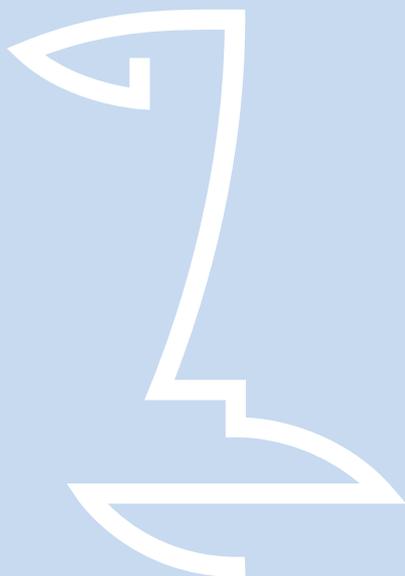




PLACEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES ASPECTS PRATIQUES

Lusenti Partners



Optimisation, suivi et contrôle
des placements institutionnels
et professionnels

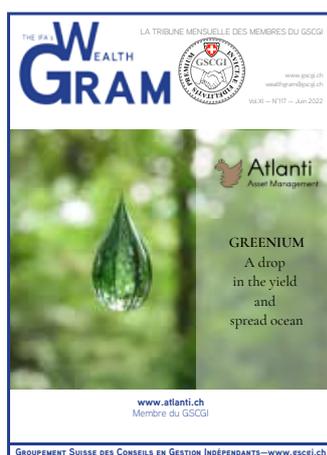
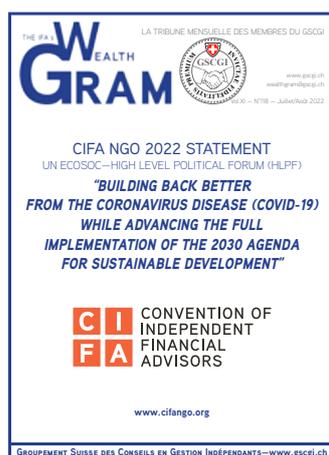
- + de performance
- de coûts
- de risques
- + de gouvernance

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

www.lusenti-partners.ch
Membre du GSCGI

Le Groupement Suisse des Conseils en Gestion Indépendants—GSCGI—est votre Groupement Professionnel Indépendant qui:

- ▶ Depuis 29 ans, défend auprès des autorités compétentes les intérêts de ses Membres et de leurs professions, les représente en Suisse (DFF, SFI, FINMA & Parlement), en Europe (via la FECIF) et mondialement (via la CIFA).
- ▶ Propose d'importantes solutions utiles pour ses Membres, telles que:
 - service juridique
 - plan-cadre d'assurance RC professionnelle
 - contrat-type de gestion discrétionnaire
 - contrat-type de conseil financier
 - accord cadre de formation continue avec l'AZEK
 - accord cadre avec BRP SA pour les risques 'Cross-Border' et 'Suitability'
 - accord cadre avec Wecan Group et la Blockchain Association for Finance (BAF)
 - permanence fiscale
 - solutions externes pour les services de compliance officer et risk control manager
 - conférences mensuelles éducatives
- ▶ Publie le WealthGram, magazine 'en ligne' mensuel de ses Membres. Tout ce qui est important et utile à connaître sur les investissements et leur analyse, l'environnement réglementaire, la fiscalité, la jurisprudence, etc., vous est présenté chaque mois dans ce magazine.



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

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.

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.

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

- 2 LE GROUPEMENT EN BREF**
Le Groupement Suisse des Conseils en Gestion Indépendants—GSCGI—est votre Groupement Professionnel Indépendant.
- 4 ÉDITORIAL**
Le Renseignement Offensif nous fait défaut!
François Meylan, Membre du Conseil du GSCGI
- 5 LE SPONSOR D'OCTOBRE 2022**
LUSENTI PARTNERS—Membre du GSCGI
Placements dans les infrastructures: Aspects pratiques. Catégories de placements, caractéristiques, benchmarks, risques et valorisations.
- 12 LES MEMBRES PARTENAIRES DU GSCGI**
Retrouvez ici, dans la prochaine édition, les Membres Hermès-Elite du GSCGI.
- ... LES ANNONCES DES MEMBRES DU GSCGI**
pas d'annonce dans cette édition
- 13 LE GSCGI EN EUROPE & MONDE**
FECIF informs...
latest information from: ESMA and OJEU.
- 16 LE GSCGI EN EUROPE & MONDE**
CIFA informs...
What Fiscal Policy Is Worse than a Wealth Tax?
- 18 JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE**
— L'intention dolosive et son caractère reconnaissable
— Le U.S. DoJ veut poursuivre davantage les individus
- 23 ASSURANCE RC PROFESSIONNELLE**
Plan-Cadre d'Assurance Responsabilité Civile Professionnelle pour les Membres du GSCGI.
- 24 IN GLOBO**
Various by CFB.
- 26 ANALYSES & PLACEMENTS**
Floating Exchange Rates Add to Economic Uncertainty. Instability brings problems for the U.S. and Europe—and serious crises to the developing nations. Prof. Steve H. Hanke
- 28 LE COIN TECHNIQUE**
The Parabolic Rise of the US\$ Index is Bad News for US Equities! BEST
- 29 LES CONFÉRENCES DES AMIS DU GSCGI**
—Conférence—GPGP—Comprendre et investir dans les Crédits Carbone—Jeudi 13 Oct. 2022
—Conférence—PERFORMER—Jeudi 13 Oct. 2022—9h00/18h00—Organisée par LUSENTI PARTNERS—Membre du GSCGI
- 31 LES CONFÉRENCES MENSUELLES DU GSCGI**
GSCGI—GE: 30 Nov. 2022—Banque SYZ—
Membre Partenaire du GSCGI / tba
- 32 LA CONFÉRENCE MENSUELLE DU GSCGI**
GSCGI—02 Sep. 2022—SMAT.IO—Actifs alternatifs? Crypto? DeFi? Quelles solutions pour la gestion de portefeuilles de demain.
- 34 BOOK REVIEW**
Disorder: Hard Times in the 21st Century
by Helen Thompson
- 35 CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE**
Is the Concerted Drive to Higher Interest Rates about to end? Cosima F. BARONE—FINARC SA.
- 36 LE SPONSOR D'OCTOBRE 2022**
LUSENTI PARTNERS—Membre du GSCGI
www.lusenti-partners.ch

Le Renseignement Offensif nous fait défaut!

François Meylan, Membre du Conseil du GSCGI

Que ça soit la guerre en Ukraine ou l'imposition de Google Workspace aux PME, en septembre dernier, qui a jeté de nombreuses moyennes et petites entreprises non-américaines dans une grande difficulté même si passagère, nous sommes obligés de déplorer que des situations critiques tant pour notre tissu économique que pour notre diplomatie auraient pu être évitées avec l'appui d'un «*renseignement offensif*» de qualité, indépendant du pouvoir politique et accessible aux différents acteurs clés du pays.

Nous ne reviendrons pas sur la nature de la violation flagrante du droit internationale perpétrée par la Russie qui agresse son voisin ukrainien: «*La guerre du Donbass ne justifie pas l'agression de Poutine mais ça l'explique!*» déclare Luc Ferry, ancien Ministre de l'Éducation nationale et de la Jeunesse de France et professeur de philosophie. Néanmoins, Vladimir Poutine avait 1001 raisons d'agir de la sorte. On retiendra, en premier lieu, le décret du 26 février 2021 du président ukrainien Volodymyr Zelensky ordonnant à son armée le «nettoyage» du Donbass et l'annexion de la République autonome de Crimée et de la ville de Sébastopol; une guerre civile du Donbass qui a fait plus de 15'000 morts de part et d'autre; la non application des accords de Minsk I (2014) et de Minsk II (2015) par le régime de Kiev et la démission des garants des dits accords que sont la France et l'Allemagne; l'expansion incessante de l'Organisation du traité de l'Atlantique Nord (OTAN) à l'Est... jusqu'à la cuisine du Kremlin; une 'otanisation' de la Mer Noire—la seule mer chaude à laquelle la Russie a un accès direct—avec des riverains qui sont à présent tous membres de l'organisation militaire ou sur le point d'y adhérer tels que la Bosnie-Herzégovine et la Géorgie, avec l'Ukraine et la Moldavie essayant d'en pousser la porte.

Quant à la réelle nature du régime de Kiev, le Rapport spécial de la Cour des comptes européenne, publié en septembre 2021, intitulé «*Réduction de la grande corruption en Ukraine: des résultats encore insuffisants malgré plusieurs initiatives de l'UE*» dresse un portrait qui est très éloigné du breuvage que nous imposent

nos médias, qui n'observent plus même la Charte de déontologie du journaliste de Munich ou n'en ont jamais entendu parler. Ce texte incontournable dicte, entre autres, la mission première du journaliste: la recherche de la vérité quelles qu'en soient les conséquences. Le public a le droit de la connaître, car c'est le préalable au bon fonctionnement de la démocratie. Toutefois, nos médias se contentent d'alimenter le discours dominant—la pensée unique. Ils sont devenus communicants, voire propagandistes, au profit d'un courant 'bien-pensant'. Il est devenu impossible pour les acteurs économiques et politiques du pays, en se fiant à ces seuls médias, de se faire une idée précise des événements contrariants à venir. Pour y remédier, chacun peut développer son propre réseau secondaire du Renseignement, par exemple les médias alternatifs, les réseaux sociaux non-censurés arbitrairement par les GAFAM. Les initiatives de la société civile offrent aussi une alternative. Le citoyen insiste en droit d'attendre que les services de renseignement étatiques produisent une information—exploitation du renseignement clé—de qualité pour le public. En Suisse, nous connaissons, depuis 2013, deux principaux services de renseignement: le Service de renseignement de la Confédération (SRC) et le Service de renseignement de l'Armée auquel votre serviteur a appartenu. Le SRC est le produit de la fusion, le 1er janvier 2010, du Service de renseignement stratégique—niveau académique de recherche sur le plan international—et le Service d'analyse et de prévention (SAP)—renseignement intérieur et contre-espionnage. Le SRC devrait permettre au pays d'anticiper et de se préparer en temps et en moyens aux crises, ainsi qu'apporter de la rationalité à l'émotion politique.

Vu le marasme actuel, tant sur le plan diplomatique qu'économique, on se demande où est passé le Renseignement offensif. Ou encore si son message, le cas échéant, a été entendu par le politique. L'ouvrage de Philippe Dylewski «*Le Renseignement Offensif*» est incontournable.

François Meylan—Meylan Finance—Membre du GSCGI

PLACEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES: ASPECTS PRATIQUES

Graziano Lusenti, PhD, & Ilir Roko, PhD—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

Catégories de Placements, Caractéristiques, Benchmarks, Risques et Valorisations.

1. Introduction

Nous appréhendons dans cet article les placements dans les «infrastructures» dans la perspective d'investisseurs «novices»—qui aborderaient nouvellement et sans préjugés cette thématique et cette classe d'actifs, s'interrogeraient sur les meilleures modalités pour investir et sur les risques à examiner, puis à assumer. A titre illustratif, nous nous référerons souvent à la perspective des caisses de pensions helvétiques.

Notre approche n'est pas d'abord «quantitative»—comme cela serait le cas, par exemple, dans le cadre d'une étude de type ALM («*assets & liabilities matching*»), où il y aurait lieu de déterminer la performance et la volatilité attendue, ainsi que les corrélations avec les autres classes d'actifs—mais plutôt de nature «qualitative», en cernant la palette des risques à prendre en considération antérieurement à toute décision de placement.

2. Une classe d'actifs très vaste et peu homogène, des risques difficiles à cerner et à quantifier

Sans qu'il n'existe une typologie ou une classification homogène reconnue sur le plan international, on range habituellement parmi les «infrastructures» des actifs très variables, en particulier ceux indiqués ci-dessous:

- ➔ Réseaux liés aux transports: autoroutes, réseaux ferroviaires, aéroports, ponts, tunnels, ports, canaux («*transport*s»)
- ➔ Réseaux liés aux télécommunications:

antennes téléphoniques, réseaux de communication («*communication*»)

- ➔ Systèmes de production d'énergie: centrales nucléaires, centrales hydro-électriques, barrages, réseaux d'éoliennes, centrales de panneaux solaires, mines, raffineries («*energy*»)
- ➔ Réseaux de distribution d'énergie et de ressources essentielles: électricité, eau, gaz («*utilities*»)
- ➔ Structures immobilières sociales dédiées: hôpitaux, écoles, prisons, stades sportifs, centres de conférences, postes («*social buildings*»)
- ➔ Réseaux numériques: fibre optique, centres de données («*digital*»)

A la lecture de cette liste—non-exhaustive—il apparaît que les infrastructures présentent un éventail d'actifs non seulement très vaste, mais également peu homogène. Cela rend l'identification des risques liés à ces différents placements relativement délicate et complexe.

3. Caractéristiques des infrastructures qui déterminent les risques d'investissements

Dans la perspective des placements, il y a lieu de mettre en évidence plusieurs caractéristiques majeures, qui permettent de mieux appréhender les risques inhérents à ce type de placements:

- a. «Valeurs réelles et matérielles»: Les placements dans les infrastructures se rangent dans le même groupe que les actions, l'immobilier et les matières premières (ainsi que, selon

PLACEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES: ASPECTS PRATIQUES

Graziano Lusenti, PhD, & Ilir Roko, PhD—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

- certain, le «*private equity*») («*real or tangible asset*»); de ce fait, ils présentent en principe une bonne protection contre les phénomènes de dépréciation monétaire (inflation).
- b. **Actifs «massifs»:** Dans presque tous les cas, les investissements sont réalisés dans des actifs qui présentent un caractère «massif» qu'il est difficile ou impossible de scinder en «portions» plus petites; seul le recours à des formes de répartition et de mutualisation des placements permet de «fragmenter» la propriété de ces actifs et de les rendre disponibles à un grand nombre d'investisseurs.
- c. **Très long terme:** Toutes les infrastructures majeures ont une durée de vie très longue, qui se calcule le plus souvent en décennies plutôt qu'en années; de ce fait, les investisseurs doivent également intégrer un horizon très long dans leurs décisions d'investissements. Ce caractère d'investissement peut certes convenir à des investisseurs comme les caisses de pensions, mais il fait néanmoins peser des contraintes supplémentaires s'agissant de la congruence des flux et de la liquidité.
- d. **Actifs illiquides:** Du fait des caractéristiques rappelées ci-dessus, les placements directs dans les infrastructures présentent un fort caractère d'illiquidité. Ce trait défavorable peut être réduit par le recours à des véhicules de placements plus liquides—par exemple, des fonds établis dans des formats «standards» (de type UCITS) ou cotés en bourse, des sociétés d'investissements, etc.—mais il n'en demeure pas moins un trait essentiel, fortement handicapant.
- e. **Secteur public, partenariats public-privé:** Du fait de leur nature même, les infrastructures jouent un rôle essentiel dans le bon fonctionnement de la vie sociale et économique des collectivités—
- ce qui explique une réticence de la part des Etats concernant le transfert, pour tout ou partie, vers le secteur privé. Même lorsque le recours au partenariat privé est nécessaire ou justifié, les structures légales privilégiées par les Etats et les collectivités publiques peuvent potentiellement être défavorables à l'investisseur privé, qui se retrouve souvent dans une situation de «partenaire junio».
- f. **Endettement public, privatisations, (re) nationalisations:** Pour les investisseurs, les possibilités de placements dans les infrastructures sont souvent liées au jeu des privatisations—et des (re)nationalisations. A leur tour, les privatisations sont occasionnées en grande partie par la situation financière défavorable des Etats ou des collectivités, notamment leur endettement. Dans cette perspective on peut escompter que la crise du Covid-19, en 2020 et 2021, ainsi que l'endettement public massif qu'elle a engendré, devrait alimenter durant les prochaines années des possibilités très importantes—et potentiellement attractives—d'investissements dans les infrastructures.
- g. **Durabilité et transition énergétique:** Durant la dernière décennie, le marché des placements dans les infrastructures a été fortement alimenté et étoffé par les efforts considérables pour mettre sur pied des processus économiques moins énergivores et plus respectueux de l'environnement (réduction des émissions de CO2); la transition énergétique est désormais une priorité nationale et globale. Cela explique que nombre d'investissements se sont concentrés sur les placements de ce type. De surcroît, les plans publics d'extension et de renouvellement des infrastructures dans les principales zones économiques, annoncés récemment—Etats-Unis, Europe, Chine avec

PLACEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES: ASPECTS PRATIQUES

Graziano Lusenti, PhD, & Ilir Roko, PhD—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

les «nouvelles routes de la soie»—offriront des possibilités d'investissements intéressantes, mais parmi lesquelles il conviendra de trier le bon grain de l'ivraie.

h. Bases et dispositions contractuelles, «due diligence»: En matière de placements dans les infrastructures, les dispositions contractuelles jouent un rôle de premier plan dans les caractéristiques et le profil de risque de l'actif acquis. Elles déterminent le rendement dégagé par le placement, les coûts et charges, ainsi que les conditions auxquelles l'accord peut être modifié ou dénoncé par les parties. En particulier, ce dernier point est déterminant pour établir la «stabilité» des contrats et de ses dispositions—s'agissant d'accords dans lesquels les Etats et les collectivités publiques, détenteurs du droit de légiférer et donc d'intervenir directement à leur propre avantage, sont impliqués. C'est l'un des motifs pour lesquels des formules d'arbitrage pour la protection de l'investisseur (privé) sont souvent prévues. En conséquence, l'examen approfondi et rigoureux des contrats—dans le cadre d'exercices de «*due diligence*»—est pour l'investisseur indispensable antérieurement à tout engagement financier, s'il entend s'éviter de mauvaises surprises par la suite.

4. Les risques sont fonction des véhicules de placement et des modalités d'investissements

En considération des montants considérables à mettre en œuvre—plusieurs dizaines ou centaines de milliards de francs—dans leur forme la plus élémentaire, les placements dans les infrastructures sont habituellement réalisés par des «consortiums»; ceux-ci regroupent des investisseurs de différents types et de différentes nationalités: entreprises privées («*corporates*») ou

semi-privées, collectivités, banques, assureurs, fonds souverains, fonds d'investissements, *family offices*, caisses de pensions, etc. Les investissements réalisés se font le plus souvent par le biais de véhicules juridiques privés (fonds «primaires», «*closed-end funds*»), domiciliés pour des raisons fiscales dans des domiciles «*off-shore*»; les investisseurs peuvent avoir différents statuts juridiques, mais les investisseurs institutionnels comme les caisses de pensions participent le plus souvent à ces structures en qualité d'investisseurs financiers uniquement («*limited partners*») ou de co-investisseurs. Dans ce contexte, il est indispensable pour les caisses de pensions de s'assurer que leurs droits sont dûment protégés.

Ce type d'investissements—participation à un consortium ou à des fonds fermés—n'est envisageable que pour un nombre très réduit de très grandes caisses de pensions, qui disposent d'une envergure financière suffisante pour placer plusieurs dizaines de millions dans une seule structure et un seul type d'actifs. Pour une caisse de pension, la participation à ce type d'investissement est certes potentiellement la plus rentable—mais elle comporte aussi les plus grands risques, compte tenu de la concentration des placements.

Comme c'est le cas pour les autres classes d'actifs peu liquides, l'industrie financière a développé depuis des années des solutions et véhicules de placements davantage adaptées aux besoins des caisses de pensions de taille moyenne ou petite, permettant à ces dernières d'investir des montants sensiblement inférieurs, de quelques centaines de milliers de francs seulement. Ainsi, il existe sur le marché des structures de placements collectifs établis sous la forme de fonds, d'ETFs, de parts de fondations d'investissements de droit suisse, de sociétés d'investissements cotées (en

PLACEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES: ASPECTS PRATIQUES

Graziano Lusenti, PhD, & Ilir Roko, PhD—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

Suisse ou l'étranger); ils sont domiciliés dans les principales juridictions «*on-shore*» de fonds (Suisse, Luxembourg, Irlande, etc.).

5. Benchmarks

En matière de benchmarks, les indicateurs comparatifs à disposition des caisses de pensions helvétiques sont nombreux mais néanmoins en partie seulement satisfaisants.

Pour les placements en infrastructures réalisés par le biais de sociétés d'investissements cotées, les caisses de pensions pourront recourir à une multitude d'indices proposés par les acteurs majeurs du domaine: MSCI, S&P, FTSE, Dow Jones, STOXX etc. Bien que présentant des caractéristiques différentes pour ce qui est de la méthodologie, des régions et secteurs pris en compte, du nombre de titres sous-jacents et de l'inclusion ou non des marchés émergents, ils se composent tous de sociétés cotées et par conséquent présentent un profil de rendement/risque proche de celui des actions. Ils offrent certes l'avantage d'une valorisation journalière, mais néanmoins ils ne reproduisent pas nécessairement de manière adéquate l'investissement réel d'une caisse de pension dans cette classe.

Pour ce qui a trait aux placements non cotés («*non-listed funds*») susceptibles de faire partie du portefeuille d'une caisse de pension helvétique, le choix des benchmarks est plus restreint; à cet égard, on peut mentionner la famille IPD de MSCI, Prequin ou EDHECinfra. Comme pour l'ensemble des indices qui portent sur des sous-jacents non cotés, ils présentent l'inconvénient d'une valorisation moins fréquente (en principe trimestrielle), d'un accès moins aisé et de biais régionaux qui ne sont pas nécessairement représentatifs des investissements réels d'une caisse de pension.

De manière générale, le choix de l'indice de référence devrait se faire dans le cadre de l'étude ALM et de la définition de l'allocation stratégique. A cette occasion, la caisse de pension devra porter une attention particulière à ce qu'il soit représentatif de la mise en œuvre effective de ses investissements dans les infrastructures.

6. Risques financiers «traditionnels et classiques» (quantifiables) et indicateurs de risques

Le cadre général de la détermination des risques étant ainsi posé, on peut examiner plus en détails la nature et les caractéristiques des différents types de risques:

a. **Fluctuations de cours, volatilité et perte maximale («maximum drawdown»):** On l'oublie trop souvent, mais des indicateurs de risques aussi «basiques» et répandus que la volatilité ou la perte maximale dépendent en grande partie du nombre et de la fréquence des observations et non pas seulement des écarts entre les valeurs observées. Ainsi, un nombre d'observations très réduit—par exemple, sur une base mensuelle, trimestrielle, voire annuelle—se traduira nécessairement par une volatilité (annuelle) basse. En la matière, les placements dans les infrastructures sous la forme de «consortiums» et de fonds fermés présentent ainsi de nombreuses similitudes avec les placements en immobilier direct ou en *private equity*: la volatilité sera assez faible. En revanche, pour les investissements en infrastructures sous la forme de sociétés d'investissement ou fonds de type UCITS—cotés ou non—ou de parts de fondations, la volatilité et le «maximum drawdown» seront sensiblement supérieurs.

PLACEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES: ASPECTS PRATIQUES

Graziano Lusenti, PhD, & Ilir Roko, PhD—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

- b. Evolution des taux de change et couvertures («hedging»):** L'un des attraits principaux des placements en infrastructures réside dans la prévisibilité et la stabilité (fixées contractuellement) des revenus, ce qui, sur ce plan, permet de comparer ces placements à ceux dans les obligations en devises étrangères. De plus, en raison de la taille limitée du marché des infrastructures en Suisse, l'essentiel des placements réalisé par les caisses de pensions helvétiques le sera à l'international, principalement en dollars américains ou euro. Etant donné qu'une source importante de fluctuation du cours et des revenus est dans ce cas justement occasionné par les changes, il est fortement recommandé de couvrir en totalité («hedging») les placements en devises dans les infrastructures—et cela, indifféremment du fait que les placements soient réalisés par le biais de «partnerships» ou de fonds.
- c. Dépréciation monétaire (inflation):** Du fait de leurs caractéristiques d'actifs réels, massifs et avec une durée d'existence longue, les placements en infrastructures sont en principaux une forme presque idéale pour éviter la dépréciation monétaire liée à l'inflation. Cela n'est vrai toutefois que si une revalorisation en ligne avec l'inflation (pour les prix et les revenus) est explicitement prévue par les dispositions contractuelles. Cela souligne l'importance cruciale de la réalisation d'un exercice de «due diligence» antérieurement à tout investissement, et ensuite l'application de règles rigoureuses liées à la revalorisation des actifs.
- d. Obsolescence technologique, transformations et mutations techniques:** Ce point est parfois sous-estimé—mais en raison du rythme accéléré des progrès technologiques et des phénomènes de «disruptions» à l'œuvre, l'obsolescence technologique représente un facteur de risque non négligeable, surtout s'agissant de placements réalisés à très long terme. Cela s'applique tout particulièrement aux placements dans les réseaux de télécommunications et les réseaux numériques. En la matière, il y a lieu d'appréhender les risques comme on le ferait avec une entreprise et d'avoir une approche d'analyste financier, mais en appliquant une projection de plus long terme.
- e. Risques en responsabilité civile:** Ces risques se matérialisent lorsque les infrastructures acquises et en portefeuille s'avèrent tout à coup déficientes ou moins performantes, pour une multitude de motifs (accident industriel, pannes, etc.) et que des paiements importants sont dues à des parties tierces, en guise de dédommagement. Ces risques peuvent en principe être couverts «en amont», pour tout ou partie, par le biais de polices d'assurances, privées ou publiques.
- f. Risques d'endettement et de charge d'intérêt excessive:** De manière générale, les projets en infrastructures présentent des taux d'endettement plus ou moins élevés. En fonction de la structure de l'endettement, des hausses de taux d'intérêt peuvent impacter de manière importante les revenus nets générés.
- g. Risques sectoriels, de types d'actifs et de phases de projets («greenfield» versus «brownfield»):** La première catégorie comprend les investissements en infrastructures non encore opérationnelles, en phase de conception ou de réalisation, alors que la seconde désigne l'exploitation d'infrastructures déjà existantes. Dans cet article nous mettons l'accent surtout sur les infrastructures «brownfields», celles qui sont déjà opérationnelles. Les investissements

PLACEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES: ASPECTS PRATIQUES

Graziano Lusenti, PhD, & Ilir Roko, PhD—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

réalisés dans des projets «*greenfields*» présentent en principe un potentiel de rendement supérieur, mais également des risques plus prononcés, notamment dus aux incertitudes liées au développement des projets (risques de construction, de dépassement de coûts et de retards, etc.).

7. Risques non financiers, «non-traditionnels et atypiques» (difficiles à quantifier)

a. **Risques politiques:** Les risques politiques sont représentés par les changements plus ou moins brusques de régimes, gouvernements ou politiques, affectant de manière significative les revenus attendus de l'investissement. Ces risques peuvent paraître plus prononcés dans les pays en voie de développement («*emerging markets*») mais néanmoins peuvent affecter également des investissements dans le monde développé. L'inclusion dans les contrats de formules d'arbitrage—pour régler hors des tribunaux les désaccords entre les parties—permet de limiter l'impact de ces risques.

b. **Risques de catastrophes «naturelles» ou «industrielles»:** La survenance des catastrophes de Tchernobyl en Ukraine ou de Fukushima au Japon a affecté de manière durable l'investissement dans le secteur nucléaire, conduisant de nombreux Etats à s'en retirer complètement. Les catastrophes naturelles liées aux cyclones endommagent régulièrement les infrastructures essentielles dans les Caraïbes et le sud des Etats-Unis. Les défaillances qui se matérialisent sur des ponts (Gênes), des barrages ou des canaux représentent autant de catastrophes—naturelles ou industrielles—qui déterminent l'évolution du marché des infrastructures, leur développement, leurs prix et leur rendement, lorsque les infrastructures ont été transférées dans le secteur privé.

c. **Sécurité informatique et autres perturbations malveillantes:** Il s'agit là d'un risque plus récent mais de grande ampleur, qui est lié en particulier à la digitalisation accélérée de nos économies et au fait que le bon fonctionnement de toutes les infrastructures critiques est étroitement lié à celui des réseaux numériques qui les alimentent. Pour limiter au maximum les risques de ce type, c'est essentiellement une gestion proactive et dynamique des risques numériques qui est requise, laquelle est le fait d'entreprises technologiques spécialisées. Même si la survenance de ces risques affecte en principe le fonctionnement des infrastructures de manière très forte mais limitée dans le temps, on ne peut exclure que celles-ci soient durablement touchées—ce qui réduit leur valeur.

d. **Risques juridiques, prudeniels et de complexité:** Comme indiqué plus haut, les structures juridiques utilisées pour les placements «primaires» dans les infrastructures sont souvent des fonds constitués dans des domiciles «*off-shore*», certes favorables fiscalement mais avec une supervision prudentielle le plus souvent légère. De plus, du fait du volume des capitaux à mobiliser, les investisseurs sont non seulement très nombreux, mais présentent également des profils et des statuts variables: «*general partners*», «*limited partners*», co-investisseurs, etc.; de surcroît, les autres intervenants dans ces structures sont également nombreux: gérants de fortune, «*controller*», banque dépositaire, etc. Enfin, sur le marché destiné aux caisses de pensions suisses on trouve surtout des véhicules du type «*fund of funds*», ce qui introduit une «couche» supplémentaire de complexité.

PLACEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES: ASPECTS PRATIQUES

Graziano Lusenti, PhD, & Ilir Roko, PhD—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

8. Valorisations et exercices de «due diligence»

Impératif de valorisations indépendantes et régulière: Le prix (cours) d'un actif coté est déterminé par le jeu (plus ou moins efficace) de l'offre et de la demande. S'agissant des infrastructures, ce mécanisme ne peut pas opérer, pour les motifs explicités précédemment. Dès lors, une valorisation réaliste, crédible, indépendante et relativement régulière (en principe, au moins 1 fois par année) devrait être réalisée, afin que les investisseurs disposent d'une image fiable de la valeur (prix) de leurs investissements.

Dans la pratique, les modalités techniques sont variées et changent beaucoup en fonction du type d'infrastructure. Plusieurs principes devraient être respectés dans tous les cas: le vérificateur devrait être indépendant (en particulier de l'Etat et des collectivités directement concernées) et le résultat de la valorisation (prix des infrastructures)

devrait être accepté «*ab initio*» sans réserve par les parties. Ainsi, la valorisation des portefeuilles d'infrastructures est souvent confiée à des cabinets de fiduciaires ou réviseurs actifs sur le plan global.

Rôle crucial des exercices de «due diligence»: On l'a déjà mentionné, la réalisation d'exercices de «*due diligence*» approfondi et détaillé est indispensable, non seulement antérieurement aux investissements envisagés, mais également durant la période d'investissement, du moins de manière occasionnelle. Ces examens approfondis devront analyser et quantifier les différentes sources de risques. Etant donné l'importance cruciale des risques juridiques et contractuels, ces analyses devraient être confiés non seulement à des spécialistes chevronnés des investissements non cotés, mais également à des conseillers juridiques et fiscaux (avocats spécialisés).



Graziano Lusenti, PhD
Conseiller en investissements senior

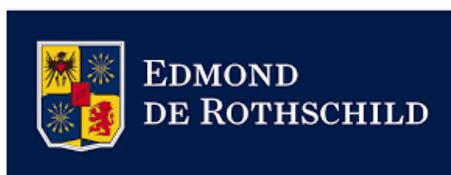
Graziano Lusenti bénéficie d'une expérience de plus de trente ans dans les domaines des placements, du conseil et de la recherche en relation avec les investisseurs institutionnels et professionnels. Il est managing partner de Lusenti Partners, société établie à Nyon dont il est également le fondateur. 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).

Lusenti Partners solutions pour investisseurs institutionnels



Ilir Roko, PhD
Conseiller en investissements senior

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.



Le Groupement apprécie beaucoup la fidélité des ses Membres Partenaires et tient à les remercier de leur précieuse collaboration et de leur contribution (sponsorship et articles) au succès du WealthGram.

Retrouvez ici, dans la prochaine édition, les Membres Hermès-Elite du GSCGI.

FECIF INFORMS...

Francesco Surace | Analyst
Cattaneo Zanetto & Co. | Rome | Milan | Brussels
www.cattaneozanetto.it

FECIF—NewsFlash—103/2022—ESMA: updated Q/A on commodity derivatives under the MiFID II and MiFIR

SOURCES—The text is available [here](#).

EXECUTIVE SUMMARY—ESMA updated its Questions and Answers on commodity derivatives topics under the MiFID II and MiFIR.

ANALYSIS—The revised Q&A document reflects mainly the amendments introduced by the Recovery Package for commodity derivatives, including those introduced by the entry into force of the latest technical standards and the Commission Delegated Regulation on the ancillary activity criteria (CDR 2021/1833) replacing RTS 20 which became applicable in November 2021.

The Recovery Package for commodity derivatives has introduced significant changes to the EU commodities derivatives framework. The main changes to the framework include:

- Amendment of the *criteria to be met for the ancillary activity* exemption and deletion of and the yearly notification of eligibility by the market participant to the relevant NCA;
- *Limiting position limits to agricultural commodity derivatives* and to significant or critical contracts;
- Introducing *new exemptions to the position limits* regime; and
- *Excluding securitised derivatives based on commodities* or commodity indices from position limits and position reporting.

Questions that are no longer relevant still appear in the document as a reference but the answers have been deleted.

NEXT STEPS—ESMA will continue to develop Q&As on commodity derivatives topics and will update them where required.

* * *

FECIF—NewsFlash—102/2022—ESMA: final guidelines on MiFID II suitability requirements

EXECUTIVE SUMMARY—ESMA has published its Final Report on Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements.

ANALYSIS—The assessment of suitability is one of the most important requirements for investor protection in the MiFID framework. It applies to the provision of any type of investment advice, whether independent or not, and to portfolio management.

The main amendments introduced to the MiFID II Delegated Regulation and reflected in the guidelines on the topic of sustainability are:

- *Information to clients on the sustainability preferences*—Firms will need to help clients understand the concept of sustainability preferences and explain the difference between products with and without sustainability features in a clear manner and avoiding technical language.
- *Collection of information from clients on sustainability preferences*—Firms will need to collect information from clients on their preferences in relation to the different types of sustainable investment products and to what extent they want to invest in these products.
- *Assessment of sustainability preferences*—Once the firm has identified a range of suitable products for client, in accordance with the criteria of knowledge and experience, financial situation and other investment objectives, the firm shall identify the product(s) that fulfil the

FECIF INFORMS...

Francesco Surace | Analyst
Cattaneo Zanetto & Co. | Rome | Milan | Brussels
www.cattaneozanetto.it

client's sustainability preferences; and

- **Organisational requirements**—Firms will need to give staff appropriate training on sustainability topics and keep appropriate records of the sustainability preferences of the client (if any) and of any updates of these preferences.

This Final Report builds on the text of the **2018 ESMA guidelines**, which have been reviewed to consider:

- the adoption by the European Commission of the changes to the **MiFID II Delegated Regulation** to integrate sustainability factors, risk and preferences into organisational requirements and operating conditions for investment firms;
- the good and poor practices identified in ESMA's **2020 Common Supervisory Action (CSA)** on suitability. These good and poor practices will give practical guidance to firms in some areas where lack of convergence was identified; and
- the amendments introduced through the **Capital Markets Recovery Package** to Article 25(2) of MiFID II.

By pursuing the objective of ensuring a consistent and harmonised application of the requirements in the area of suitability, including on the topic of sustainability, the guidelines will contribute to the achievement of the objectives of MiFID II.

Following the public consultation on these Guidelines, the report published today contains a feedback statement summarising the responses received and highlighting the amendments and clarifications introduced in the final guidelines to consider the feedback received during this consultation.

NEXT STEPS—The Guidelines will be translated into the official languages of the EU and published on ESMA's website. The publication of the translations will trigger a two-month period during which national competent authorities must notify ESMA whether they comply or intend to comply with the Guidelines. The Guidelines will apply six months after the date of the publication on ESMA's website in all EU official languages.

SOURCES—The text is available [here](#).

* * *

FECIF—NewsFlash—101/2022—ESMA: Q&As on MiFID II and MiFIR transparency topics

EXECUTIVE SUMMARY—ESMA published an updated version of its Q&As on MiFID II and MiFIR transparency topics.

ANALYSIS—The purpose of the document is to promote common supervisory approaches and practices in the application of MiFID II and MiFIR in relation to transparency topics. It provides responses to questions posed by the general public, market participants and competent authorities in relation to the practical application of MiFID II and MiFIR.

The content of the document is aimed at competent authorities and firms by providing clarity on the application of the MiFID II and MiFIR requirements.

ESMA specifies that the content of the document is not exhaustive, and it does not constitute new policy.

SOURCES—The text is available [here](#).

* * *

FECIF INFORMS...

Francesco Surace | Analyst
Cattaneo Zanetto & Co. | Rome | Milan | Brussels
www.cattaneozanetto.it

FECIF—NewsFlash—100/2022—OJEU:
Commission Delegated Regulation (EU)
2022/1455

EXECUTIVE SUMMARY—The Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1455 of 11 April 2022 has been published in the Official Journal of the European Union.

ANALYSIS—The text supplements the Regulation (EU) 2019/2033 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for own funds requirement for investment firms based on fixed overheads.

The Regulation, binding in its entirety and directly applicable in all Member States, enters into force on the twentieth day following that of its publication in the Official Journal of the European Union.

SOURCES—The text is available [here](#).

* * *

FECIF NewsFlash 99/2022—OJEU:
Commission Implementing Regulation (EE)
2022/1384

EXECUTIVE SUMMARY—The Commission Implementing Regulation (EE) 2022/1384 has been published in the Official Journal of the European Union.

ANALYSIS—The Commission Implementing Regulation (EU) 2022/1384 of 8 August 2022 lays down technical information for the calculation of technical provisions and basic own funds for reporting with reference dates from 30 June 2022 until 29 September 2022 in accordance with Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance.

The Regulation entered into force on the day following that of its publication in the Official Journal of the European Union. It shall apply from 30 June 2022. This Regulation shall be binding in its entirety and directly applicable in all Member States.

SOURCES—The text is available [here](#).

* * *



CIFA INFORMS...



WHAT FISCAL POLICY IS WORSE THAN A WEALTH TAX?

Dan Mitchell—Member of CIFA's Advisory Board—www.cifango.org

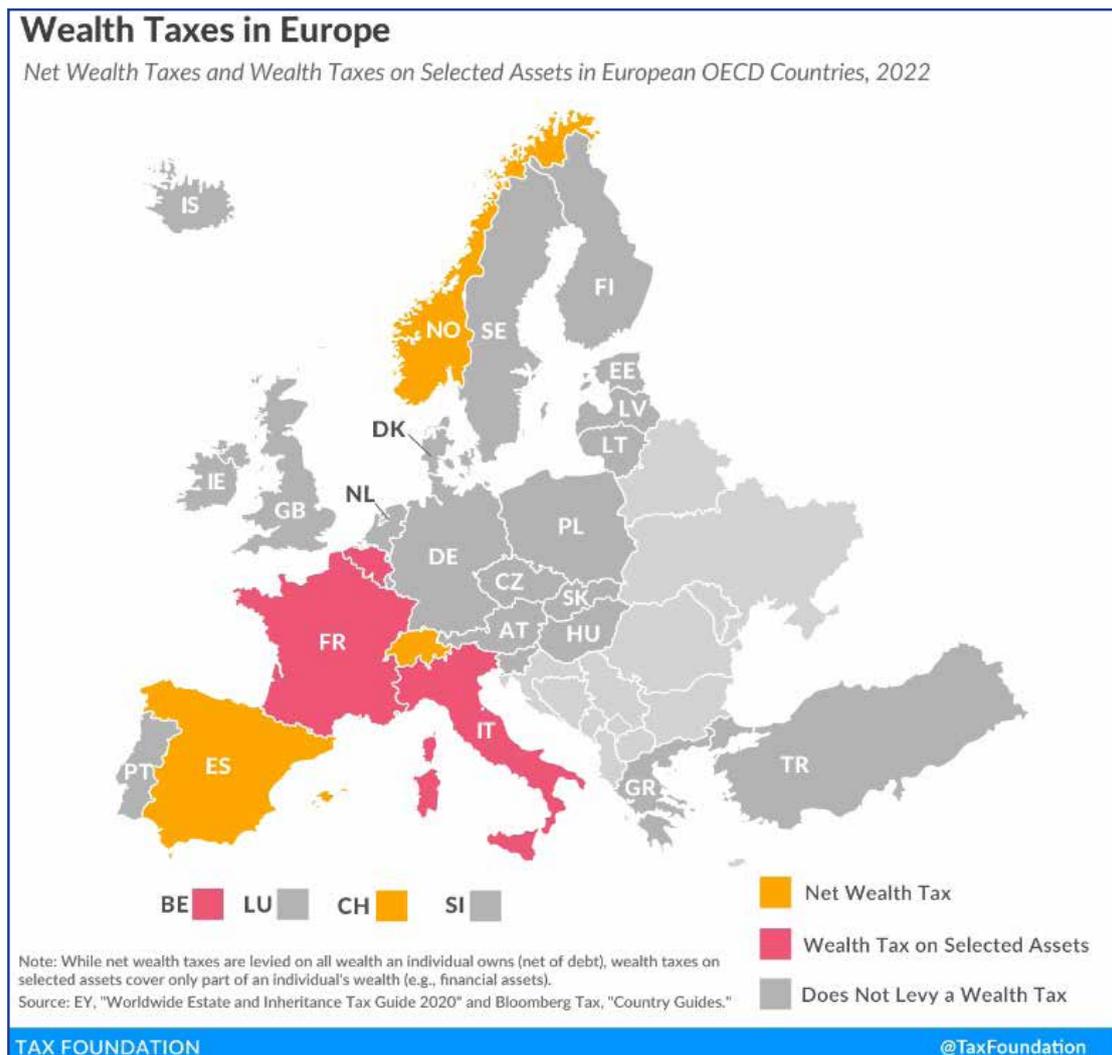
URL Link: <https://danieljmitchell.wordpress.com/2022/10/03/what-fiscal-policy-is-worse-than-a-wealth-tax/>

A **wealth tax** is an extraordinarily **destructive way** for governments to generate revenue.

It violates the **principles of sensible tax policy** and it does **a lot of damage** since people have less incentive to save and invest. It's unadulterated **double taxation**. Or, in some cases, **triple or quadruple taxation**.

And it's unfair.

These factors explain why many nations in Europe **have abolished** their wealth taxes. This **map** from the Tax Foundation shows the holdouts that still pursue this senseless version of class warfare..



CIFA INFORMS...



WHAT FISCAL POLICY IS WORSE THAN A WEALTH TAX?

Dan Mitchell—Member of CIFA's Advisory Board—www.cifango.org

URL Link: <https://danieljmitchell.wordpress.com/2022/10/03/what-fiscal-policy-is-worse-than-a-wealth-tax/>

You'll notice that Spain is one of the few countries that still has this punitive levy. And if you want to learn more about the Spanish version of this levy, you can click [here](#) and [here](#) for thorough summaries.

But one thing that everyone should understand is that politicians are always capable of making a bad situation worse. And as you can see from [this story](#) by Grace Dean for *Business Insider*, that's precisely what the Spanish government is doing by imposing a second wealth tax on the country.

“Spain has introduced a second wealth tax amid soaring inflation, adding an extra 3.5% tax on top of wealth over \$10 million. ...To avoid people being double-taxed, the tax will only apply to the part of people's assets not already taxed by their autonomous community, the government said. People will be taxed at a rate of 1.7% on assets between 3 and 5 million euros, 2.1% on assets between 5 and 10 million euros, and 3.5% on assets of more than 10 million euros (around \$9.76 million). The government said that it was a temporary state tax for 2023 and 2024... The government is also raising taxes on companies with at least 200 million euros in annual income and expects to bring in an additional 200 million euros by increasing taxes on capital gains above 200,000 euros.

Spain is doubling down on taxing the rich with a so-called 'solidarity tax' on 23,000 super wealthy people

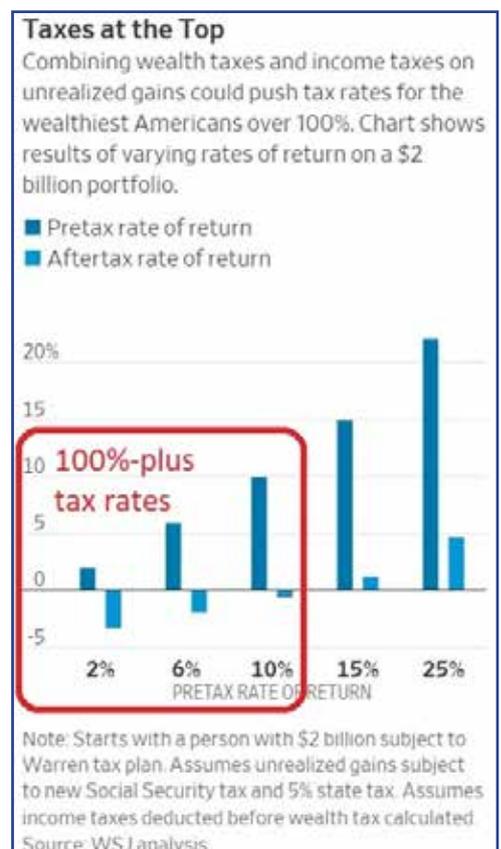
I explained back in 2019 that a wealth tax is basically a back-door way of increasing the tax burden on income that is saved and invested. This is a very bad idea in theory, for reasons explained [here](#) and [here](#), but most people do not realize how bad it is in practice.

It can result in effective tax rates of more than 100 percent.

That's [already happened](#) to some French taxpayers. And it almost surely will happen to some Spanish taxpayers, particularly since financial markets are not exactly enjoying a good year.

[Hardly a recipe](#) for improved competitiveness and faster growth. But also hardly a surprise given the [harsh ideological perspective](#) of the [leftist parties](#) governing Spain.

P.S. I predict [Andorra](#) will be the big winner.



The title of today's column asks "what fiscal policy is worse than a wealth tax"?

The obvious answer is two wealth taxes.

Though I'm not sure why people are referring to this levy as a second wealth tax when it could be considered an expansion of the existing wealth tax. But semantics don't matter. What is important is that this levy will backfire.

L'INTENTION DOLOSIVE ET SON CARACTÈRE RECONNAISSABLE

Article de Yannick Caballero Cuevas—Centre de droit bancaire et financier—<https://cdbf.ch/1244/>

Dans un arrêt [5A_13/2022](#), le Tribunal fédéral examine si le bénéficiaire de créances revendiquées – dans le cadre d'une faillite bancaire – aurait pu ou dû reconnaître l'intention dolosive de la banque en application de l'[art. 288 LP](#).

Anne est cliente de la Banque Privée Espirito Santo (Suisse) SA sise dans le canton de Vaud. Cet établissement fait partie du groupe Espirito Santo, dont la famille d'Anne est une des familles fondatrices.

Dans le courant de l'année 2014, une société du groupe sise au Luxembourg connaît des difficultés financières pouvant avoir un impact significatif sur la banque privée, en raison de l'exposition de sa clientèle aux produits émis par cette société. Ces difficultés financières sont notamment relayées dans différents articles de presse.

Le 21 juillet 2014, la banque accepte une offre de reprise d'une partie de sa clientèle par une société tierce. Le lendemain, elle décide sa liquidation volontaire, laquelle est inscrite le 28 juillet 2014 au Registre du commerce du canton de Vaud. Anne est informée du transfert de sa relation bancaire à la société tierce. Par la suite, la FINMA retire les autorisations de la banque et prononce sa faillite.

Du 1er janvier 2014 jusqu'au 19 septembre 2014, Anne opère plusieurs transferts en faveur de différents destinataires et à un de ses comptes détenus auprès d'une autre banque, ainsi qu'à des conversions en espèces.

Anne décède en 2017. Le 31 janvier 2018, les membres de l'hoirie ouvrent une action en revendication ([art. 20 al. 3 OIB-FINMA](#)) devant la Chambre patrimoniale du canton de Vaud. Ils concluent à la distraction de la masse en faillite

de la banque des valeurs déposées sur le compte de feu Anne ainsi que des montants en espèces provenant des valeurs. La masse en faillite soulève l'exception révocatoire s'agissant des transferts d'espèces et des conversions en titres ségrégués effectués du 1er janvier au 19 septembre 2014. Lors d'une audience, Marc, fils d'Anne et administrateur de la société luxembourgeoise de novembre 1994 à juillet 2014, indique notamment que sa mère n'avait pas de contact personnel et direct avec les dirigeants du groupe concernant les affaires, mais qu'il se pouvait qu'elle les croise à des événements. Il précise qu'elle avait toujours eu confiance dans la famille et dans sa façon de mener les affaires. Par la suite, la Chambre patrimoniale admet l'exception de révocation au sens de l'[art. 288 LP](#) et rejette la demande dans la mesure où la valeur des prétentions en revendication des membres de l'hoirie est inférieure à celle des actes révocables.

Les membres de l'hoirie font appel contre ce jugement devant la Cour d'appel civile du Tribunal cantonal vaudois qui rejette l'appel. Ils forment alors un recours en matière civile contre cet arrêt, se plaignant de la violation de l'[art. 288 al. 1 et 2 LP](#) et d'arbitraire dans l'établissement des faits.

L'[art. 288 al. 1 LP](#) permet de révoquer les actes dolosifs du débiteur envers ses créanciers. Pour cela, les bénéficiaires de ces actes doivent avoir eu connaissance de l'intention dolosive du débiteur ou avoir pu ou dû reconnaître cette intention en usant de l'attention commandée par les circonstances.

Le Tribunal fédéral précise que le caractère reconnaissable de l'intention dolosive ne doit pas être admis trop facilement. En effet, le devoir de se renseigner ne s'impose qu'en présence d'indices clairs.

L'INTENTION DOLOSIVE ET SON CARACTÈRE RECONNAISSABLE

Article de Yannick Caballero Cuevas—Centre de droit bancaire et financier—<https://cdbf.ch/1244/>

Bien qu'il incombe au demandeur de prouver les faits sur lesquels le motif de révocation et le caractère reconnaissable de l'intention dolosive sont fondés, l'art. 288 al. 2 LP prévoit un renversement du fardeau de la preuve pour les créanciers bénéficiaires proches du débiteur. La question de la connaissance de l'intention dolosive est une question de fait, tandis que la question de son caractère reconnaissable est une question de droit.

Dans le cas d'espèce, le Tribunal fédéral relève que l'intention dolosive de la faillie au moment des transferts de fonds et des conversions en espèces en titres pour le compte de la bénéficiaire n'est pas contestée. Dès le 14 avril 2014, la position financière de la banque était sérieusement compromise compte tenu des graves problèmes financiers du groupe.

Le Tribunal fédéral analyse ensuite la question de savoir si Anne pouvait ou devait reconnaître l'intention dolosive et si elle connaissait effectivement cette intention. Il précise aussi que le fait pertinent est de savoir si l'information de la débâcle du groupe était connue et accessible, et non si Anne avait effectivement pris connaissance des articles de presse.

Selon l'appréciation des premiers juges – confirmé par le Tribunal cantonal – Anne pouvait et devait connaître les difficultés financières rencontrées par le groupe et la banque. Dès le 23 juillet 2014,

elle avait connaissance de cette situation compte tenu de l'ordre de virement de EUR 1'200'000 opéré le lendemain de la parution d'un article de presse annonçant que la crise du groupe touchait la Suisse et des courriers de la banque l'informant du transfert de sa relation bancaire à une société tierce. De plus, elle aurait pu et dû connaître la situation financière de la banque en raison de la parution des articles de presse et de ses liens familiaux avec les dirigeants de la banque.

Partant, le Tribunal fédéral écarte le grief sur l'arbitraire et rejette le recours.

Cet arrêt met en évidence le devoir accru de se renseigner pour le créancier dans le cadre d'une faillite d'un parent ou d'une personne proche. L'art. 288 al. 2 LP met le créancier dans un choix délicat, soit il ne se renseigne pas, soit il se renseigne. Le premier choix l'expose au grief qu'il aurait pu et dû reconnaître cette intention sans avoir de preuves pour renverser la présomption légale. Le deuxième choix peut permettre au créancier de prouver qu'il ne pouvait pas reconnaître l'intention dolosive ou, à l'inverse, relever qu'il connaissait effectivement cette intention.

Yannick Caballero Cuevas, *Faillite bancaire: L'intention dolosive et son caractère reconnaissable*, publié le 05 septembre 2022 par le Centre de droit bancaire et financier, <https://cdbf.ch/1244/>



CENTRE DE DROIT
BANCAIRE ET FINANCIER

LE U.S. DOJ VEUT POURSUIVRE DAVANTAGE LES INDIVIDUS

Article d'Urs Zulauf—Centre de droit bancaire et financier—<https://cdbf.ch/1247/>

Le DoJ déclare dans son nouveau mémorandum sur les **Corporate Criminal Enforcement Policies** d'octobre 2022 que la priorité sera mise sur les poursuites pénales contre les individus et souligne l'importance de la révélation spontanée par les entreprises d'informations relatives aux individus impliqués.

Seule la coopération de l'entreprise faisant l'objet d'une enquête lui permettrait de bénéficier d'une atténuation ou d'une exonération de la sanction encourue.

Dans le cadre de procédures contre des entreprises étrangères, l'importance des poursuites parallèles conduites par les autorités étrangères visant tant les entreprises que les individus concernés est également soulignée.

Si les poursuites menées par l'autorité étrangère lui paraissent crédibles, le DoJ américain peut renoncer à une poursuite contre l'entreprise ou les individus impliqués ou atténuer les sanctions encourues.

Des mémos sans fin

L'**enforcement**, et en particulier les poursuites pénales contre les entreprises nationales et étrangères et leurs dirigeants en cas de violations du droit, est un thème récurrent pour le U.S. Department of Justice.

Le Procureur général adjoint du Département de la Justice (*Deputy Attorney General, DAG*) a pour habitude de rédiger des mémorandums dans lesquels il expose les différents aspects de la stratégie du DoJ en matière de poursuites pénales contre les entreprises et leurs dirigeants (*corporate prosecutions*).

Le contenu de ces mémos est ensuite repris dans le *Justice Manual* américain.

Depuis 1999, une douzaine de mémos traitent des procédures pénales contre les entreprises et de **monitoring** de conformité. Lisa Monaco, l'actuelle DAG, a présenté le 15 septembre 2022, lors d'un **discours** (texte) à l'Université de New York, son **deuxième mémorandum** sur ce thème, qui fait suite au **premier** datant d'octobre 2021.

Procédures pénales contre des individus en priorité

Le mémo traite à nouveau de la relation épineuse entre les procédures pénales dirigées contre les entreprises et celles contre leurs dirigeants et employés. Le mémo souligne que la priorité du DoJ est la poursuite des individus. À l'avenir, le DoJ envisage de poursuivre et de condamner les individus impliqués de manière parallèle à la procédure menée contre l'entreprise concernée. Les exceptions à ce principe doivent désormais être formellement approuvées par la haute direction du DoJ. L'avenir montrera si et dans quelle mesure le DoJ pourra mettre en pratique cette intention.

L'imputation aux individus concernés des infractions commises dans les grandes entreprises demeure problématique. Dans le **mémo Yates** de septembre 2015, le DoJ expliquait que les entreprises ne peuvent être récompensées pour leur coopération dans les poursuites pénales que si elles fournissent aux procureurs les informations nécessaires pour poursuivre les auteurs physiques.

Le Monaco Memo 2022 souligne désormais explicitement que les informations relatives aux individus impliqués doivent être transmises en temps utile, c'est-à-dire au moment de leur découverte et non pas ultérieurement.

Le mémo souligne l'importance croissante de la coopération internationale dans le cadre de

LE U.S. DOJ VEUT POURSUIVRE DAVANTAGE LES INDIVIDUS

Article d'Urs Zulauf—Centre de droit bancaire et financier—<https://cdbf.ch/1247/>

poursuites pénales contre les entreprises. Si une autorité pénale étrangère est disposée à mener une procédure pénale contre un individu, le DoJ pourrait renoncer à poursuivre depuis les États-Unis. Le DoJ souligne toutefois que ses procureurs ne renonceront pas aisément aux poursuites pénales contre des personnes à l'étranger. Ils devront s'assurer qu'une sanction semble vraisemblable et que l'autorité étrangère dispose de la compétence, l'intérêt, et la volonté d'engager ces poursuites. Enfin, ils devront également évaluer la sanction encourue et ses effets accessoires.

Ces explications sont intéressantes. Les personnes domiciliées en Suisse qui pourraient potentiellement être condamnées dans des procédures pénales en Suisse et aux États-Unis pour les mêmes faits ont, le cas échéant, un intérêt considérable à ce que les poursuites pénales en Suisse soient crédibles et menées en temps utile. La poursuite pénale en Suisse pourrait ainsi constituer une protection contre les poursuites pénales aux États-Unis. Il n'est toutefois pas certain que cela fonctionne de la sorte en pratique. Quoiqu'il en soit, il semble important que tant les autorités que les avocats des individus concernés se penchent sérieusement sur le sujet et sur les conséquences qui peuvent en découler.

Responsabilité pénale des entreprises

Le mémo tente de déterminer dans quelle mesure les sanctions antérieures en matière pénale et administrative, tant nationales qu'étrangères, devraient influencer les sanctions encourues dans les nouvelles procédures contre les entreprises. Ces considérations seront un régal pour les avocats impliqués, qui pourront s'en prévaloir dans leur argumentation. L'avenir nous dira si les considérations du mémo auront un impact important en pratique.

Le DoJ entend récompenser davantage les entreprises afin d'encourager la révélation spontanée d'infractions commises en leur sein, la coopération pleine et la prise de mesures rapide pour rétablir la situation au sein de l'entreprise. À nouveau, les détails sont importants. Dans ce contexte, le DoJ s'engage à renoncer à un *guilty pleas* ou à l'instauration d'un *monitoring*. En d'autres termes, même une révélation spontanée en temps utile et une coopération pleine de l'entreprise ne permettent pas d'exclure le prononcé d'amendes élevées dans le cadre d'un *deferred prosecution agreement (DPA)* ou d'un *non-prosecution agreement (NPA)*.

Le mémo réitère la pratique actuelle: en cas d'infraction pénale commise par des employés, même d'excellents programmes de conformité et une bonne culture de la conformité au sein de l'entreprise ne lui permettront pas d'échapper à toute sanction. Ces efforts accomplis devraient toutefois atténuer les sanctions et éviter un *monitoring* de conformité.

En plus des critères d'évaluation déjà présentés dans d'autres directives **en général** ou pour des domaines particuliers comme le **droit de la concurrence**, le mémo formule un critère supplémentaire: celui de la mise en œuvre d'un système de rémunération favorisant une bonne compliance et sanctionnant des comportements répréhensibles (par exemple par des réductions de bonus et des dispositifs de récupération des rémunérations versées).

En outre, le DoJ exige des politiques restrictives concernant l'utilisation de téléphones portables et de tablettes personnels et de services de messagerie cryptés pour la communication au sein de l'entreprise. Dans ce contexte, des procédures engagées par les autorités américaines contre différentes banques se sont récemment soldées

LE U.S. DoJ VEUT POURSUIVRE DAVANTAGE LES INDIVIDUS

Article d'Urs Zulauf—Centre de droit bancaire et financier—<https://cdbf.ch/1247/>

par des amendes (pas trop) élevées (JP Morgan) ou sont en cours (visant apparemment Morgan Stanley, Bank of America et UBS).

Monitoring

Une fois de plus, le mémo traite du *monitoring* que le DoJ peut imposer à la suite de la conclusion d'un accord pour contrôler la conformité de l'entreprise. Comme nous l'avons déjà indiqué, cela vise également les entreprises étrangères. Le mémo décrit les critères permettant de déterminer si un système de *monitoring* est nécessaire, ainsi que le processus de choix et de contrôle des moniteurs par les procureurs. Ce dernier point est certainement judicieux, mais il confère aux procureurs, de manière ponctuelle, des compétences d'autorités de surveillance.

Transparence de l'application de la loi par le DoJ

Enfin, le DoJ laisse entrevoir une plus grande transparence sur ses mesures d'*enforcement*. Ainsi, tous les accords pénaux de résolution seront

en principe publiés, y compris les faits admis par l'entreprise et les raisons pour lesquelles le DoJ a conclu l'accord. Conformément à la pratique actuelle, les considérants juridiques ne seront toutefois toujours pas publiés. Les procureurs américains rendent la justice sans la motiver.

* * *

La *version allemande originale* de cet article est accessible sur le site [urszulauf.ch](https://www.urszulauf.ch).

Urs Zulauf, *Corporate crime: Le U.S. DoJ veut poursuivre davantage les individus*, publié le 30 septembre 2022 par le Centre de droit bancaire et financier, <https://cdbf.ch/1247/>



CENTRE DE DROIT
BANCAIRE ET FINANCIER

PLAN-CADRE D'ASSURANCE RESPONSABILITÉ CIVILE PROFESSIONNELLE

... 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 Patrimigest.

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.

CENTRAL BANKS' HIGHER RATES, BOND SALES CLASH WITH GOVERNMENT NEEDS

[...] Central banks and governments are on a collision course. For 15 years, central bankers around the world worked hand in glove with elected leaders to bolster economic growth and inflation. Now, with inflation at multidecade highs, technocratic central bankers are driving up the cost of servicing mortgages and other debt, just as many governments spend heavily to absorb the blow of higher energy costs (war in Ukraine), and to meet new commitments, including defense. [...]

[...] If central banks continue to raise interest rates, they will raise the cost of servicing government debt and could put millions of people out of work. If they blink ... investors, businesses and households could doubt their willingness to combat high prices. [...]

[...] So who will come out on top—governments or central banks? [...]

The Wall Street Journal—Oct. 2, 2022—<https://www.wsj.com/articles/central-banks-higher-rates-bond-sales-clash-with-government-needs-11664703004>

MARKETS BREAK WHEN INTEREST RATES RISE FAST: HERE ARE THE CRACKS

[...] Central banks are raising interest rates at the fastest pace in more than 40 years—and signs of stress are showing. [...]

[...] Recent turmoil in British bond and currency markets is one. That disturbance has exposed potential risks lurking in pensions and government bond markets, which were relative oases of calm in past financial flare-ups. [...]

[...] Derivatives can be used to hedge risk or amplify returns. LDIs were designed to do both: protect pensions from low interest rates by constructing cheap hedges, while freeing up cash to invest in higher-yielding assets. As interest rates rose, pension funds were exposed to losses and margin calls, demands for cash to cover the risk of more losses. [...]

The Wall Street Journal—Oct. 5, 2022—https://www.wsj.com/articles/when-interest-rates-rise-fast-markets-tend-to-break-how-to-spot-the-cracks-11664974804?mod=hp_lead_pos5

FED'S RATE INCREASES DEFY ALL THE RULES

[...] The Federal Reserve, first criticized for raising interest rates too slowly, is now accused by some of lifting them too rapidly. [...]

[...] Jerome Powell favored tightening policy at a glacial pace from 2020 through late 2021, but since March has raised rates at breakneck speed to combat high inflation. [...]

[...] The debate over the merits of rules vs. discretion is almost as old as central banking. The gold standard was the original policy rule: Maintain the currency's convertibility to gold. [...]

[...] The British essayist and journalist Walter Bagehot wrote. "A uniform remedy for many diseases often ends by killing the patient." [...]

[...] In 1993, the economist John Taylor sought to explain recent Fed policy under chairmen Paul Volcker and Alan Greenspan with a rule. It sets interest rates at "neutral"—a level that keeps inflation and unemployment stable over time—then adjusts them based on how far inflation is from the Fed's target, now 2%, and how much slack the economy has (unemployment). [...]

[...] The "Fed has never explicitly tied our monetary policy decisions to any formula, including Taylor rules," Mr. Powell said last month. [...]

[...] In August of 2020, the Fed adopted an inertial rule: Instead of setting interest rates to hit 2% inflation, it would keep rates lower if inflation had run below 2%... Unemployment, no matter how low, wouldn't be a reason to raise rates. [...]

[...] In June, Mr. Powell said the Fed would keep tightening swiftly until it saw "compelling evidence that inflationary pressures are abating... in the form of a series of declining monthly inflation readings." This approach resembles a "first-difference" rule, which can be summarized as: Keep raising interest rates until inflation is almost back to target. [...]

[...] At some point, the Fed will appear to change its rule again [...]

The Wall Street Journal—Oct. 5, 2022—<https://www.wsj.com/articles/feds-rate-increases-defy-all-the-rules-11664977926>

FUND MANAGERS, REGULATORS WRESTLE OVER PLANS TO TIGHTEN ESG RULES

[...] ESG funds have boomed in recent years, exceeding \$350 billion in net assets in 2021 in the U.S., as investors look to fund companies that are addressing climate change and other issues. But murky disclosures and lax standards are driving regulators to tighten the rules. [...]

[...] Regulators in the U.S. and Europe are trying to tighten rules on popular environmental, social and governance investment products, triggering a backlash from investors and businesses. [...]

[...] Proposed regulations from the Securities and Exchange Commission would establish a common benchmark for how sustainable investment products are labeled, marketed and reported. In Europe, some ESG data providers rejected calls for regulatory intervention meant to monitor the transparency and comparability of environmental ratings. [...]

The Wall Street Journal—Oct. 4, 2022—https://www.wsj.com/articles/fund-managers-regulators-wrestle-over-plans-to-tighten-esg-rules-11664845856?mod=lead_feature_below_a_pos1

GLOBAL SCOPE OF EU'S GREENWASHING CRACKDOWN SPOOKS WALL STREET

[...] Bankers complain about extraterritorial extent of the new directive on sustainability reporting. "The extraterritoriality is bonkers," a policy expert at a large US institution told the Financial Times. [...]

[...] Global warming is, by definition, a global problem. But the worldwide scope of the EU's latest climate change effort — designed to end the practice of describing things as greener than they really are — is provoking alarm on Wall Street. [...]

[...] The Corporate Sustainability Reporting Directive, agreed in principle with little fanfare earlier this summer and due to come into force from next June, compels all "large" companies that operate in the EU or have listed securities in the bloc to produce extensive new reports on the effects of their business, and of their parent companies, on the environment. [...]

Financial Times—Aug. 22, 2022—<https://www.ft.com/content/084b3974-763f-4a96-866e-3ac929a9fd8c>

ASSET MANAGERS MAY REGRET BECOMING THE NEW BANKS

[...] Before the 2008 financial crisis, bankers were the undisputed kings of the financial hill, making markets, taking risks and cooking up complex financial products such as CDOs, CLOs and MBSs. Then the failure of Lehman Brothers drove the industry off a cliff, forcing European and US governments to fund taxpayer rescues. [...]

[...] Three US index fund providers — BlackRock, State Street and Vanguard — together control 15 to 20 per cent of most American companies. Asset managers and private equity houses also took over funding once provided almost exclusively by banks. They use "alternatives" — offerings that deal in private credit, infrastructure and real estate.. [...]

[...] Now, asset managers are under scrutiny on two continents for their power and importance as well as concerns about the products they sell. Once again the focus is on an alphabet soup of acronyms, in particular ESG and LDI (liability-driven investment strategies). [...]

[...] Alphabet soup of LDI and ESG puts BlackRock and others in the financial hot seat. They have moved into so many new businesses that trouble can come from anywhere. [...]

[...] Other risks may be looming—most private credit managers have no experience with the defaults and writedowns that can accompany a prolonged recession. Regulators and investors should stay alert. [...]

Financial Times—Oct. 5, 2022—<https://www.ft.com/content/58eb463f-dcf2-496e-8dce-ca441dd1576f>

IMF WARNS FUNDS WITH ILLIQUID ASSETS POSE RISK TO FINANCIAL STABILITY

[...] The IMF has warned that a surge of outflows from funds allowing frequent investor withdrawals but holding hard-to-sell assets could amplify market stress and "potentially undermine the stability of the financial system". Concerns about open-ended funds are not new. [...]

Financial Times—Oct. 4, 2022—<https://www.ft.com/content/a0556d64-985d-4b2f-ad83-8196afc89a51>

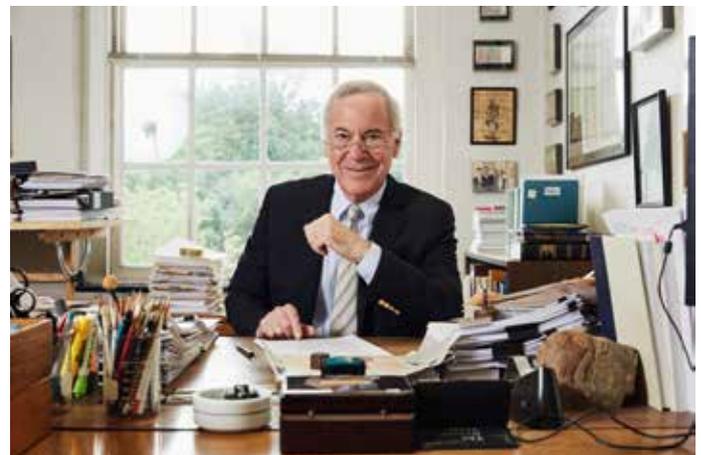
FLOATING EXCHANGE RATES ADD TO ECONOMIC UNCERTAINTY

Prof. Steve H. Hanke, Johns Hopkins University—as published in the Wall Street Journal (Aug. 8, 2022)

*Instability brings problems
for the U.S. and Europe—and
serious crises to the developing nations.*

Nobel economics laureate Robert Mundell wrote¹ in 1998 that the dollar-euro exchange rate would go on to become “the most important price in the world.” Mundell, who was known as the father of the euro, was exactly right. Since the euro was introduced in the following year, the dollar-euro has been, by volume of transactions, far and away the most important currency pair. It has also fluctuated wildly—reaching 84 U.S. cents per euro in 2000 and \$1.59 in 2008. Today, it’s at parity—a rate that hasn’t been seen for 20 years.

The exchange rates of major currencies haven’t always been so volatile. The Bretton Woods Agreement of 1944 ushered in a system of international exchange-rate fixity and stability. A golden age of record-setting performances among the world’s advanced capitalist countries ensued. But that global monetary system was scrapped 29 years later by the unilateral action of the Nixon administration. What followed was an era of



flexible, unstable exchange rates—what the great French economist Jacques de Larosière terms an “**anti-system**”—in which the advanced economies experienced a dramatic growth slowdown and a sharp acceleration of inflation.

That anti-system creates problems. Banking crises, soaring inflation, sovereign-debt defaults, and economic booms and busts all find a common source in currency instability. Each of these ills inspires calls for policy changes—many of which threaten free societies. Karl Schiller, Germany’s finance minister from 1966 to 1972, captured the point well when he observed that “stability is not everything, but without stability, everything is nothing.”

¹ link to Robert Mundell article:

https://www.wsj.com/articles/SB890772759140074000?mod=article_inline



FLOATING EXCHANGE RATES ADD TO ECONOMIC UNCERTAINTY

Prof. Steve H. Hanke, Johns Hopkins University—as published in the Wall Street Journal (Aug. 8, 2022)

Today, dollar-euro parity is inflicting a great deal of strain on the international anti-system. When the dollar strengthens, untethered emerging-market currencies don't float on a sea of tranquility. They sink like stones. Since January 2020, I have recorded 20 emerging-market currencies that have lost more than 20% of their value relative to the dollar. Eight of those countries—Argentina, Cuba, Lebanon, Sudan, Syria, Turkey, Venezuela and Zimbabwe—have seen more than 65% of their currencies' value against the dollar evaporate.

As these currencies lose value, inflation rates surge. Money that emerging-market countries borrowed at “low” interest rates in U.S. dollars becomes a growing mountain of debt. If that isn't bad enough, foreign investors, in an attempt to escape the ravages of depreciating currencies, run for the hills. That's exactly what's happened; for a record five consecutive months, investors have pulled funds out of emerging markets.

How can we restore stability for the dollar and the euro? The U.S. and European Union should enter a formal agreement that specifies a zone of stability—say, \$1.20 to 1.40 per euro. When the dollar is weak, the European Central Bank would be obliged to defend the zone of stability by purchasing dollars. Likewise, the U.S. Treasury would be obliged to defend a weak euro by purchasing euros.

The center would find stability again. But what about the periphery?

Most emerging markets' central banks produce unstable currencies and prices, which create inflation. The answer, then, is that each of these banks—perhaps a hundred of them, from Albania to Zambia—should be mothballed and put in museums. They should be replaced by currency boards, like that in Hong Kong. Under such an

arrangement, a currency board would issue a domestic currency that would trade freely at a fixed exchange rate with an anchor—either the U.S. dollar or the euro. It would be fully backed by anchor currency reserves, and the locally issued currency would be a clone of its anchor.

The periphery, in other words, would no longer exist—and currency stability would prevail. Long live stability.

Steve H. Hanke is a Professor of Applied Economics and Founder & Co-Director of The Johns Hopkins Institute for Applied Economics, Global Health, and the Study of Business Enterprise. He is a Senior Fellow and Director of the Troubled Currencies Project at the Cato Institute, a contributor at National Review, 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 four foreign institutions. He was President of Toronto Trust Argentina in Buenos Aires in 1995, when it was the world's best-performing mutual fund. Currently, he serves as Chairman of the Supervisory Board of Advanced Metallurgical Group N.V. in Amsterdam.

In 1998, he was named one of the twenty-five most influential people in the world by World Trade Magazine. In 2020, Prof. Hanke was named a “Knight of the Order of the Flag.”

Follow him on Twitter @Steve_Hanke

THE PARABOLIC RISE OF THE US\$ INDEX IS BAD NEWS FOR US EQUITIES!

Bruno Estier Strategic Technicals—<http://bruno.estier.net/>—bruno.estier@bluewin.ch

Quarterly charts are useful as the parabolic move of the US\$ Index seems on its way to reaching the long-term Fibonaci extension of 123.90, just above the previous high of 2001 at 121.21. The momentum on a quarterly chart is lagging so much that they are not so useful, except to confirm that the momentum has been accelerating upward during the last 18 months.

The quarterly STO is entering the overbought zone in a pattern similar to 2015 when the US\$ Index paused for a few quarters. The recent spike at 114.75, followed by a minor pullback to 112, cannot be seen as a major event leading to a reversal. For such a characterization, a decline below 110 would be needed as it would open a pullback toward 105, the Fibonaci 38% recent rise from 89 in 2020.

We have to consider that the current rise will extend in correlation with the rise of the US 10-Year Treasury yield (black dotted line). Further, we note that the rising US\$ Index is now inversely correlating with the declining \$GNX commodity index, again becoming a normal situation. The declining Relative Strength of Emerging Markets vs. the S&P500 since 2008 is logical as the US\$ Index has been in an uptrend with higher highs & lows. The recent parabolic rise appears to have a similar pattern as in 2000-02, rising to 121.21—suggesting that the S&P500 may continue to decline as long as the US\$ Index has not made a major pullback to reverse the current ongoing parabolic rise, in a big way.

Not very good news for the US equities market so far!

Chart of US\$ Index in quarterly candles with Ichimoku cloud and Bollinger Bands and a rising 40-quarter moving average (thick green line). The yield spread of the 10-year US Treasury yield minus 10-year German Bunds (flat orange line), is not correlated with the parabolic rising US\$ Index candles.

Upper panel: the declining Relative Strength of Emerging Markets (EEM) v. S&P500 (gold solid line) now pulling back after a strong rise in the \$GNX commodity index (red dash line in % change on left scale). The S&P500 (SPX) - right scale (green solid line).

Lower panel: the positive MACD has crossed up again, suggesting increasing upside momentum for the US\$ Index, while the rising quarterly "Slow STO" is entering an overbought area as in 2015. The US\$ Index made a spike at 114.75 last quarter, which may be a case for a major reversal, leading to a pullback toward Fibonaci 38% (105). Above 115, the rise would extend toward its Fibonaci target of 123.90, which is just above the previous 2021 high of 121.21 along with the still-widening and rising upper B-band. Only a decline below 104 would call an end to the bullish case.

Source of data:
Stockcharts.com.
Supports line & parameters are provided by BEST.



This information is being provided to you solely for your information, as an example of theoretical technical analysis and coaching. It 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.

**CONFÉRENCE—GPGP—COMPRENDRE ET INVESTIR DANS LES CREDITS
CARBONE—JEUDI 13 OCTOBRE 2022—18H00—LA MÈRE ROYAUME—GENÈVE**

Conférence annuelle du Groupement Patronal des Gérants de Patrimoines

« COMPRENDRE ET INVESTIR DANS LES CREDITS CARBONE »

Réduire les émissions de CO2 est l'objectif premier dans la lutte contre le changement climatique. Le système des crédits carbone est l'un des mécanismes incitatifs pour y parvenir. Mais comment est-il organisé ? Quelle est la différence entre le marché organisé et le marché volontaire ? Qui en sont les acteurs ? Comment investir ? Le carbone est-il une nouvelle classe d'actif décorrélée du marché actions ? Nos conférenciers répondront à toutes vos interrogations le 13 octobre prochain.

covalence
ESG ratings



Antoine Mach
Managing Partner
Covalence SA

Z | FINANZLAB



Gilles Corbel
Vice-Président du GPGP
CEO Finanzlab SA

climeworks



Barbara Truyers
Partnerships Manager
Climeworks AG

Jeudi 13 octobre 2022 à 18h00

Auberge de La Mère Royaume, Pl. Simon-Goulart 4, Genève

Accueil dès 17h30, cocktail dînatoire dès 19h30. Merci de vous inscrire via le QR code

GPGP GROUPEMENT PATRONAL
DES GÉRANTS
DE PATRIMOINES



CONFÉRENCE—PERFORMER—JEUDI 13 OCTOBRE 2022—9H00/18H00
ORGANISÉE PAR LUSENTI PARTNERS—MEMBRE DU GSCGI

Participation GRATUITE pour les Membres du GSCGI

**Réservez la date !
Save the date !**

Jeudi /Thursday 13. 10. 2022
Genève/Geneva, Hotel Mandarin Oriental
9:00 - 18:00

**Placements immobiliers
internationaux**
International Real Estate Investments

P E R F O R M E R
INVESTMENT CONFERENCES



**CONFERENCE IN
HYBRID FORMAT:
FACE-TO-FACE
AND VIRTUAL**
Presentations in
French and English
Continuing
education certificate

Le programme détaillé vous parviendra ultérieurement
The full program will be sent out later

Informations et inscription / Information and registration:
www.performer-events.com

GSCGI—GE: 30 NOVEMBRE 2022, BANQUE SYZ SA, MEMBRE PARTENAIRE DU GSCGI

Retrouvez-ici l'invitation
dans l'édition de Novembre 2022
du
WealthGram

* * *

21 Oct. 2022/Genève—*Conférence annulée*

30 Nov. 2022/Genève—Orateur: Charles-Henry Monchau, Chief Investment officer, Banque Syz SA, Membre Partenaire du GSCGI

* * *

Réservez ces dates!

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

Non-Membres bienvenus — Inscrivez-vous!

GSCGI—02 SEP. 2022—ACTIFS ALTERNATIFS? CRYPTO? DEFI?

Cosima F. Barone—Membre du Conseil du GSCGI

Le Groupement a organisé au Métropole le 2 septembre dernier sa conférence mensuelle en collaboration avec Smat, Membre du GSCGI, autour du thème suivant:

ACTIFS ALTERNATIFS? CRYPTO? DEFI?

Quelles solutions pour la gestion de portefeuilles de demain

La conférence s'est déroulée de façon interactive entre les orateurs—**Anthony Jaoui (CEO)**, **Pierre-Adrien Vibert (CLO)** et **Anthony Touboul (COO)** de Smat—et les participants.

Pierre-Adrien Vibert, avant de se focaliser sur le thème de ce jour 'Les Actifs Alternatifs', présente brièvement Smat qui, via sa plateforme créée en 2020, propose (1) une large gamme d'investissements alternatifs (*private equity*, dette privée, etc.) sélectionnés pour une communauté d'investisseurs professionnels, et (2) construit l'avenir des actifs numériques pour les gestionnaires de fortune, en commençant par les principales crypto-devises et les services financiers décentralisés.

Il définit les investissements alternatifs comme l'ensemble des instruments financiers non-côtés sur les marchés actions et obligataires, par exemple:

- ➔ Les actifs réels (immobilier, infrastructure, commodities).
- ➔ Le *private equity* et la dette privée.
- ➔ Les *hedge funds*.
- ➔ Les crypto-actifs (crypto-devises, NFT, *security* ou *utility tokens*).

Le marché des actifs alternatifs a fortement progressé ces dernières années, allant de \$7+ milliards à \$13+ milliards entre 2015 et 2021. La quote-part de l'alternatif dans les portefeuilles des fonds de pension a également évolué, soit de 5% à 25% entre 1996 et 2019. C'est la confirmation que, malgré un contexte

économique incertain et la volatilité des marchés d'actions et d'obligations, l'attrait des investisseurs professionnels pour les stratégies alternatives reste très important.

Anthony Jaoui décrit l'évolution encore plus impressionnante du marché des crypto-actifs. Voir l'infographie suivante...



Il indique que les produits alternatifs représentent une classe d'actifs très attractive pour les acteurs de la gestion privée, et ce à divers niveaux (par exemple, diversification des investissements et potentiel de rendement important), tels que le financement de l'économie réelle et avoir un impact ESG positif.

Cependant, il ne faut pas ignorer, dit-il, les nombreux obstacles à surmonter, tant pour les actifs 'traditionnels' (accessibilité limitée aux produits; absence de transparence de l'information et difficultés d'appréhension des risques; et absence de liquidité), que pour les crypto-actifs (sécurité des transactions; absence d'infrastructure dédiée aux investisseurs professionnels [*wallets*, solution de *custody*]; et volatilité du marché).

Anthony Touboul invite alors les participants à exprimer leurs préférences d'investissements dans les produits sus-mentionnés, par le biais d'un survey instantané 'online'. Cela a été une expérience bien enrichissante.

GSCGI—02 SEP. 2022—ACTIFS ALTERNATIFS? CRYPTO? DEFI?

Cosima F. Barone—Membre du Conseil du GSCGI

Anthony Jaoui intervient alors pour parler de la solution que Smat offre, facilitant la distribution d'investissements alternatifs 'traditionnels', sous forme de plateforme 'marketplace' digitale adaptée aux actifs traditionnels et aux crypto-actifs ... voir l'infographie suivante:



Le produit Smat évoluera (version Beta 1T 2023) afin d'apporter aux acteurs de la gestion de fortune traditionnelle l'infrastructure nécessaire pour investir en toute sécurité dans la classe des crypto-actifs (crypto-devises, NFT, *utility* et *security tokens*). Plus spécifiquement, il s'agira d'une infrastructure fonctionnelle permettant d'investir pour le compte des clients, riche de supports tels qu'une vue consolidée des portefeuilles de chaque client et un accès simple aux protocoles de finance décentralisée (DeFi). En d'autres termes, Smat connecte la Finance Traditionnelle (TradFi) aux protocoles de finance décentralisée (DeFi), affirme Anthony Jaoui, et donne ainsi un accès transparent et sécurisé à des solutions de *staking*, de *lending*, à des pools de liquidité, etc.

Anthony Jaoui explique également la technologie de la 'blockchain', en particulier son évolution du

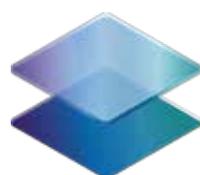
mode 'proof of work' (POW) vers 'proof of stake' (POS), ce dernier étant bien moins énergivore que le précédent. POW et POS sont des algorithmes essentiels qui permettent de sécuriser la *blockchain* afin que les utilisateurs puissent ajouter des nouvelles transactions en crypto-monnaies.

De plus, Anthony Jaoui souligne que (1) le secteur des crypto-actifs a un grand besoin d'être régulé et (2) les conseillers à la clientèle devraient suivre une formation professionnelle adaptée à cette nouvelle classe d'actifs.

Pierre-Adrien Vibert précise le *business model* de Smat permettant l'acquisition d'actifs alternatifs en direct pour le compte des clients, dont les conditions sont bien illustrées dans l'infographie suivante...



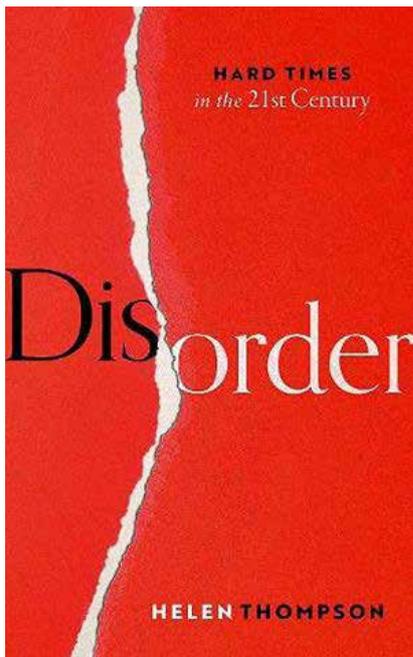
Cette conférence a été très riche d'informations, également grâce aux nombreuses questions posées par les participants conduisant au développement de sujets bien précis par les trois orateurs que le Groupement remercie vivement. C'est impossible de reporter la totalité de ces débats dans ce bref résumé. Comment bénéficier au mieux de tant d'information utile? Participer aux conférences mensuelles du GSCGI!



Smat.

Disorder: Hard Times in the 21st Century

by Helen Thompson



Whither the Eurozone?

Helen Thompson appears quite frequently in the public prints ... Her day job is at Cambridge, where she is a professor of political economy. In the academic world she has made her name with a series of books and articles on the politics of oil, on which she is undoubtedly an expert. More recently, she has turned her attention to financial markets.

Disorder is an ambitious undertaking. In it, Thompson attempts to pull together three strands of argument in a way that is accessible to the general reader.

The first, where she is sure-footed, focuses on the geopolitics of energy, and especially of oil. Her discussion of US policy in the Middle East, of the way that it has changed as a result of the exploitation of shale gas in the United States, and of the Russian stranglehold on European gas supplies, which has been facilitated by short-sighted German policies, is most illuminating.

The second strand is financial, examining the evolution of the world economy from the collapse of the Bretton

Woods settlement through the global financial crisis and the subsequent travails of the European economic and monetary union.

The third strand is more straightforwardly political. Here, she relates the changing political landscape in Europe, in particular, to developments in the energy market and the impact of the financial and Eurozone crises on political parties. In most EU countries, the centre ground of politics has splintered and new forces on the far left and far right now play a much more significant role than they did two decades ago.

She has a fundamental problem with the ECB, one that we should take seriously. Essentially, she thinks that taking monetary policy out of the political sphere is a mistake and produces a kind of alienation among the population. The ECB was constructed on the Bundesbank model, with a high degree of independence. Central bank independence is the model that most democracies have embraced in recent decades, with few regrets in the United States, United Kingdom, Canada or Japan, but arguably the Eurozone model is more problematic. The EU, unlike nation-states, has no central fiscal policy, a point well made by Thompson, and the ECB has sometimes instructed member states to cut spending or raise taxes, which many see as well in excess of its brief.

Disorder is a stimulating read!

<https://literaryreview.co.uk/whither-the-eurozone>

* * *

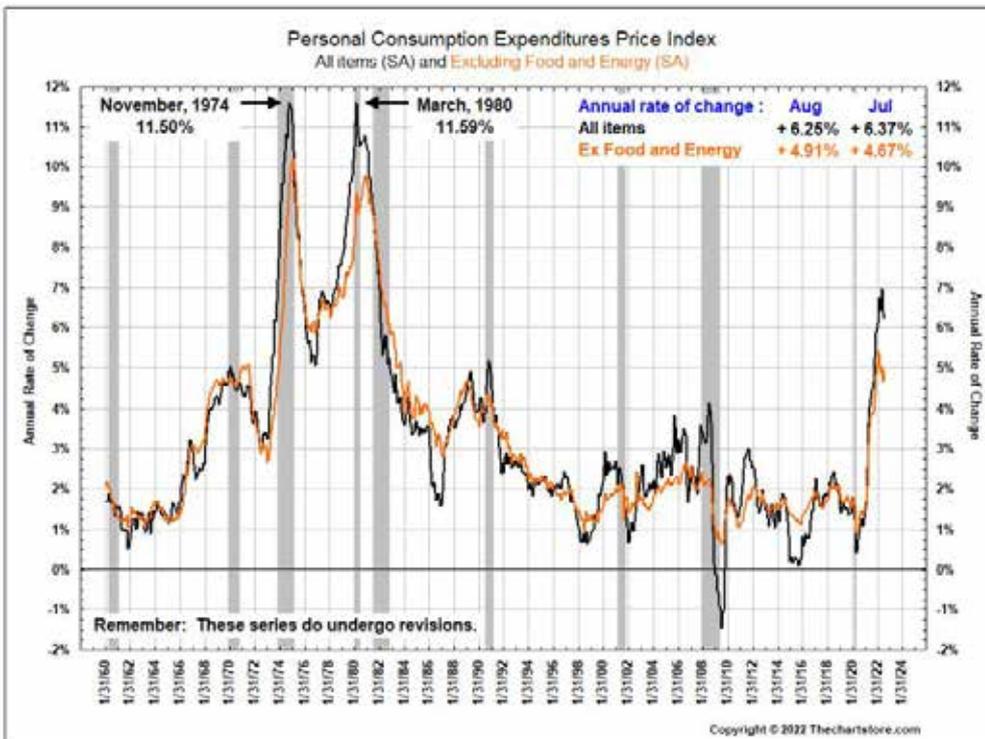
ABOUT THE AUTHOR

Helen Thompson is Professor of Political Economy at Cambridge University. An expert on the politics of oil, she appears frequently in the public prints, notably the *New Statesman*, and co-presents the *Talking Politics* podcast, where she comments sensibly and objectively on the passing scene. More recently, she has turned her attention to financial markets.



Is the Concerted Drive to Higher Interest Rates about to end?

Cosima F. BARONE—FINARC SA—www.finarc.ch



Commodity indices are overall up, year-to-date, although the 'energy' and 'grains' are those really contributing to the upmove.

'Industrial metals' are down, except nickel, 'precious metals' are also down except palladium, and 'softs' too are all down since January 2022.

Is this a hint that PCE price index (historic graph on left), favored by the FED, might at least pause over the near future? May be.

Moreover, the total industry capacity utilization index (historic graph below) appears quite toppish around 80+. Normally, it's around 74 & higher that the

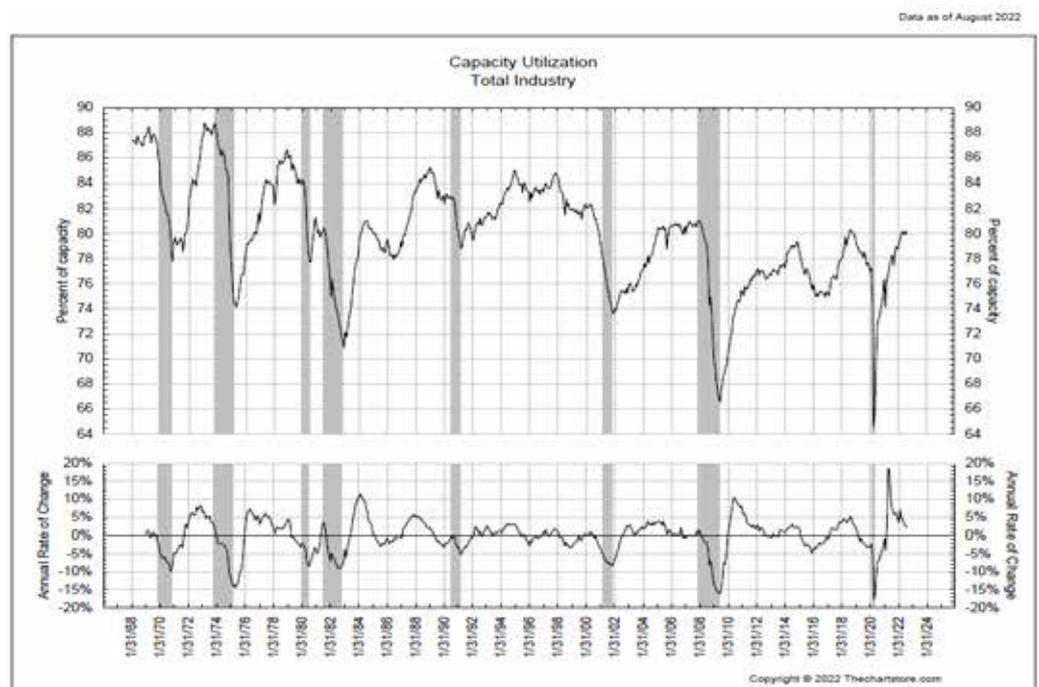
index is generally believed to signal higher inflation.

Federal Reserve officials, after having raised rates five times this year, keep insisting that it is premature now to move less rapidly, although it might be appropriate at some point in the future.

That said, Investors should hold their powder dry as, historically, October is the most disappoint month of the year.

* * *

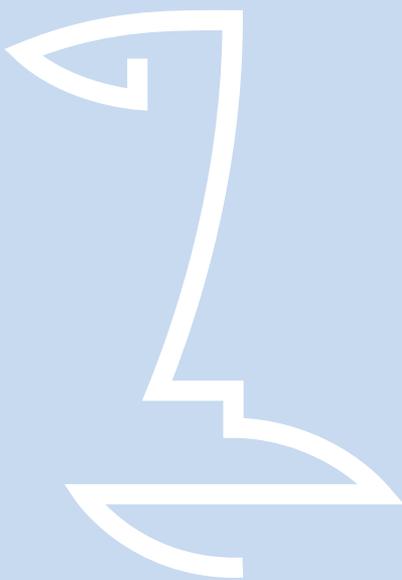
Historic Graphs (1960 & 1968 to present) are courtesy of thechartstore.com



LUSENTI PARTNERS—www.lusenti-partners.ch—MEMBRE DU GSCGI

PLACEMENTS DANS LES INFRASTRUCTURES ASPECTS PRATIQUES

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