domaine d’enseignement est celui des méthodes numériques appliquées à la finance. Il est auteur de plusieurs publications scientifiques sur le sujet. Ilir Roko est titulaire d’un doctorat en économétrie et statistique de l’Université de Genève.

## LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

### FECIF informs...



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



VANIA FRANCESCHELLI  
FECIF's  
Vice-Chairman



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



\*\*\*

GSCGI  
is Member of  
FECIF's Board

### FECIF NewsFlash 78/2019 — DG FISMA: Request EIOPA's advice on possible delegated act on PEPP

**Executive Summary** — The European Commission request to EIOPA for technical advice on possible delegated acts concerning the Regulation on a Pan-European Personal Pension Product (PEPP).

**Analysis** — EIOPA should provide its technical advice by August 2020. EIOPA should deliver technical advice on the following issues:

- a) specification of additional information for supervisory reporting (Article 40(9), 1st subparagraph of the PEPP Regulation;
- b) criteria and factors with respect to the long-term retirement nature of the product, or a threat to the orderly functioning and integrity of financial markets or to the stability of the whole or part of the financial system of the Union (Article 65(9) for the purpose of the EIOPA's product intervention powers under article 65 of the PEPP Regulation.

**Sources** — *The DG-FISMA request for technical advice is available upon request to either FECIF or GSCGI.*

\* \* \*

### FECIF NewsFlash 77/2019 — EIOPA: Consultation on the draft Opinion on the supervision of remuneration principles in the insurance and reinsurance sector

**Executive Summary** — The European Insurance and Occupational Pension Authority (EIOPA) launched today a consultation on the draft Opinion on the supervision of remuneration principles in the insurance and reinsurance sector. The deadline for submission of feedback is Monday, 30 September 2019.

**Analysis** — The remuneration principles set out in Article 275 of the European Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 are high level and leave considerable discretion to the undertakings and supervisory authorities. Therefore, divergent practices have emerged across the European Union.

EIOPA's task is to ensure an effective and consistent level of supervision to guarantee a similar level of protection for policyholders and beneficiaries at the European level. Its goal is to build a common supervisory culture through the convergence of national supervisory practice.

Therefore, this draft Opinion addressed to national supervisory authorities aims to enhance supervisory convergence by focussing on a set of remuneration principles. It provides guidance on how to challenge the application of the principles and focuses on a reduced scope of staff identified as potential higher profile risk-takers to promote a proportionate approach. The Opinion also identifies benchmarks that should trigger the supervisory dialogue and should not be seen as hard targets for the practical implementation of the remuneration principles.

EIOPA's intention is not to add requirements or to create administrative burden. Risk-based supervision of the remuneration policy means that the national supervisory authorities should have a two-dimensional approach when assessing the risk: the first dimension being the undertakings'

...cont'd on page 8 & 9

## LES MEMBRES DU GSCGI

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

overall risk profile and the second dimension being the design of the concrete remuneration policy which might be identified as being more risky than others. National supervisory authorities may adopt a proportionate and more flexible approach in the supervision of the remuneration principles when undertakings are categorized as 'low risk'.

Due to the importance of the issue EIOPA is seeking stakeholders' views.

For responding to this consultation please use [this link](#).

The deadline for submission of feedback is Monday, 30 September 2019.

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

\* \* \*

#### FECIF NewsFlash 76/2019 — PEPP: Publication in the Official Journal

**Executive Summary** — The Regulation (EU) 2019/1238 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on a pan-European Personal Pension Product (PEPP) has been published today (July 25, 2019) in the Official Journal of the European Union.

This Regulation enables the creation of a personal pension product which will have a long-term retirement nature and will take into account environmental, social and governance (ESG) factors as referred to in the United Nations-supported Principles for Responsible Investment. It should lay down uniform rules on the registration, provision, distribution and supervision of PEPPs. PEPPs should be subject to the provisions in this Regulation, relevant sectorial Union law as well as the corresponding delegated and implementing acts. In addition, the laws adopted by Member States in implementation of sectorial Union law should apply. If not already covered by this Regulation or by sectorial Union law, the respective laws of Member States should apply. A PEPP should also be subject to a contract concluded between the PEPP saver and the PEPP provider (the 'PEPP contract'). There is a set of key characteristics of the product that should be included in the PEPP contract.

This Regulation should be without prejudice to the Union rules on private international law, in particular rules related to court jurisdiction and applicable law. This Regulation

should also be without prejudice to national contractual, social, labour and tax law.

It shall enter into force on the twentieth day following that of its publication in the Official Journal of the European Union.

**Sources** — *The text in English is available upon request to either FECIF or GSCGI; other languages are available [here](#).*

\* \* \*

#### FECIF NewsFlash 68/2019 — ESMA: Consultation on performance fee guidelines in UCITS

**Executive Summary** — The European Securities and Markets Authority (ESMA) launched today a public consultation on draft guidelines on performance fees under the Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) Directive. The deadline for applications is Thursday, 31 October 2019.

**Analysis** — ESMA's draft guidelines aim to further clarify the provisions of the UCITS Directive, which requires Member States to ensure that a management company acts honestly and fairly in conducting its business activities in the best interests of the UCITS it manages and the integrity of the market. This includes the prevention of undue costs being charged to the UCITS and its unit holders.

In developing its draft guidelines, ESMA also considered the Good Practice for Fees and Expenses of Collective Investment Schemes by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

ESMA's draft guidelines propose common criteria to promote supervisory convergence in the following areas:

- general principles on performance fee calculation methods;
- consistency between the performance fee model and the fund's investment objectives, strategy and policy;
- frequency for the performance fee crystallisation and payment;
- the circumstances where a performance fee should be payable; and
- disclosure of the performance fee model.

...cont'd on page 9



## LES MEMBRES DU GSCGI

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

ESMA is seeking stakeholders' feedback on the proposals made in the above areas as well as on whether the principles set out in the Guidelines should also be applied to Alternative Investment Funds (AIFs) marketed to retail investors.

The proposed guidelines follow a mapping exercise ESMA conducted in 2018 among national competent authorities (NCAs), which analysed the current national practices for key aspects of performance fees, revealing a lack of harmonisation among EU jurisdictions.

All contributions should be submitted online at [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu) under the heading 'Your input - Consultations'.

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

\* \* \*

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

\* \* \*

### CIFA informs...

CIFA's 2020 International Forum will be held again at the United Nations in New York City next April (exact dates will soon be disclosed).

Meanwhile, you may find essential information about CIFA's 2019 International Forum and its insightful debates about:

### HOW TO MOBILIZE PRIVATE FINANCE TOWARDS FUNDING THE UN-SDGs?

It includes the final program, biographies of Panelists and all attendees, slides, videos and UN-TV web broadcast of all sessions.

Find all of them here: <http://cifango.org/event.php>

## CIFA's Annual International Forum

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

## ASSURANCE PROFESSIONNELLE

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

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

Ces couvertures étendues et complètes — **Responsabilité civile professionnelle (RCPI); Responsabilité des dirigeants (D&O); Assurance Fraude (FR)** — offrent une sécurité accrue aux gérants dans leur activité quotidienne. L'assurance professionnelle met les professionnels à l'abri de situations



inattendues et génératrices de conséquences financières parfois dévastatrices.

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

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

### COUVERTURES D'ASSURANCES

#### Responsabilité civile professionnelle (RCPI)

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

##### *Les fautes les plus courantes sont:*

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

##### *Qui est assuré?*

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

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

- Les frais engagés pour la défense des assurés
- Les dommages et intérêts dus au lésé après jugement et condamnation
- Les réparations résultant d'un accord amiable (*après acceptation de l'assureur*)

#### Responsabilité des dirigeants (D&O)

En tant que dirigeant de votre entreprise, vous n'êtes pas à l'abri de revendications à titre personnel même s'il s'agit d'une erreur d'un employé. En effet, un lésé peut aller chercher une responsabilité personnelle vers le directeur ou l'administrateur de la société pour obtenir réparation du préjudice sur les biens propres du dirigeant. Il peut vous être reproché une mauvaise décision ou de ne pas avoir pris une décision, d'avoir fait un choix stratégique contraire

au but social, d'avoir effectué des investissements hasardeux, communication financière insuffisante ou erronée, manque de surveillance des dirigeants ou d'une filiale. Font aussi partie les conflits du travail: licenciement abusif, discrimination, harcèlement.

*Qui est assuré?* Tous les dirigeants exécutifs et les administrateurs ainsi que leur famille directe.

##### *Quelle est la couverture?*

- Les frais engagés pour la défense des assurés à titre privé
- Les dommages et intérêts dus au lésé après jugement et condamnation
- Les réparations résultant d'un accord amiable (*après acceptation de l'assureur*)

#### Assurance Fraude (FR)

L'évolution technologique et économique des sociétés financières a beaucoup évolué et les risques au sein de ces entreprises aussi. Le risque de fraude devient élevé dans les services financiers surtout en fonction de l'importance croissante des équipements informatiques. L'infidélité et la malhonnêteté des employés sont aussi une source de fraude (*cas Falciani*). L'usage intensif d'Internet fragilise les services en terme de risques de sabotage ou de terrorisme cybernétique. Des fraudes peuvent aussi être commises sur les marchés ou sur l'octroi des crédits.

##### *Qui est assuré?* L'entreprise

##### *Couverture d'assurance...*

Une telle assurance a pour but de garantir les pertes subies par la société suite à la fraude:

1. Commise par un ou plusieurs employés y compris la fraude informatique et le transfert de fonds
2. Fraude informatique interne ou externe (*hacking*)
3. Frais de procédure et honoraires d'avocat

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### L'équivalence: entre question technique et instrument de realpolitik?

...article de Jeremy Bacharach — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1081/>

Vu de Suisse, on ne peut lire le **dernier rapport de la Commission européenne** relatif à sa politique en matière d'équivalence dans les services financiers qu'avec une certaine dose de scepticisme, voire d'amertume. Ce document et ses annexes, riches en considérations techniques, s'accordent en effet mal avec la récente décision de la Commission de retirer l'équivalence boursière à la Suisse pour des raisons de pure realpolitik. Il a néanmoins le mérite de présenter de façon relativement synthétique les éléments que la Commission prend ordinairement en compte dans son analyse de l'équivalence. Il fait par ailleurs écho à un précédent **rapport de 2017** portant sur la même question. Nous présenterons dans les lignes qui suivent les principaux enseignements de ces deux rapports.

La notion d'équivalence est présente dans 17 textes du droit bancaire et financier de l'Union européenne. Mentionnons trois exemples permettant d'illustrer l'usage qui en est fait. Le **Règlement UE 575/2013** prévoit des allègements à certaines exigences en matière de fonds propres pour certaines expositions sur des institutions financières situées dans des juridictions tierces les encadrant de façon «équivalente» (cf. par exemple l'**art. 107 § 4**). Le **Règlement UE 596/2014** relatif aux abus de marchés exclut de son champ d'application les banques centrales et les autorités responsables de la dette publique des pays européens ainsi que des pays tiers disposant d'une législation équivalente: tel est notamment le cas de la Suisse en vertu de l'**Annexe 1 au Règlement délégué UE 2016/522**. L'«équivalence boursière» récemment retirée à la Suisse est liée au **Règlement UE 600/2014 MiFIR**: en vertu de l'**art. 23 § 1 MiFIR**, les **entreprises d'investissement** européennes ne peuvent en principe négocier des actions que sur des plates-formes de négociation européennes ou situées dans une juridiction qui les encadre de façon équivalente. La Commission européenne est dans tous les cas l'autorité compétente pour juger l'«équivalence» d'une législation étrangère.

La Commission européenne ne reconnaît donc pas l'équivalence d'une législation étrangère dans son ensemble, mais se penche plutôt sur des parties précises de la législation du pays tiers, en fonction de l'acte européen en question et du type de règle qu'il impose d'examiner. Elle reconnaît donc l'équivalence de la législation d'un pays tiers de façon ciblée, c'est-à-dire en rapport avec un texte légal précis et des règles étrangères déterminées. Le droit suisse est ainsi reconnu comme équivalent dans **14 domaines**, allant de l'audit jusqu'à la surveillance des

assurances, en passant par les contreparties centrales et la notion de banque centrale. Le Japon mène toutefois la danse avec 21 décisions d'équivalence à son actif.

Comment la Commission procède-t-elle à cette analyse?

La Commission examine l'équivalence de sa propre initiative ou sur requête d'un Etat tiers. L'examen du droit étranger est effectué par des experts des autorités financières européennes – l'EBA, l'ESMA ou l'EIOPA – et peut nécessiter des échanges avec les autorités étrangères. Les autorités européennes commencent par identifier les risques découlant d'une éventuelle exposition du marché européen à des acteurs soumis à des autorités étrangères ou à des normes importées de pays tiers («*risk-based approach*»). L'équivalence du droit étranger est examinée de façon proportionnée à l'ampleur des risques identifiés («*proportionality*»). Sur le fond, les autorités européennes ne procèdent pas à une comparaison «ligne par ligne» du droit étranger mais l'examinent à l'aune d'un «*outcome-based process*», c'est-à-dire de ses buts et de ses résultats, qui doivent correspondre à ceux promus par le droit européen. La faculté des autorités nationales à faire respecter la législation est également prise en considération. Par ailleurs, la Commission n'accorde pas l'équivalence aux juridictions non coopératives sur le plan fiscal ou présentant des déficiences dans leur dispositif anti-blanchiment.

Une décision d'équivalence peut être non seulement positive ou négative, mais également limitée dans le temps ou assortie de conditions. Elle peut également être revue à la hausse ou à la baisse en fonction de l'évolution du droit étranger et de la réalisation (ou non) des risques identifiés.

Les rapports précisent par ailleurs ce qui nous est désormais connu, à savoir que la Commission exerce en définitive un pouvoir discrétionnaire en ce qui concerne la reconnaissance de l'équivalence. Elle se réserve donc le droit de prendre en compte d'autres considérations, comme la promotion du marché intérieur, la stabilité financière, ou des «*wider external policy priorities*». C'est ici que la *realpolitik*, poussée par la porte, revient par la fenêtre. La Commission a donc la possibilité de transformer à sa guise une question technique en un instrument de politique étrangère – à tort ou à raison.

Notons finalement un élément secondaire mais tout de même intéressant. Le **rapport de 2017** offre un aperçu utile de quatre autres techniques juridiques permettant d'appréhender les problématiques transnationales dans la

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### L'équivalence: entre question technique et instrument de realpolitik?

...article de Jeremy Bacharach — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1081/>

législation financière en sus du système de l'équivalence:

- Le principe du traitement national: les entités étrangères sont traitées de la même manière que les entités locales et doivent donc respecter au même titre le droit interne. C'est notamment l'approche suivie par les Etats-Unis;
- Le système du passeport («*passporting*»): l'autorisation délivrée par une autorité permet à l'assujéti d'exercer son activité dans plusieurs pays, sur la base d'un accord international.
- Les traités internationaux *ad hoc*, comme l'**Accord Suisse-EU concernant l'assurance directe**.

- Le modèle enfin choisi par le droit suisse, à savoir le système des exceptions: le droit interne octroie dans certains domaines spécifiques des exceptions en faveur des acteurs étrangers (cf. par exemple l'**OBE-FINMA**, les **119 ss LPCC** ainsi que de nombreuses dispositions de la LIMF).

*Jeremy Bacharach* est doctorant et assistant au Centre de droit bancaire et financier de l'Université de Genève. Après avoir exercé au barreau genevois, il rédige actuellement une thèse au croisement du droit pénal et du droit bancaire sous la direction des Prof. Ursula Cassani et Christian Bovet sur le thème des cryptomonnaies et du blanchiment d'argent.

\* \* \*

### Responsabilité pénale de la banque: Another Brick in the Wall

...article de Nicolas Béguin — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1078/>

La carence organisationnelle d'une banque est susceptible d'engager sa responsabilité pénale primaire (**art. 102 al. 2 CP**), respectivement subsidiaire (**art. 102 al. 1 CP**), lorsqu'un crime ou délit est commis dans le cadre de ses activités commerciales. C'est notamment le cas lorsqu'un de ses collaborateurs a commis un acte de blanchiment (**art. 305bis al. 1 CP**).

Dans l'arrêt de principe "PostFinance" (**ATF 142 IV 333**), le Tribunal fédéral a toutefois restreint l'application de cette disposition en précisant que celle-ci n'instituait pas une responsabilité causale mais présupposait au contraire que tous les éléments constitutifs de l'infraction sous-jacente soient réalisés.

Dans une affaire récente (**TPF, jugement SK 2019.5 du 10 mai 2019**), la Cour des affaires pénales du Tribunal pénal fédéral (TPF) a eu l'occasion de rappeler les restrictions découlant du *leading case* précité en annulant une ordonnance pénale contre Bank Hottinger & Cie SA, désormais en liquidation.

Ce faisant, le TPF a ajouté une pierre à l'édifice en apportant une précision bienvenue: le prononcé d'une ordonnance pénale contre un employé d'une banque n'est pas encore suffisant pour mettre en œuvre la responsabilité de cette dernière, si, comme en l'espèce, cette ordonnance

est frappée d'opposition et que la procédure n'a pas abouti à une condamnation définitive.

#### Résumé des faits

Dans le cadre d'une procédure pénale qu'il diligentait contre différentes personnes dans le cadre d'une fraude, le MPC a étendu les charges au *compliance officer* de la banque précitée, de même qu'à cette dernière, leur reprochant d'avoir blanchi le *productum sceleris* en exécutant plusieurs transactions, respectivement un défaut d'organisation. Cette mesure a abouti au prononcé d'une ordonnance pénale tant contre le *compliance officer* en cause que contre la banque qui l'employait, reconnaissant le premier coupable de blanchiment, et la seconde de l'infraction selon l'**art. 102 al. 2 CP**. L'employé et la banque ont chacun fait opposition.

Le 29 janvier 2019, le MPC a saisi le TPF, d'une part, pour engager l'accusation contre les auteurs présumés des infractions préalables au blanchiment (**art. 329 ss CPP**) et, d'autre part, statuer sur la validité de l'ordonnance pénale prononcée contre la banque et son employé (**art. 356 al. 2 CPP**). Le TPF se voyait ainsi saisi de l'intégralité de la procédure, quoique sur des bases différentes.

Dans trois décisions **SK.2019.4**, **SK.2019.5** et **SK.2019.6** du 10 mai 2019, la Cour des affaires pénales du TPF a jugé



## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Responsabilité pénale de la banque: Another Brick in the Wall

...article de Nicolas Béguin — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1078/>

que l'acte d'accusation et les ordonnances pénales étaient entachés de plusieurs vices.

Notamment, le TPF a retenu que l'acte d'accusation relatif aux infractions préalables au blanchiment présentait plusieurs incohérences qu'il appartenait au MPC de rectifier, un jugement au fond ne pouvant être rendu sur cette base (SK.2019.4, consid. 3). Ces circonstances ne permettaient à leur tour pas de condamner l'employé de la banque, eu égard au caractère accessoire de l'infraction de blanchiment par rapport aux infractions préalables reprochées dans la cause SK.2019.4 (ATF 126 IV 255, consid. 3a). Enfin, cette carence rejaillissait par ricochet sur la possibilité de mettre en œuvre la responsabilité primaire de la banque, l'infraction de son employé n'apparaissant pas comme manifeste («évidente», TPF, jugement SK 2019.5 du 10 mai 2019, consid. 3.2.2).

L'intégralité de la cause a ainsi été renvoyée au MPC pour compléter ou rectifier son acte d'accusation (art. 329 al. 2 CPP), respectivement en vue d'une nouvelle procédure préliminaire (art. 356 al. 5 CPP).

#### Commentaire

Si le MPC n'a peut-être pas encore dit son dernier mot dans cette affaire, celle-ci souligne bien le lien de dépendance entre le blanchiment et l'infraction préalable à celui-ci, respectivement, la responsabilité pénale de l'entreprise et l'infraction prétendument commise en son sein. Fort heureusement, le lien entre la responsabilité pénale de l'entreprise et celle de ses employés est à sens unique, une condamnation de la première ne préjugant pas de la responsabilité des seconds, comme le Tribunal fédéral l'a récemment souligné dans l'arrêt 6B\_233/2018, 6B\_236/2018 du 7 décembre 2018, consid. 6.2.2 (affaire KBA-NotaSys).

Le jugement du TPF rendu dans l'affaire Bank Hottinger vient ainsi consolider le mur jurisprudentiel auquel peuvent se heurter les autorités de poursuites pénales lorsque celles-ci sont tentées d'imputer aux entreprises visées une responsabilité quasi causale en lien avec des infractions commises en leur sein. Ce jugement fait d'ailleurs écho à une autre affaire récente où l'autorité de poursuite pénale, en l'occurrence le DFF, a failli à son devoir de tenter d'identifier les personnes physiques éventuellement punissables avant d'engager une procédure de droit pénal administratif contre un établissement bancaire sur la base

de l'art. 49 LFINMA (TPF, jugement SK.2018.47 du 26 avril 2019, consid. 5.11.5, commenté in Katia Villard, [cdbf.ch/1076](https://www.cdbf.ch/1076/)).

L'obstacle de taille auquel font face les autorités de poursuite pénale depuis l'arrêt PostFinance pour mettre en œuvre la responsabilité de l'entreprise a cependant conduit ces dernières années à une recrudescence des poursuites dirigées contre les personnes physiques, notamment des membres de service de compliance ou du service juridique (v. à ce sujet TPF, jugement SK.2018.32 du 25 mars 2019, consid. 4.2, commentaire CDBF à paraître).

Cette tendance est pour le moins préoccupante pour les professionnels concernés. Compte tenu du fait que les poursuites engagées contre les employés bancaires dans le cadre d'affaires de blanchiment portent généralement sur une omission fautive en rapport avec les obligations de diligence découlant de la LBA (cf. ATF 136 IV 188 et art. 37 al. 2 LBA), et non pas sur un comportement actif, il est permis de s'interroger sur l'aptitude des poursuites engagées à atteindre le but recherché, à savoir la lutte contre le blanchiment, en particulier la découverte et la confiscation des valeurs patrimoniales (ATF 142 IV 276 consid. 5.4.2).

Conséquence inéluctable, les professionnels concernés se montrent, à juste titre, prudents et ont inondé au cours des dernières années le MROS de communications (cf. rapport annuel 2018 du MROS, p. 11). À l'inverse, le taux de transmission aux autorités pénales a drastiquement chuté, ce qui témoigne sans doute d'une perte de qualité des communications effectuées et, par voie de conséquence, du caractère potentiellement contre-productif d'une politique répressive à tout va.

*Nicolas Béguin est titulaire d'une licence en droit de l'Université de Genève (2003) et d'un master en droit des marchés financiers du Georgetown University Law Center (2008). Il est admis aux barreaux de Genève (2005) et New York (2009). Après avoir travaillé comme collaborateur au sein d'une importante Etude d'avocats new-yorkaise (2009), il a rejoint l'Etude Lenz & Staehelin (2010 – 2014) avant de co-fonder l'Etude ABR Avocats où il pratique le droit bancaire et financier, le droit des sociétés et les fusions-acquisitions.*

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Prohibition de faire concurrence et devoir de fidélité du gérant

...article de M Alexandre Gallopin — BOREL & BARBEY — BB News 69 — alexandre.gallopin@borel-barbey.ch

Un gérant de fortune travaille pour une banque genevoise; son contrat de travail contient une clause de prohibition de concurrence qui lui interdit, en cas de départ, «*d'entretenir des relations d'affaires bancaires avec les clients de [la banque]*».

Le 31 décembre 2013, les rapports de travail entre la banque et le gérant prennent fin, ce dernier ayant atteint – depuis quelques années – l'âge de la retraite. Dans les jours qui suivent, une quinzaine de clients de la banque reçoivent une lettre du gérant, sur papier en-tête d'une nouvelle banque de la place, dans laquelle celui-ci leur propose de transférer leurs avoirs auprès du nouvel établissement; un modèle de courrier est même joint permettant aux clients de procéder facilement au transfert. La banque somme son ancien travailleur et la nouvelle banque de cesser leurs activités en lien avec sa clientèle. Une procédure est initiée par la banque devant les autorités genevoises, sans succès. Un recours en matière civile est déposé par devant le Tribunal fédéral.

Le Tribunal fédéral est amené à répondre à la question de savoir si le travailleur a violé ou non ses obligations contractuelles vis-à-vis de son ancien employeur, tant avant qu'après la fin de son contrat de travail.

En premier lieu, sous l'angle du devoir de fidélité du travailleur (art. 321a CO), le Tribunal fédéral rappelle que la connaissance de la clientèle ne constitue pas un secret que le travailleur doit préserver, même après la fin du contrat et qu'il est légitime qu'un travailleur qui envisage de partir ou se mettre à son compte entreprenne des préparatifs avant la fin de ses relations de travail, tant qu'il respecte son devoir de fidélité.

En second lieu, le Tribunal fédéral revient sur la validité de la clause de prohibition de faire concurrence (art. 340 al. 2 CO) et relève qu'il doit y avoir une relation de causalité adéquate entre les connaissances acquises par le travailleur et le risque de causer un préjudice à l'employeur. Lorsque le travailleur fournit des prestations qui se caractérisent principalement par ses capacités personnelles, une clause de prohibition de concurrence fondée sur la clientèle n'est pas valable, car les clients attachent plus d'importance aux dites capacités et se détourneraient, le cas échéant, de l'ancien employeur justement pour ce motif-là. Pour admettre une telle situation, l'employé doit fournir une prestation qui se caractérise par une forte composante personnelle.

Le Tribunal fédéral reconnaît une telle composante personnelle dans la relation qu'entretient un gérant avec ses clients, au même titre qu'un médecin avec ses patients ou qu'un avocat avec ses mandants.

En l'espèce, tous les clients entendus ont expliqué avoir suivi le gérant car ils accordaient plus d'importance à la personne du gérant qu'à la banque dépositaire. Partant, en raison de l'importance prépondérante des capacités personnelles du gérant, le Tribunal fédéral considère que la clause de prohibition de faire concurrence n'est pas valable et rejette le recours de la banque.

L'arrêt 4A\_116/2018 est disponible via ce [lien](#)

## ANALYSES & PLACEMENTS

### Magical Monetary Theory (MMT)

...article by Steve H. Hanke & John Greenwood — as published by the WSJ on June 4, 2019

**Japan disproves the trendy notion that governments can run unlimited deficits in their own currencies.**

'Modern monetary theory' is the latest craze to circulate among the chattering classes. It is a fuzzy, post-Keynesian theory that has caught on in antiausterity circles. The MMT doctrine states that fiscal deficits don't matter as long as countries borrow in their own currencies and inflation stays in check. This is like manna from heaven for proponents of more government spending and larger fiscal deficits.

Not surprisingly, MMT has reared its head in Japan, where debt is denominated in yen, inflation is nowhere to be found, and the ratio of government debt to gross domestic product has gone to the moon. MMT advocates claim Japan provides proof for their theory, but nothing could be further from the truth.

Separate, potent forces have given rise to two seemingly strange trends in the Japanese economy: dramatic changes in the savings-investment balances in the public and private sectors, and the failure of monetary policy. MMT doesn't explain either one.

At the outbreak of the global financial crisis in 2008, Japan's government deficit was only 2% of GDP, while the combined corporate and household surplus amounted to 5.1%. Within a year, a massive contraction of private investment and consumption occurred in Japan. By the fourth quarter of 2009, the private-sector surplus had surged to 12% of GDP. At the same time, the government deficit exploded to 9.9% of GDP. The resulting net savings surplus has fueled capital outflows. Today, these outflows amount to 2.1% of GDP and finance a stream of Japanese foreign investment.

This pattern of large private savings surpluses offset in part by large public deficits continues. The result has been a massive increase in the size and role of the Japanese public sector. Government debt has risen from 60% of GDP in 1990 to an astounding 235% today. But contrary to MMT, this fiscal extravagance has done nothing to boost the economy.

Separate from Japan's overall savings surpluses, its broad-money metrics have grown at a snail's pace. Since Japan's

bubble burst in 1990-91, broad money has grown at a paltry 2.6% a year, as measured by M2. In addition, since the 1950s money velocity has been negative, decreasing at an average rate of close to 2% a year. This is one of the most striking and consistent macroeconomic relationships on record. Japan's slow broad-money growth mixed with a contracting money velocity has held down nominal GDP growth.

Faced with a contracting money velocity, Japan would have to increase its M2 money supply at a minimum of 5% a year, which is double its trend rate, to hit its inflation target of 2% a year and reach its potential annual growth rate of 1%. In practice, inadequate M2 growth over nearly three decades, combined with a declining money velocity, has translated into average real growth of just 0.9% a year. This has put Japan into a deflationary straitjacket, with prices decreasing by an average of 0.6% a year, as measured by the GDP deflator.

As long as M2 growth in Japan remains minimal, low inflation—or outright deflation—will prevail regardless of whether the public and private sectors are running savings surpluses or deficits. As Milton Friedman counseled, "Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon." The same is true of deflation. Money dominates.



**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.*

...cont'd on page 16 & 17



## ANALYSES & PLACEMENTS

### Magical Monetary Theory (MMT)

...article by Steve H. Hanke & John Greenwood — as published by the WSJ on June 4, 2019

Understanding Japan and other economies requires classical monetary theory, not MMT nostrums. From 1974-84, Japan enjoyed a golden period with generally stable broad-money growth, steady real GDP growth, and low inflation. Then monetary policy was derailed by the 1985 Plaza Accord and the 1987 Louvre Accord. The Bank of Japan dropped monetary targets and began to focus on interest-rate targets. The result was Japan's disastrous bubble from 1987-90, followed by a so-called lost decade, which has turned into a lost generation.

According to the Bank of Japan, the basic idea of interest-rate targeting is that if interest rates can be pushed low enough, sooner or later companies or households will start spending. But as Irving Fisher showed a century ago, interest rates follow inflation; they don't precede it. That is why economies experiencing high rates of inflation, like Argentina and Turkey, have high interest rates, while Japan and the eurozone have very low or even negative rates.

For Japan (and the eurozone), this circle can be broken only by increasing broad-money growth. The best way to do that would be for the central bank to purchase securities from nonbank institutions such as insurance companies and pension funds, creating new deposits. But the vast bulk of the Bank of Japan's securities purchases currently come from banks. That's why broad-money growth in Japan remains anemic.

Recent U.S. history also demonstrates the superior explanatory power of classical monetary theory. From 1971-82, M3 money-supply growth averaged 11.6% a year, while the average level of government debt was only 40.1% of GDP. This combination of rapid monetary growth and low government debt resulted in relatively high inflation. Money dominated.

Today the U.S. faces the opposite: low broad-money growth with high government debt. Since 2009, M3 growth has averaged 4.5% a year, while federal, state and local government debt today is more than 100% of GDP. This combination has resulted in relatively low inflation. This is no mystery. As always, money dominates.

MMT advocates would have us believe that governments can run deficits without limit as long as they are financed by securities denominated in their own currencies—at least until inflation takes off. What they fail to understand is that budget deficits have nothing to do with inflation, unless they are financed by rapid broad-money growth. Money dominates economic trends, and classical monetary theory tells us why. Beware of those peddling MMT snake oil.

*Mr. Greenwood is chief economist at Invesco in London.*

URL link to the WSJ article...

<https://www.wsj.com/articles/magical-monetary-theory-11559687814>





## ANALYSES & PLACEMENTS

### BACK TO SUB

...article by Michalis Ditsas, Investment Specialist — SYZ Private Banking, Membre Partenaire du GSCGI

The US Federal Reserve (Fed) has signalled a number of rate cuts in the short term, and the European Central Bank (ECB) is indicating it will use every available instrument in its toolbox, including a new corporate sector purchase programme (CSPP), to mitigate adverse conditions. This approach will compress investment grade yields and push investors into the below-investment-grade market, where we believe subordinated bonds offer the best value.

In the US, growth momentum has softened, the threat of trade tensions persists and the drop in medium-term inflation expectations to the lowest level in three years is a worrying development in the context of low unemployment. As a result, the Fed turned very dovish and signalled a strong bias towards lower rates, with the market expecting two to three rate cuts over the next twelve months.

Unlike the Fed, the ECB has not had the chance to raise short-term rates in the past few years, and the deposit rate remains negative at -0.4% (see: 1month in 10 snapshots for details). Still, last month at Sintra, Mario Draghi emphasised further rate cuts and a resumption of asset purchases through the CSPP are viable options, given the downside risks weighing on growth and inflation.

The original CSPP was initiated in June 2016, by extending the universe of eligible assets for the purchasing programme to include investment grade euro-denominated bonds issued by non-bank corporations in the eurozone. The purpose of this was to strengthen the pass-through of asset purchases to the real economy. It resulted in the tightening of investment grade spreads, from 140bps to the lowest level ever of 74bps at the start of 2018 (chart 1).

Rate investors seem to be convinced the ECB will restart its asset purchasing via a 'CSPP 2' programme; with inflation falling and expectations indicating this will continue, the ECB will have to take action to defend its

*Market expectations of a revitalised ECB corporate sector purchase programme are increasing.*

*How should credit investors position themselves? By going back to sub-investment grade.*



**SYZ PRIVATE BANKING**

[URL link to the SYZ article here](#)



mandate. Alternatively, if the ECB does not, this could only be interpreted as Draghi's dovish stance not being supported by the Governing Council.

How should investors position for a possible CSPP 2? It will not take long for spreads in the investment grade market to tighten significantly, triggering yet another hunt for yield, with investors moving aggressively into the below-investment-grade market.

However, the European high yield market is already facing issues. Negative-yielding high yield bonds have existed for a while in the US, and they have now arrived in Europe, where currently about 2% of the universe is negative yielding. This could rise to 9% if yields drop by a further 35bps. In addition, fundamentals are deteriorating for the European high yield market, where the notional-weighted default rate stands at 1.8%, leverage is up, and recovery rates over the past year average 32% – lower than the historical average of approximately 40%.

Table 1: Total returns YTD as at 30th June 2019

	US HIGH YIELD	EURO HIGH YIELD	SUBORDINATED FINANCIALS	COCO
TOTAL RETURN	10.19%	7.72%	7.46%	10.47%

Source: Bloomberg, ICE BofAML, BofAML US High Yield Constrained Index, Euro High Yield, Euro High Yield Index, Subordinated Financials, Euro Subordinated Financials Index, COCOs Contingent Capital Index  
Data as at: 30th June 2019

Chart 1: Investment grade spread tightening during the CSPP implementation period



Source: Bloomberg, ICE BofAML, Euro Corporate Index  
Data period: July 2016 – January 2018

We see potential in the European subordinated bond market. Year-to-date returns (table 1) are similar to those in the European high yield market, at 7.5% and 7.7% respectively – the CoCos market alone returned approximately 10.5% during the same period. As discussed in a previous analysis (detailed here), the subordinated market offers highly beneficial characteristics, namely high yield-like carry, investment grade credit quality of issuers, liquidity through a market twice the size of high yield and diversification of investments within a fixed income portfolio.

## LE COIN TECHNIQUE

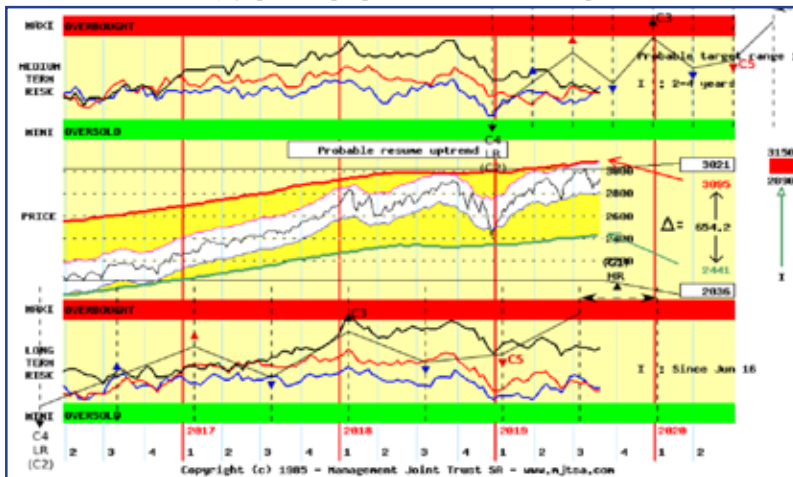
### Still climbing a wall of worry

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



Market tops are usually marked by Euphoria and “this time is different” type of assertions. To be fair, for now, this year has seen none of the above. Many equity markets did make new highs in July, yet residual risks are everywhere, from the not too dovish FED, to the Trade War, to the Hong Kong protests, to Brexit, to the declining German GDP, to Argentina or to the possibility of war in the Middle East. As a result, Treasuries or Gold have exploded, the Yen and the Swiss Franc have also been quite strong lately. This rather Defensive environment really doesn't feel like a market top. We hereby review the Weekly and Daily graphs of the S&P500.

S&P500 Index (Weekly graph or the perspective over the next 2 to 4 quarters)



Both our oscillators series (lower and upper rectangles) are still uptrending. Our long term oscillators (lower rectangle) found support late December and started to resume up. Their uptrend now probably continues towards year-end. Our medium-term oscillators (upper rectangle) also started a new uptrend sequence in December. It also reached an intermediate top in July while the S&P500 was making new all-time highs.

Going forward, we expect the current consolidation to the downside to continue until late Q3. Following that, the trend should resume higher again into year-end at least, and possibly into Spring/Summer 2020. The targets we can calculate still point to more upside potential, possibly back above 3'000 and towards 3'150 over the next few quarters.

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.

S&P500 Index (Daily graph or the perspective over the next 2 to 3 months)



On our long term oscillators (lower rectangle), the S&P500 reached an intermediate top in July and has since been consolidating. We expect this period of correction to continue probably into late September / early October.

Our medium-term oscillators (upper rectangle) would confirm this timing as the recent bounce should soon meet a new intermediate top. The correction to the downside that follows could last 2 to 3 weeks, or into the second half of September. Hence, on both oscillator series, we would remain prudent until then. The risk is towards our C Corrective targets to the downside between 2'780 – 2'630 (right-hand scale). Finally, from October, we expect the trend to resume higher again. The S&P500 could then move back above 3'000 over the following few months and potentially even up to 3'200 according to our I Impulsive targets to the upside (right-hand scale).

**CONCLUDING REMARKS:** The current consolidation period still seems to be underway and we expect it to resume lower over the next 2 to 3 weeks. The downside risk is not negligible, somewhere between 5 and 10%. Yet, following that, the uptrend should resume once more, probably towards year-end and potentially into Spring/Summer 2020. Our

targets indicate that it could reach back above 3'000 by then, probably pushing towards 3'150 – 3'200. We would consider this move as a last late cycle rally, Defensive positions could come unwind, 'Fear Of Missing Out' could come back, probably culminating next year in a “this time is different” type of major market top.

## LE COIN TECHNIQUE

### The US 10-Year Treasury Yield May Break Its Former All-time Low

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

On September 30, 2017, the chart of the US 10-year Treasury yield was presented with the bullish engulfing reversal month in September from 2.034 to 2.344%, along with a crossing up monthly STO, which was expected to fuel a rise above the monthly cloud toward 3.036%, the previous high of 2013. We wrote at the time that this rebound following the break of the major descending trendline joining the highs in the yield since 2007 was confirming “the area of 1.33% as a major bottom, out of which a new uptrend is developing for probably many years”.

Fast forward to October 2018, where the yield had reached 3.248%, which were just 20 basis points above the 2013's high. That 'higher high' was reversed the next month by a black candle engulfing the previous white one.

In December 2018, the decline accelerated and the rising support trendline joining the 2016's low at 1.336% and the higher low at 2.034% was broken in January 2019. The decline paused only a month above 2.52 % (38% Fibo retracement of 1.336 to 3.248 %) before cascading down. Once below the monthly cloud, in August the yield staged an impressive big down black candle from a high at 2.028% to a low at 1.446%.

Such a decline is raising the fear that the previous low of 1.336% could be broken because momentum is in parabolic deceleration (as displayed on the chart) by a strongly negative MACD and by an extremely oversold monthly STO, lacking any bullish divergences.



Looking behind the monthly candle, on a daily chart a wide gap at 1.84%-1.78% has to be kept in mind as the area to be filled to break the dynamics of the downtrend and again start to call for a major low, which may fit with the 60 year cycle low observed for more than 200 years.

Meanwhile, on an hourly chart, a descending wedge displays some bullish divergences: thus a minor rebound may have started toward 1.57%-1.62%. Failure to rise above 1.62% will let the US 10-year yield decline again with lower lows toward 1.381% and possibly later with a break of 1.336%, the all-time low. At that point, market technicians would then measure the width of the wide range between 3.03% and 1.336% and subtract it from 1.336%... Yes, that would be a negative yield!

#### Graph:

US 10 year yield in monthly candlesticks with moving average 40 months and 20 months surrounded by 2 Bollinger bands.

Further are displayed the Ichimoku cloud which has been broken and suggests further possible decline of US 10 year yield.

On the lower panel are the momentum indicator Slow Stochastic and below it, the MACD.

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 or use would be unlawful.







## Gold-backed ETFs added 52t or 2% of AUM in July, building on a strong June

- ▶ Global gold-backed ETFs and similar products had US\$2.6bn of net inflows across all regions in July.
- ▶ As the gold price in US dollars increased by an additional 1.3% in July, global assets under management (AUM) rose 3.4% to US\$119bn.
- ▶ North America dominated July's flows led by SPDR® Gold Shares and iShares Gold Trust.

## Gold-backed ETFs added 52t or 2% of AUM in July building on a strong June

### July highlights

Global gold-backed ETFs and similar products had US\$2.6bn of net inflows across all regions in July, increasing their collective gold holdings by 52t to 2,600t – a level not seen since March 2013. Last month's flows continued the positive trend that had started in mid-May as uncertainty rose – whether from economic concerns, trade tensions or geopolitical risks – and global monetary policy started to shift to a more accommodative stance (see Mid-year gold outlook 2019). As the gold price in US dollars increased by an additional 1.3% in July, global assets under management (AUM) rose 3.4% to US\$119bn.

North America dominated July's flows, adding 43t (US\$2.0bn, 3.4% of AUM) to the region's collective holdings, led by SPDR® Gold Shares and iShares Gold Trust, which together accounted for 75% of net global inflows. Additionally, low-cost gold-backed ETFs continued to grow, accumulating 2.4t during the month and bringing their joint holdings to an all-time high of 56t, worth US\$2.6bn.

European-listed funds brought in 7.5t (US\$483mn, 0.9%), with net inflows spread across countries in the region. And while the flows seen in July were just a fraction of those in June, funds in Europe have seen net positive flows in every month this year, apart from April. Looming concerns over Brexit, generally weaker currencies, negative interest rates, as well as other idiosyncratic risks, have supported gold investment demand.

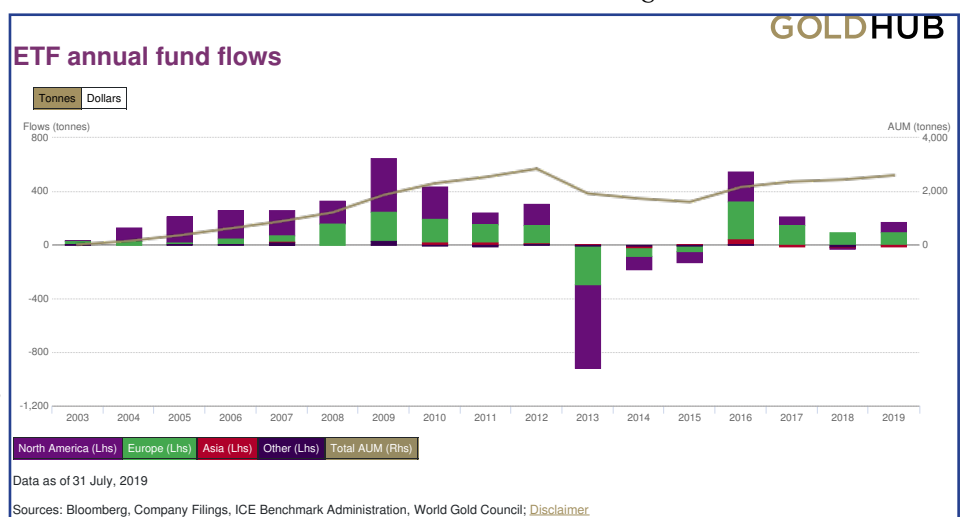
Funds in Asia and other regions also had positive flows of approximately 1t each. Chinese funds saw a net increase in holdings as investors reacted to a significant gold price increase in local currency.

Despite a stronger US dollar in July, the gold price continued its ascent, most notably reaching all-time highs in many currencies, including the Indian rupee, Australian and Canadian dollar, British pound and Japanese yen. At the same time, positioning through futures net longs in COMEX remained above 850t throughout the month, while global gold trade volumes averaged \$166bn a day – almost 50% above their 2018 levels – through over-the-counter products, futures contracts and ETFs (see our trading volumes data section). As the price trended higher and volumes increased, realised 30-day volatility reached a three-year high. Notably, the shape of the put/call skew curve suggests that investors were willing to pay more for the option to buy gold in the future than to sell – highlighting a bullish sentiment.

Read the full report: <https://www.gold.org/goldhub/data/global-gold-backed-etf-holdings-and-flows>

Source: World Gold Council – Aug. 8, 2019

CFB





## Il ne restera plus que 60 banques privées suisses en 2025

[...] Christian Hintermann, expert chez KPMG, anticipe la disparition d'une quarantaine d'instituts supplémentaires dans la gestion de fortune. [...]

[...] En 2018, la hausse des afflux nets de capitaux s'est limitée à 0,2%, contre 0,3% un an plus tôt (valeur médiane). Si le ratio coûts/revenus s'est amélioré pour les plus grandes banques privées à 79,1% en 2018 (81,9% en 2017), il s'est détérioré pour les plus petites banques à 86,3% (82,4%). Pourtant, tout n'est pas négatif dans la branche, soulignent les auteurs de l'étude. [...]

Read on: <https://www.allnews.ch/content/interviews/il-ne-restera-plus-que-60-banques-priv%C3%A9es-suissees-en-2025>

Source: ALLNEWS - Aug. 26, 2019

CFB

## L'afflux de nouveaux fonds étrangers s'est poursuivi depuis 2013

[...] La gestion de fortune est parvenue à attirer de nouveaux capitaux dans toutes les régions, à l'exception de l'Europe occidentale, selon une enquête de l'ASB présentée par August Benz. [...]

[...] Globalement, le total des avoirs transfrontaliers gérés par les banques suisses est passé de 1970 milliards de francs à 2270 milliards entre 2013 et 2018, soit la phase de transition vers l'échange automatique d'informations. [...]

[...] Selon M. Benz, plus de 100 milliards de francs nets ont afflué vers la place financière suisse durant cette période, en provenance des régions Asie/Pacifique, des Amériques, du Moyen-Orient et d'Europe de l'Est. [...]

[...] Seule l'Europe occidentale, le plus important marché transfrontalier pour la gestion de fortune suisse, a enregistré des retraits nets, lesquels ont atteint 95 milliards. Toutefois, les actifs sous gestion de la clientèle d'Europe occidentale sont passés de 940 à 960 milliards de francs, sur la seule base de relations-clients déjà existantes. [...]

Read more: <https://www.allnews.ch/content/news/l%E2%80%99afflux-de-nouveaux-fonds-%C3%A9trangers-s%E2%80%99est-poursuivi-depuis-2013>

Source: ALLNEWS - Sep. 4, 2019

CFB

## Britain's Unwritten Constitution Suddenly Looks Fragile

[...] Britain has never had a proper, written constitution, a matter of some pride to Britons. While Americans haggle over their rules, British politics runs on an evolving array of laws and practices. [...]

[...] But popular faith in that approach was severely shaken this past week when Prime Minister Boris Johnson decided unilaterally to suspend Parliament at the height of a political crisis set off by his determination to achieve Brexit by an Oct. 31 deadline, with or without a deal with the European Union. Despite the howls of outrage from Mr. Johnson's opponents, historians and legal experts say Britain's entire political class has to shoulder the blame. [...]

[...] Mr. Johnson could conceivably upset a litany of constitutional norms by ordering the queen to veto anti-Brexit laws, refusing to resign if Parliament ousts him or inventing new national holidays to make sure lawmakers cannot sit. [...]

Read on: <https://www.nytimes.com/2019/08/31/world/europe/uk-johnson-constitution-brexit.html>

Source: The New York Times - Aug. 31, 2019

CFB

## Fraudsters Used AI to Mimic CEO's Voice in Unusual Cybercrime Case

[...] Scams using artificial intelligence are a new challenge for companies. [...]

[...] Criminals used artificial intelligence-based software to impersonate a chief executive's voice and demand a fraudulent transfer of €220,000 (\$243,000) in March in what cybercrime experts described as an unusual case of artificial intelligence being used in hacking. [...]

[...] The CEO of a U.K.-based energy firm thought he was speaking on the phone with his boss, the chief executive of the firm's German parent company, who asked him to send the funds to a Hungarian supplier. The caller said the request was urgent [...]

Read on: <https://www.wsj.com/articles/fraudsters-use-ai-to-mimic-ceos-voice-in-unusual-cybercrime-case-11567157402>

Source: The Wall Street Journal - Aug. 30, 2019

CFB

## GLOBAL EVENTS



### Cap 2020 pour les GFI avec la LSFIn & LEFin

InCompliance SA vous invite à un petit déjeuner pour répondre à 3 questions:

- Quelles mesures internes devront prendre les GFI pour appliquer les nouvelles réglementations LSFIn & LEFin?  
Me Alexandre de Boccard, Associé, Etude Ochsner & Associés
- Quand et comment les GFI passeront de leur OAR à un OS et quel OS choisir?  
Dr Stiliano Ordolli, Directeur de l'OAR-G
- Quels seront les changements au niveau des audits dans ce nouveau cadre réglementaire?  
Emmanuel Genequand, Partner PwC

#### Date et heure:

jeudi 19 septembre 2019  
08h30 – 09h30

#### Adresse:

Hôtel Métropole Geneva  
34 Quai du Général-Guisan  
1204 Genève

**inCompliance.**  
Membre du GSCGI



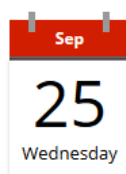
### Swiss Association of Market Technicians SAMT

founded 1986

Zurich - Geneva - Lugano

[www.samt-org.ch](http://www.samt-org.ch)

**INFO  
Sign-up**

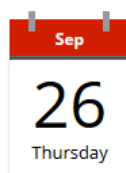


#### SAMT Zurich - intermarket analysis: last cyclical upswing or imminent crash?

**When:** 18:00 - 19:30

**Where:** Volkshochschule Zürich, Bäregasse 22, 8001 Zürich

Last cyclical upswing or imminent crash: Using Intermarket analysis to demystify the current late cycle environment  
...details



#### SAMT Geneva - intermarket analysis: last cyclical upswing or imminent crash?

**When:** 18:00 - 19:30

**Where:** Office of Management Joint Trust, Rue de Hesse 1, 1204 Genève

Last cyclical upswing or imminent crash: Using Intermarket analysis to demystify the current late cycle environment  
...details

## AGENDA OF GSCGI's MONTHLY CONFERENCES

### INVITATION / INSCRIPTION

#### Déjeuner-conférence 13 Septembre 2019

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

**Lusenti  
Partners** solutions  
pour  
investisseurs  
institutionnels  
www.lusenti-partners.ch

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

### TRANSPARENCE, CONTRÔLE ET SUIVI DES PLACEMENTS

sera présenté par:

**GRAZIANO LUSENTI, PhD**  
Conseiller en investissements  
Managing Director  
Lusenti Partners LLC



**ILIR ROKO, PhD**  
Maître de conférences associé  
au Département des sciences économiques  
de l'Université de Genève

### PROGRAMME

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

**Prière de vous inscrire avant le mercredi, 11 Sep. 2019, par email: [secretariat@gscgi.ch](mailto:secretariat@gscgi.ch)**

\* \* \*

13 Sep. 2019/Geneva: Orateurs: G. Lusenti & I. Roko, LUSENTI PARTNERS LLC, Membre du GSCGI

11 Oct. 2019/Geneva: Orateurs: *tba* ... FINIMMO, Membre du GSCGI

22 Nov. 2019/Geneva: Orateurs: *tba* ... LSFIn-LEFin: Mode d'emploi — GSCGI & ARIF

\* \* \*

*Réservez ces dates!*

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

*Non-Membres bienvenus — Inscrivez-vous!*

## LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

---

**Retrouvez le compte-rendu  
de notre prochaine conférence du 13 septembre  
dans l'édition d'octobre du WealthGram**



## LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

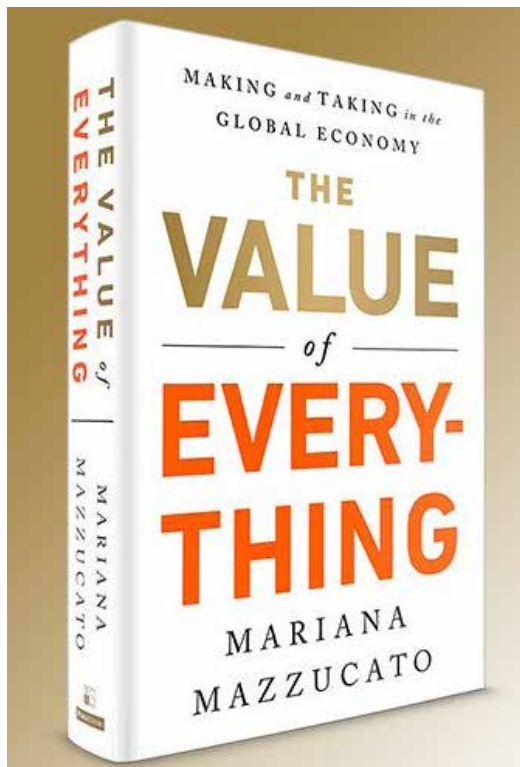
---

**Retrouvez le compte-rendu  
de notre prochaine conférence du 13 septembre  
dans l'édition d'octobre du WealthGram**

## BOOK REVIEW

### The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy

by Mariana Mazzucato



#### What's Inside

Between 1975 and 2017 real US GDP—the size of the economy adjusted for inflation—roughly tripled, from \$5.49 trillion to \$17.29 trillion. During this period, productivity grew by about 60 per cent. Yet from 1979 onwards, real hourly wages for the great majority of American workers have stagnated or even fallen. In other words, for almost four decades a tiny elite has captured nearly all the gains from an expanding economy. Is this because they are particularly productive members of society?

This book questions the stories we are being told about who the wealth creators are in modern-day capitalism...

Today the issue is not just the size of the financial sector, and how it has outpaced the growth of the non-financial economy (e.g. industry), but its effect on the behaviour of the rest of the economy, large parts of which have been 'financialized'. Financial operations and the mentality they breed pervade industry ... share buy-backs ... than on investing in the long-term future of the business. They call it value creation but, as in the financial sector itself, the reality is often the opposite: value extraction.

Read more: <https://www.publicaffairsbooks.com/titles/mariana-mazzucato/the-value-of-everything/9781610396752/>

\* \* \*

#### ABOUT THE AUTHOR

**Mariana Mazzucato** (PhD) is Professor in the Economics of Innovation and Public Value at University College London (UCL), and is Founder and Director of the UCL Institute for Innovation & Public Purpose (IIPP). She advises policy makers around the world on innovation-led inclusive growth, including a special advisory role to the EC. She is winner of the 2014 New Statesman SPERI Prize in Political Economy, the 2015 Hans-Matthöfer-Preis, and the 2018 Leontief Prize for Advancing the Frontiers of Economic Thought. She was named as one of the '3 most important thinkers about innovation' by the New Republic. Her highly-acclaimed book *The Entrepreneurial State: debunking public vs. private sector myths* was on the 2013 Books of the Year list of the Financial Times. Her new book *The Value of Everything: making and taking in the global economy* has been released and was shortlisted for this year's Financial Times and McKinsey Business Book of the Year prize.



#### Who creates a nation's economic value?

A challenging analysis that forces us to reconsider how our economies work — and who it works for...

Who creates value? Who extracts value? Who destroys value? If we mistake those who do the second or third for those who do the first, or mistake those who do the first for those who do the second or third, we will end up with impoverished and unhappy societies, in which plunderers rule.

We need to change course, she insists, in this challenging and stimulating book. Among other things, we need to re-think the relationship between markets and governments; make a clear distinction between creators of wealth and those who merely extract it...

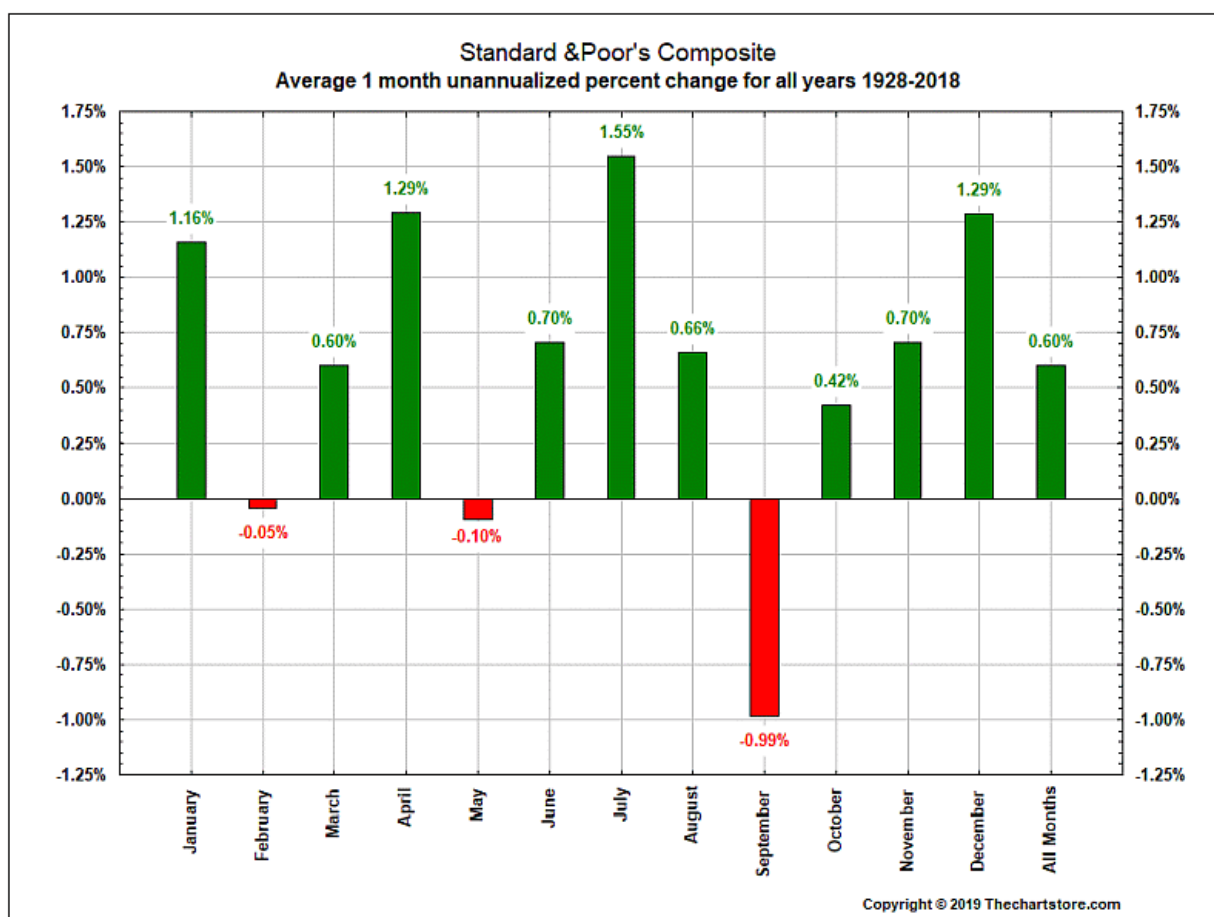
The book is a successor to *The Entrepreneurial State*, in which Mazzucato argued that government has played a powerfully innovative role in the modern economy.

Read more: <https://www.ft.com/content/e00099f0-3c19-11e8-b9f9-de94fa33a81e>

\* \* \*

## CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

September remains the worst performing month in history (1928-2018)



Investors might prefer to turn a blind eye on this historic evidence, but at their own risk! Plenty of factors could push stocks in a bullish or bearish direction. The rapid tumble this year in bond yields toward record lows would seem to imply growing concern about a looming recession. Will anxiety about falling earnings make investors reconsider their bullish outlook on equities?

Historical Graph: 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 Wealth Gram" invitent les Membres et Partenaires du Groupement à partager leur expérience et connaissance avec les collègues en fournissant des articles sur des thèmes divers: (a) actualité, (b) techniques de gestion, (c) analyse fondamentale, technique et globale, (d) fiscalité, (e) régulation, etc. Annoncez et adressez vos écrits à [wealthgram@gscgi.ch](mailto:wealthgram@gscgi.ch) le plus rapidement possible. Les non-Membres également peuvent fournir des articles et sponsoriser Wealth Gram.

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

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

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

## LE SPONSOR DE SEPTEMBRE 2019

LUSENTI PARTNERS — [www.lusenti-partners.ch](http://www.lusenti-partners.ch) — Membre du GSCGI

# TRANSPARENCE, CONTRÔLE ET SUIVI DES PLACEMENTS

**Lusenti  
Partners**



Optimisation, suivi et contrôle  
des placements institutionnels  
et professionnels

- +** de performance
- de coûts
- de risques
- +** de gouvernance

Lusenti Partners, Rue Juste-Olivier 22, CH-1260 Nyon  
Tél. +41 22 365 70 70 • [info@lusenti-partners.ch](mailto:info@lusenti-partners.ch)  
[www.lusenti-partners.ch](http://www.lusenti-partners.ch) • [www.performer-events.com](http://www.performer-events.com)