

THE IFA's

Wealth Gram

LA TRIBUNE MENSUELLE
DES MEMBRES DU GSCGI

wealthgram@gscgi.ch
www.gscgi.ch

Vol. VIII
N°91 - Novembre 2019



Subordinated Debt – The opportunity hidden in negative yielding debt

 Atlanticomnium

- Expert
- Independant
- Dedicated

www.atlanticomnium.ch
Membre du GSCGI

SOMMAIRE

3	EDITORIAL	Quel Organe de Médiation pour les GFI, Trustees et Conseillers en placement? ... <i>Le Conseil du GSCGI</i>
4-6	SPONSOR DE NOVEMBRE 2019	SUBORDINATED DEBT— The opportunity hidden in negative yielding debt ... <i>Romain Miginiac, ATLANTICOMNIUM, Membre du GSCGI</i>
7-9	LES MEMBRES DU GSCGI	FECIF informs... <i>NewsFlash 98, 97 & 96/2019, (EBA; ESA; EIOPA)</i> CIFA informs... <i>XVIIIth Intl Forum 2020, NYC — due in April at the United Nations</i>
10	ASSURANCE PROFESSIONNELLE	Assurance Cadre Responsabilité Civile ... <i>pour les Membres du GSCGI</i>
11-13	JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE	(1) Le système de communication au MROS doit être réformé (CDBF); (2) L'impôt anticipé à la croisée des chemins (CDBF)
14-19	ANALYSES & PLACEMENTS	A Deep Dive into Divs ... <i>Eric Benoist, NATIXIS, Membre Partenaire du GSCGI</i>
20-21	LE COIN TECHNIQUE	(1) As the wall of worry dissipates, Equities should continue to rise ... <i>[E.Owczarzak, MT]; (2) Rotation from Growth into Value versus U.S. 10-year Yield and S&P500 ... B. Estier, BEST; ...both Members of GSCGI</i>
22-23	IN GLOBO	<i>World Gold Council & various by CFB</i>
24-25	GLOBAL EVENTS & AGENDA OF GSCGI'S MONTHLY CONFERENCES	FECIF (Brussels, Nov. 6); Academy& Finance (Genève, Déc. 2 & 5) GSCGI/GE: NATIXIS (Genève, 8 Nov.) — GSCGI/ARIF (Genève, 22 Nov.)
26-27	LA RÉUNION MENSUELLE DU GSCGI	GSCGI/GE: Oct.11, 2019 — Le LUXEMBOURG et la SUISSE: <i>Une Relation Bilatérale pour la Gestion d'Actifs?</i> <i>Conférence de FINIMMO, Membre du GSCGI; article de Cosima F. Barone</i>
28	BOOK REVIEW	The Man Who Solved the Market: How Jim Simons Launched the Quant Revolution ... <i>by Gregory Zuckerman</i>
29	CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE LA PAROLE EST À VOUS	'The Man Who Solved the Market: How Jim Simons Launched the Quant Revolution' (Text-Graph by WJS); C.F. Barone, FINARC SA, Membre du Conseil du GSCGI
30	SPONSOR DE NOVEMBRE 2019	ATLANTICOMNIUM — www.atlanticomnium.ch — Membre du GSCGI

Editeur: G S C G I

Secrétariat Général:

NEW:

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

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

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

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

ÉDITORIAL

Quel Organe de Médiation pour les GFI, Trustees et Conseillers en placement?

Le Conseil du GSCGI

Il est prévu que la LSFIn entre en vigueur le 1er janvier 2020. Dès son entrée en vigueur, le Département Fédéral des Finances (DFF) aura pour compétence de reconnaître un Organe de médiation au sens de la LSFIn.

**Dernier appel
pour défendre vos intérêts
face aux nouvelles exigences
de la loi sur les services financiers
(LSFIn)!**

- ▶ Sera-t-il ouvert à toutes les branches et prestataires de services financiers, plutôt qu'à une branche ou une organisation de branche en particulier?
- ▶ Quel Organe contribuera le plus à la compétitivité internationale de la place financière suisse?
- ▶ Comment contenir le coût d'affiliation à un niveau le plus bas possible?

Les prestataires de services financiers devront être affiliés auprès d'un Organe de médiation dès l'entrée en vigueur de la loi (art. 77 et 80 LSFIn) ou, selon le projet d'ordonnance, dans les 6 mois dès la reconnaissance d'un Organe de médiation auquel les prestataires pourront s'affilier. Cet Organe de médiation devra être financé par les prestataires de services financiers qui lui sont ou seront affiliés.

Si aucun Organe de médiation n'existe au 1er janvier 2020, le DFF aura le mandat d'en instaurer ou d'en désigner un. Actuellement, dans le secteur financier, seuls les membres de l'Association suisse des banques (ASB) bénéficient d'un Organe de médiation existant qui tombe sous le champ de la LSFIn, soit l'Ombudsman des banques. Pour y accéder, il faut être membre de l'ASB.

Au GSCGI, nous nous sommes posé les questions suivantes: (1) Combien d'Organes de médiation y aura-t-il? (2) Qui seront-ils? (3) Combien cela va-t-il coûter aux prestataires de services financiers? Pour l'instant, personne ne peut y répondre, car cela dépend surtout de l'initiative du secteur privé, des organisations de branche, et ce jusqu'au 31 décembre 2019. Nous estimons important de protéger les intérêts financiers de nos membres (et de l'ensemble des prestataires de services financiers) concernant l'Organe de médiation selon la LSFIn, ainsi que de préserver l'image de la place financière suisse. Plusieurs aspects nous apparaissent très importants, tels que:

- ▶ Qui sont les candidats annoncés au Département Fédéral des Finances?
- ▶ Quels sont leurs buts (lucratif ou non-lucratif)?
- ▶ Qui sont les initiateurs? Quel est leur niveau de connaissances du secteur financier et de maîtrise des exigences relatives à l'Organe de médiation LSFIn, ainsi que de la gestion des risques, notamment des conflits d'intérêt?
- ▶ Quel est le niveau d'indépendance de l'Organe de médiation? L'Organe de médiation pourra-t-il être intégré dans une structure existante, comme une organisation de branche ou de protection des consommateurs? Qu'en sera-t-il de conflits d'intérêts par rapport à d'autres activités? Qu'en sera-t-il de l'indépendance, de la transparence et de l'impartialité d'un tel Organe de médiation?
- ▶ Y a-t-il des risques de conflits d'intérêt?
- ▶ Sera-t-il spécialement dédié au secteur des services financiers?

Pour la défense des intérêts financiers de nos membres et de l'image du secteur financier non-bancaire suisse, nous avons attentivement examiné les projets d'Organe de médiation dont nous avons eu connaissance, afin de soutenir *in fine* la création d'un seul et unique Organe supplémentaire aux Organes existants dans le secteur financier, soit l'Ombudsman des banques et l'Ombudsman des assurances. Les qualités que nous avons recherchées dans ces projets sont les suivantes:

- ▶ Indépendance juridique
- ▶ Totale absence de conflits d'intérêt
- ▶ But non-lucratif
- ▶ Statut d'utilité publique
- ▶ Compétences et expériences professionnelles
- ▶ Reconnaissance au niveau international

Après examen de ces éléments que nous estimons importants, le Conseil du GSCGI a décidé de soutenir la création d'un seul et unique Organe de médiation sous la LSFIn, supplémentaire à l'Ombudsman des banques, dédié aux services financiers.

Plus spécifiquement, notre choix s'est porté sur le projet intitulé 'Financial Services Ombudsman' (en abrégé: FINSOM—www.finsom.ch) car il offre toutes les garanties recherchées. De plus, si on concentre les affiliations de l'ensemble des prestataires de services financiers, qui n'ont pas de licence bancaire ou assurance, sur un seul Organe, le coût d'affiliation sera forcément plus compétitif.

Agissons donc ensemble! Pour soutenir FINSOM avec nous, il suffit d'envoyer une simple lettre de soutien à FINSOM et/ou au DFF.

Le GSCGI est l'unique Groupement professionnel voué à la défense des GFI depuis plus de 25 ans.

Si vous n'êtes pas encore membre, rejoignez-nous rapidement afin de bénéficier des nombreux services et avantages réservés aux membres du GSCGI.

SUBORDINATED DEBT



SUBORDINATED DEBT—The opportunity hidden in negative yielding debt

During 2018 and 2019, mounting geopolitical tensions have led to rising macro uncertainty – whether it be trade wars, Brexit or other topics. In turn, macro data prints have turned softer, with global industrial purchasing managers' index (PMI) readings weaker and consensus growth estimates downgraded, likely driven by lower global trade flows due to trade wars and the delaying of corporate investments reflecting this uncertainty.

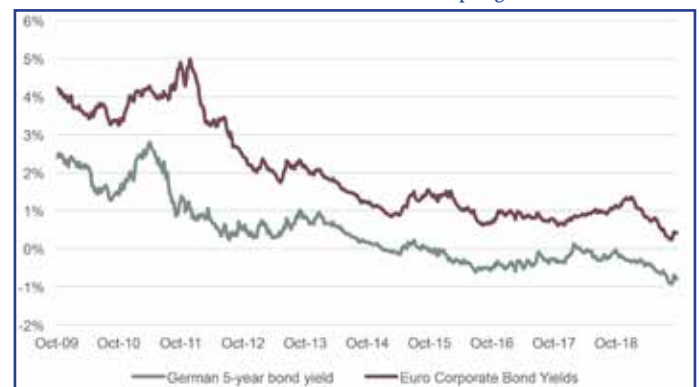
Nevertheless, weakness in the industrial sector is counterbalanced by a highly resilient services sector due to strong domestic demand from consumers and healthy labour markets. Moreover, central banks' willingness to support the economy through interest rate cuts and asset purchase packages provides another pillar of support to the global economy.

In the eurozone, we remain in a low growth, low inflation environment. With the European Central Bank (ECB) cutting rates to a record -0.5% low and reigniting its quantitative easing programme, the outlook for interest rates looks relatively straightforward – lower for longer. As the current state of the economy stands, and with any significant rise in rates unlikely at this point, we expect euro fixed income to remain well supported. While years of highly accommodative monetary policy has supported a strong bull market in bonds, culminating in a record USD 15 trillion of negatively yielding debt worldwide¹, income yields have now fallen to record lows. With an average yield of circa 0% in euro fixed income², the key challenge for investors is how to generate performance in the current negative rates environment.

¹Source: Bloomberg Barclays Global Aggregate Negative Yielding Debt Index as of 04/10/2019

²Source: Bloomberg Barclays Euro Aggregate Index as of 04/10/2019

Chart 1: Yields on EUR-denominated fixed income have plunged as rates have fallen



Source: Bloomberg, Bloomberg Barclays Indices. Data as of 03/10/2019.
Past performance is not an indicator of future performance and current or future trends.

Compressed risk premia offer limited relief for traditional high-income investors

Ultimately, future bond performance is a function of income yield and capital gains or losses from price performance and defaults. Therefore, investors should be rewarded for both interest rate risk (price volatility due to changes in interest rate) and credit risk (price volatility due to changes in credit spreads and default risk).

The current negative rates environment, where 5-year bunds are offering a -0.8% yield for example, has led to yield compression in most parts of the fixed income market and severely impaired the risk-return trade-off for bondholders in most bond segments.

Investors can increase their duration (interest rate risk) by purchasing longer-dated government or corporate bond holdings in order to enhance income yields. In exchange, volatility increases as bond prices become more sensitive to changes in interest rates. This strategy has paid off since the eurozone crisis with a significant outperformance

...cont'd on page 5 & 6

SUBORDINATED DEBT

of 10-year+ bonds compared to shorter-dated bonds. Nevertheless, with an average yield of circa 1% on 10-year+ corporate bonds in EUR, investors are vulnerable to a back-up in rates, and income yields offer close to no protection to mitigate impacts on total returns. As an illustration, it takes only a marginal rise in rates of less than 10 bps (ie 0.1%) to offset a years' worth of income yield for investors in long-dated EUR corporate bonds.

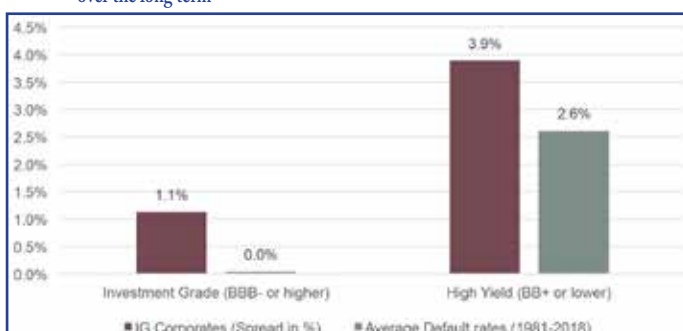
Chart 2: Declining income yields leave investors vulnerable to interest rate risk



Source: Bloomberg, Bloomberg Barclays Indices. Data as of 04/10/2019.

Another strategy that has outperformed since the eurozone crisis has been the hunt for yield in sub-investment grade (IG) bonds – high yield (HY). Very low default rates, underpinned by healthy fundamentals, as record low borrowing costs support the ability to service debt, has led to strong total returns in euro HY. But going forward will investors be properly rewarded for taking significant credit risk? Headline credit spread levels remain arguably attractive at circa 390 bps for euro HY in a record low rates context. However, when put in the context of average default rates for HY – we believe these are less appealing. Moreover, leverage has been rising and the recent weakness in industrial data and deceleration in growth raises questions on the future path of default rates, in our view.

Chart 3: Despite higher yields – high yield investors exposed to significant idiosyncratic risk over the long term



Source: Bloomberg, Bloomberg Barclays Indices. Data as of 04/10/2019.

Subordinated debt – an attractive hiding place for high income investors

For high income investors unwilling to compromise on interest rate risk or credit risk, we think subordinated debt is an attractive alternative.

What is subordinated debt and why does it exist? Put simply, subordinated debt covers all debt ranking below senior debt. For corporate issuers, this is typically issued for ratings agency purposes, given the favourable treatment on leverage metrics (a percentage of the subordinated debt will count as equity). For financials, this is driven by regulation, whereby regulators allow issuers to fill a portion of their capital or solvency requirements with subordinated debt. For issuers, the advantage of issuing subordinated debt is the significantly lower cost compared to equity. As an example, the average cost of equity in the European banking sector is around 10%; however, the average yield on banks' junior subordinated perpetual debt (AT1 contingent convertible bonds (CoCos)) is currently circa 4%. Therefore, issuers have an incentive to issue junior debt, especially in the financials sector where supply is driven to a large extent by regulation.

Within the capital structure subordinated debt ranks below senior debt but ahead of equity in insolvency. As subordinated debt is lower down the capital structure compared to senior unsecured debt, recovery in case of bankruptcy is expected to be lower – a source of risk for bondholders. Rating agencies typically rate hybrid debt several notches lower than the issuers' senior debt to reflect these lower recovery rates. Nevertheless, as the probability of default is the same for both senior and junior debt, going down the capital structure of quality issuers is an interesting value proposition, in our view, as one can capture higher yields with very low default rates. Beyond being compensated for the extra risk in case of insolvency, investors are also rewarded due to the structure of the instrument. Subordinated debt instruments are often longer dated (30-year+, perpetual) which carries some additional risk. This is mitigated by (1) call features and effective maturities which are often shorter than the final maturity and (2) fixed-to-floating coupon structures, where the coupon is reset (typically to a fixed spread plus the benchmark rate – for example Libor or the 5-year government bond yield) if not called, providing protection in case of rising interest rates. Therefore, we see credit risk mitigated by a very low probability of default for high

...cont'd on page 6

SUBORDINATED DEBT

quality IG issuers and interest rate risk mitigated by bond call features and coupon structure.

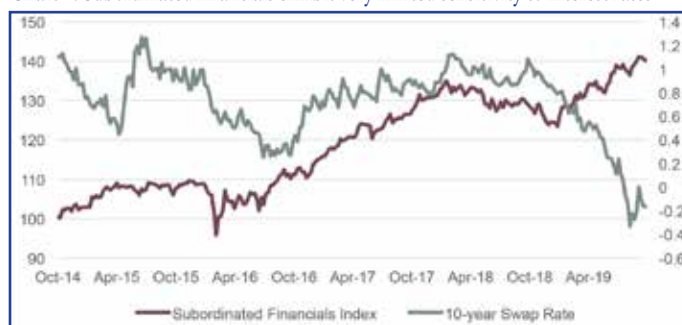
The financials sector is particularly attractive, in our view, given its continuously improving fundamentals. Since the financial crisis, stricter regulation has led to a strong recovery in the sector, with capital ratios more than doubling and a significant de-risking of balance sheets. Banks and insurers have built significant capital buffers to protect bondholders in case of an economic downturn, with the sector now highly resilient. As regulation continues to evolve with Basel IV, a key piece of banking regulation that will lead to further capital accumulation, we believe the investment rationale for financials is intact.

The only caveat to investing in subordinated debt is the in-depth analysis required to navigate through the asset class; a strong understanding of issuers through in-depth bottom-up analysis is required to mitigate credit risk. Second, as instrument features vary widely, especially in the financials sector where issuance follows strict regulatory guidelines that are continuously evolving, a deep understanding of the terms and conditions of specific bonds by rigorously analysing the prospectus is required. This 'friction' creates significant opportunities for investors with the expertise and resources to carry out detailed analysis of issuers and instruments.

Valuations remain highly attractive on subordinated debt

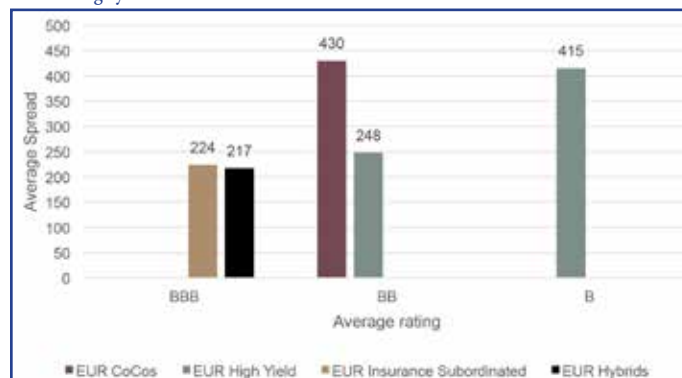
The performance of subordinated debt has been strong – returning close to 7% per annum in the past five years (using AT1 CoCos as a proxy)³. The low rates environment and spread compression have contributed to strong total returns, however income yield has been a significant part of total returns – an attractive feature in a world of ultra-low rates. Going forward, we believe valuations remain attractive – especially compared to high yield debt. For equal average ratings, AT1 CoCos provide almost 2% additional annual income compared to BB high yield, while corporate hybrids and subordinated insurance provide similar income to BB high yield with higher average ratings. We continue to see significant opportunities in financials subordinated debt, a sector where regulation has led to significant improvements in fundamentals. Beyond these improvements, subordinated financials debt exhibits

Chart 4: Subordinated financials exhibit very limited sensitivity to interest rates



Source: Bloomberg, Bloomberg Barclays Indices. Data as of 04/10/2019.

Chart 5: Subordinated debt screens extremely cheap on a ratings-adjusted basis compared to high yield



Source: Bloomberg, Bloomberg Barclays Indices. Data as of 04/10/2019.

very limited sensitivity to interest rates given attractive instrument structures (fixed-to-floating coupon structures and call features). Finally, the stable macro backdrop remains supportive for credit, and we believe the ongoing hunt for yield should continue to drive demand for higher-yielding asset classes. Overall, with subordinated financials offering yields close to 4% for euro-denominated bonds, we think the asset class remains an attractive hiding place for high income investors unwilling to compromise on credit or interest rate risk.



Romain Miginiac
Head of Research
ATLANTICOMNIUM
(Manager of GAM Star Credit Opportunities Funds)
Membre du GSCGI

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

³Source: Bloomberg Barclays Contingent Capital EUR Total Return Index from 03/10/2014 to 04/10/2019

LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

FECIF informs...



DAVID CHARLET
FECIF's
Chairman of the Board
www.fecif.org



VANIA FRANCESCHELLI
FECIF's
Vice-Chairman



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



GSCGI
is Member of
FECIF's Board

FECIF NewsFlash 98/2019 — EBA: Opinion on disclosure to consumers buying financial services through digital channels

Executive Summary — The European Banking Authority (EBA) published an Opinion addressed to the EU Commission with recommendations to ensure that disclosure requirements in EU law take account of the increasing use of digital marketing channels for financial services and the resultant issues potentially affecting consumers.

Analysis — The recommendations relate primarily to the scope and consistency of disclosure rules, the timing of disclosure, the presentation format and accessibility of information. In addition, they cover advertisements, pre-contractual information, rights of withdrawal, complaints handling and post sale information.

In order for consumers to make informed decisions about their financial products and services, they should have access to high-quality information, which should be provided at the appropriate time, via suitable means, and explaining the features and costs across the lifetime of the service.

In the EU, relevant requirements for the marketing of services that are bought at a distance are set out in the Distance Marketing of Financial Services Directive (2002/65/EC, DMFSD). The European Commission is currently evaluating the effectiveness of this Directive. Today's (Oct. 24th) opinion aims at providing input to the Commission's evaluation, by providing recommendations as to how the Directive could be amended in order to ensure that it takes account of the increasing use of digital marketing channels and the resultant issues that potentially arise for consumers.

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

FECIF NewsFlash 97/2019 — ESAs: Consultation on changes to the key information document for PRIIPs

Executive Summary — The European Supervisory Authorities (ESAs) have today issued a Consultation Paper on amendments to existing rules underpinning the Key Information Document (KID) for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (PRIIPs). The deadline for submission of feedback is 13 January 2020.

Analysis — The KID for PRIIPs is a mandatory, three-page A4 information document to be provided to consumers before purchasing a PRIIP. PRIIPs include, for example, investment funds, structured products and unit-linked and with-profits life insurance contracts.

The PRIIPs Regulation (No 1286/2014) defines the main rules and principles for KIDs. It is supplemented by a Delegated Regulation (2017/653) specifying the presentation and contents of the KID, which is based on Regulatory Technical Standards that the ESAs were mandated to develop.

This Consultation Paper follows a previous ESA consultation on the PRIIPs KID in November 2018 (CP 2018 60). The November 2018 consultation paper proposed more targeted amendments to the PRIIPs Delegated Regulation. Taking into account the feedback to that consultation, in

...cont'd on page 8 & 9

LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

February 2019, the ESAs decided to defer their review and work on more substantive revisions during 2019.

The aims of the review are to:

- Address issues that have been identified by stakeholders and supervisors since the implementation of the KID in 2018;
- Make specific changes to allow the rules to be applied to investment funds that are expected to have to prepare a KID from 1 January 2022 onwards.

The consultation paper proposes changes relating to the following topic areas:

- Illustrations of what the retail investor might receive in return from their investment (performance scenarios);
- Information on what the costs of the investment are;
- Specific issues for different types of investment funds;
- Specific issues for PRIIPs offering a range of options for investment (so-called “Multi-Option Products”).

As part of this review, the European Commission, in cooperation with the ESAs, is undertaking a consumer testing exercise to assess the effectiveness of different presentations of performance scenarios. The results are expected in the first quarter of 2020.

When deciding on their final proposals, the ESAs will take into account the feedback from respondents to this consultation, as well as the results of the consumer testing exercise. The consultation paper is available on the websites of the three ESAs. Comments on this consultation paper can be sent using the response form, via the ESMA website under the heading [‘Your input - Consultations’](#) by 13 January 2020. Contributions not provided in the template for comments, or after the deadline will not be processed.

Sources — *The consultation paper and the response form are available upon request to either FECIF or GSCGI.*

* * *

FECIF NewsFlash 96/2019 — EIOPA: Consultation on technical advice for the 2020 review of Solvency II

Executive Summary — Today (Oct.16th), the European Insurance and Occupational Pension Authority (EIOPA)

launched a public consultation on an Opinion that sets out technical advice for the 2020 review of Solvency II.

Analysis — The Opinion will respond to the call for advice of the European Commission of 11 February 2019 on the 2020 review of Solvency II.

The call for advice comprises 19 separate topics. Broadly speaking, these can be divided into three parts.

- Firstly, the review of the long term guarantee measures. These measures were always foreseen as being reviewed in 2020, as specified in the Omnibus II Directive. A number of different options are being consulted on, notably on extrapolation and on the volatility adjustment.
- Secondly, the potential introduction of new regulatory tools in the Solvency II Directive, notably on macro-prudential issues, recovery and resolution, and insurance guarantee schemes. These new regulatory tools are considered thoroughly in the consultation.
- Thirdly, revisions to the existing Solvency II framework including in relation to freedom of services and establishment; reporting and disclosure; and the solvency capital requirement.

In EIOPA's view, the Solvency II framework is overall working well. Therefore the approach here has in general been one of evolution rather than revolution. The principal exceptions arise as a result either of supervisory experience, for example in relation to cross-border business; or of the wider economic context, in particular in relation to interest rate risk.

This consultation covers all areas of the call for advice except insurance guarantee schemes and most topics on reporting and disclosure which have been consulted upon at an earlier stage.

The main specific considerations and proposals of this consultation are as follows:

- Considerations to choose a later starting point for the extrapolation of risk-free interest rates for the euro or to change the extrapolation method to take into account market information beyond the starting point.
- Considerations to change the calculation of the volatility adjustment to risk-free interest rates, in particular to address overshooting effects and to reflect the illiquidity of insurance liabilities.

...cont'd on page 9

LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

- The proposal to increase the calibration of the interest rate risk sub-module in line with empirical evidence, in particular the existence of negative interest rates. The proposal is consistent with the technical advice EIOPA provided on the Solvency Capital Requirement standard formula in 2018.
- The proposal to include macro-prudential tools in the Solvency II Directive.
- The proposal to establish a minimum harmonised and comprehensive recovery and resolution framework for insurance.

In a number of areas, further work is ongoing and stakeholders are invited to contribute to it, in particular on the risk margin, equity risk and property risk.

A background document to this consultation paper includes a qualitative assessment of the combined impact of all proposed changes. The information request will be accompanied by information requests to national supervisory authorities and to the industry in order to

collect data on the impact of individual proposals included in the consultation. Furthermore, in 2020 EIOPA will collect data in order to assess the quantitative combined impact of the proposals to be included in the advice. EIOPA will finalise its view on the advice in particular on the basis of the consultation feedback and the impact data collected. Beyond the changes on interest rate risk, EIOPA aims in general for a balanced impact of the proposals.

EIOPA will issue the Opinion on the 2020 review in June 2020. Stakeholders are invited to respond to this consultation package by using the provided templates for comments. The deadline for submission of feedback is Wednesday, 15 January 2020 at 23.59 hrs CET and has to be sent via email to the following email address: CP-19-006@eiopa.europa.eu

Sources — The consultation documents and the template for comments are available [here](#).

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

* * *

CIFA informs...

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

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

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

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

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



CIFA's Annual International Forum

"By Invitation Only" / www.cifango.org

ASSURANCE PROFESSIONNELLE

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

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

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



inattendues et génératrices de conséquences financières parfois dévastatrices.

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

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

COUVERTURES D'ASSURANCES

Responsabilité civile professionnelle (RCPI)

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

Les fautes les plus courantes sont:

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

Qui est assuré?

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

Quelle est la couverture? L'assureur va payer:

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

Responsabilité des dirigeants (D&O)

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

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

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

Quelle est la couverture?

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

Assurance Fraude (FR)

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

Qui est assuré? L'entreprise

Couverture d'assurance...

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

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

JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

Le système de communication au MROS doit être réformé

...article de 'Urs Zulauf & Doris Hutzler' — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1090/>

La pratique actuelle des autorités et des tribunaux a entraîné la baisse du seuil d'annonce de soupçons au Bureau de communication en matière de blanchiment d'argent (MROS). Cette tendance s'est traduite par une forte augmentation des communications. On ne peut désormais plus faire marche arrière. Il faut maintenant un cadre juridique stable pour ce système.

Le Conseil national se penchera prochainement sur le **Message du Conseil fédéral** relatif à la modification de la loi sur la lutte contre le blanchiment d'argent, qui est en suspens depuis juin 2019. Les communications de soupçons au MROS ne constituent qu'une partie marginale des propositions. Injustement. Le système d'établissement des communications mérite un ajustement au niveau législatif. De quoi parle-t-on ?

Les banques doivent signaler au MROS les relations et transactions commerciales suspectes (**art. 9 LBA**). Le MROS analyse ces signalements et, si les soupçons sont confirmés, les transmet aux autorités pénales accompagnés d'informations contextuelles. Il remplit donc une fonction importante d'analyse et de filtrage. Ces communications sont considérées comme un pilier central de la lutte contre le blanchiment d'argent.

Selon le libellé de la loi sur le blanchiment d'argent, le seuil de cette obligation de communication est atteint en cas de "soupçons fondés" entre les avoirs déposés et de graves infractions pénales. Selon la pratique actuelle de la FINMA et du Département fédéral des finances (DFF) en tant qu'autorité de poursuite des violations à l'obligation de communiquer, même un 'simple doute' sur la légalité de ces avoirs donnerait lieu à une obligation de déclaration s'il ne peut être dissipé par une enquête de la banque. Cette pratique a pu être confirmée à plusieurs reprises par les tribunaux.

Les banques, en particulier, se sont adaptées à la pression des procédures de surveillance et des procédures pénales administratives et communiquent désormais plus tôt et plus fréquemment. Toutefois, de nombreuses banques ont jusqu'à présent communiqué leurs annonces sur la base du droit de communication prévu par le Code pénal (**art. 305er al. 2 CP**). Ce droit leur permet de

communiquer les relations d'affaires et les transactions qu'elles estiment douteuses sans risquer de violer le secret bancaire et sans disposer de preuves suffisantes pour étayer leurs soupçons. En raison de l'abaissement de facto du seuil de communication, la différence entre le droit de communiquer et le devoir de communiquer ne peut plus être expliquée.

Si l'on compare avec des places financières similaires, le nombre d'annonces en Suisse demeure encore modeste. Néanmoins, la forte augmentation du nombre d'annonces a entraîné un retard dans leur traitement par le MROS. Du point de vue de l'organisme international de 'standard-setting' dans le domaine du blanchiment de capitaux, le Groupe d'action financière contre le blanchiment de capitaux (GAFI), la Suisse a encore du chemin à parcourir. Simultanément, le Conseil fédéral s'inquiète dans son message du nombre élevé d'annonces insuffisamment étayées et évoque même, dans ces cas, des poursuites pénales pour manquement aux obligations de communication.

Cette spirale de pressions de la part des autorités, d'annonces plus nombreuses mais faiblement étayées des banques et de nouvelles exigences font fausse route. Ce qu'il faudrait au contraire, c'est une approche qui tienne compte des réalités actuelles. L'une de ces réalités est que la Suisse a décidé à juste titre d'appliquer les standards internationaux à sa place financière. Pour cette unique raison, il n'est plus possible de faire marche arrière. Il ne serait pas concevable d'expliquer cela au GAFI. Cela serait d'ailleurs une erreur.

Ce qu'il faut, cependant, c'est une clarification des attentes au niveau législatif. Nous recommandons ainsi d'introduire une obligation de communication composée de deux seuils, accompagnée d'une suppression du droit de communication. Conformément à la jurisprudence actuelle, un simple doute devrait faire l'objet d'une communication obligatoire s'il ne peut être éliminé par les clarifications exigées par le droit prudentiel. Si, en outre, il existe une indication suffisamment concrète d'une infraction pénale grave, une "communication prioritaire" exhaustivement clarifiée, étayée et documentée devrait être soumise. Cette communication devrait toujours être traitée en priorité par le MROS. Confronté à un cas d'absence de soupçon



CENTRE DE DROIT
BANCAIRE ET FINANCIER

JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

Le système de communication au MROS doit être réformé

...article de 'Urs Zulauf & Doris Hutzler' — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1090/>

concret d'infraction pénale grave, une "communication secondaire" devrait être réalisée avec des obligations simplifiées de justification et de documentation ainsi que des exigences uniformisées d'analyse par le MROS.

En outre, le MROS devrait recevoir un mandat juridique clair lui permettant d'analyser les annonces sous l'angle de la *'financial intelligence'*, notamment à l'aide de méthodes d'analyse technique modernes et par l'intensification des échanges d'informations avec les intermédiaires financiers. S'il arrive que ces personnes et leurs employés puissent être des "auteurs" d'infractions dans des cas isolés, ils sont avant tout d'importants partenaires qui collaborent avec les autorités dans la lutte contre la criminalité. Enfin, il conviendrait d'examiner la possibilité d'une exonération de la responsabilité pénale en cas de violation par négligence d'une obligation de communication sur la base de ce seuil abaissé.

Nous recommandons à la Commission juridique du Conseil national de poursuivre les débats sur ces points et de demander un rapport complémentaire ainsi qu'une motion au Conseil fédéral.

Urs Zulauf est professeur titulaire à l'Université de Genève et professeur adjoint à l'Université de Cornell. Il est également expert et consultant indépendant en matière de réglementation, de surveillance et d'enforcement dans le domaine des marchés financiers. Pendant 30 ans Urs Zulauf a exercé au sein de la Commission fédérale des banques (CFB) et son successeur, la FINMA. En son sein, il était membre de la direction et General Counsel, responsable des fonctions juridiques centrales et de la coordination de la réglementation et de la politique, ainsi que de la coopération internationale et des procédures internationales complexes d'enforcement. A titre temporaire il fut également chargé de toutes les mesures d'enforcement, des opérations et de la planification stratégique et des communications de la FINMA. Il a représenté la FINMA dans plusieurs groupes de travail internationaux. Après avoir quitté la FINMA en mars 2013, Urs Zulauf a été, entre février 2014 et fin 2016, responsable de la politique du Credit Suisse en matière de fiscalité des clients et membre du General Counsel's division management committee. Dans cette fonction il était, d'une part, responsable de définir la stratégie de la banque concernant le sort des avoirs de la clientèle, d'autre part, en charge notamment de concevoir et mettre en œuvre des programmes fiscaux, afin d'atteindre leur conformité fiscale des clients. Urs Zulauf est docteur en droit à l'Université de Berne et titulaire du brevet d'avocat bernois depuis 1982. Il est marié, père de quatre enfants et grand-père de trois petits-enfants. Il est un joueur actif de hockey sur glace, de curling et cycliste.

Doris Hutzler, docteur en droit et LL.M., est associée d'un cabinet de conseil juridiques à Zurich et précédemment co-responsable des annonces de blanchiment d'argent d'une grande banque.

L'impôt anticipé à la croisée des chemins

...article de Hristina Stoyanova — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1089/>

Le **26 juin 2019**, le Conseil fédéral a adopté des lignes directrices concernant la réforme de l'impôt anticipé. L'objectif est, d'une part, de renforcer le marché suisse des capitaux en incitant les investisseurs étrangers à investir dans des placements suisses portant intérêts et, d'autre part, de lutter plus efficacement contre la soustraction d'impôt.

Le **27 septembre 2019**, ces lignes directrices ont été complétées par le Conseil fédéral en vue de l'ouverture d'une consultation en 2020. Elles prévoient notamment:

- La suppression du droit de timbre de négociation sur les emprunts suisses;
- L'exonération de l'impôt anticipé pour les personnes morales domiciliées en Suisse et pour les investisseurs

étrangers qui investissent dans des placements suisses portant intérêts;

- L'imposition à la source de tous les placements portant intérêts détenus par des personnes physiques domiciliées en Suisse, ce qui inclut à l'avenir les titres étrangers.

La réforme du système de l'impôt anticipé est un défi pour l'exécutif depuis de nombreuses années. Le durcissement de la jurisprudence autour de la notion de *'déclaration correcte'*, en tant que préalable au remboursement de l'impôt anticipé (cf. **TF 2C_95/2011 consid. 2.1.**, **TF 2C_85/2015 consid. 2.3.**, **TF 2C_896/2015 consid. 2.1.**, **TF 2C_56/2018 consid. 2.1.2.**), a amené le Conseil fédéral à élaborer un **Projet de loi du 28 mars 2018**. L'objectif visé

JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

L'impôt anticipé à la croisée des chemins

...article de Hristina Stoyanova — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1089/>

est d'alléger les conditions de déclaration correcte afin de faciliter le droit au remboursement. La **modification de la Loi fédérale sur l'impôt anticipé** est entrée en vigueur le 1er janvier 2019. L'**art. 23 al. 2 LIA** a désormais la teneur suivante:

«Il n'y a pas de déchéance du droit si l'omission du revenu ou de la fortune dans la déclaration d'impôt est due à une négligence et si, dans une procédure de taxation, de révision ou de rappel d'impôt dont la décision n'est pas encore entrée en force, ce revenu ou cette fortune:

1. *sont déclarés ultérieurement, ou*
2. *ont été portés au compte du revenu ou de la fortune suite à une constatation faite par l'autorité fiscale.»*

Selon la nouvelle disposition, deux conditions cumulatives doivent être remplies: le contribuable conserve son droit au remboursement si le non-respect de l'obligation fiscale résulte de la négligence (condition subjective) et si la décision de taxation, de révision ou de rappel d'impôt n'est pas entrée en force (condition objective). La notion de négligence est interprétée par la jurisprudence comme une *'imprévoyance coupable'*, e.g. lorsque le contribuable ne se rend pas compte ou ne tient pas compte des conséquences de son acte (**ATF 135 II 86 consid. 4.3.**). Afin d'éviter la déchéance du droit au remboursement, une annonce spontanée par le créancier n'est plus une condition impérative (cf. **TF 2C_1110/2018 consid. 3.1.**). L'administration fiscale peut prendre en compte de son propre chef les prestations non déclarées (**FF 2018 p. 2380 et 2390**). Il en résulte que le bénéficiaire de la prestation imposable ne perd plus automatiquement son droit au remboursement de l'impôt anticipé en cas de négligence.

Avec les nouvelles lignes directrices du **27 septembre 2019**, le Conseil fédéral va plus loin que la question de déclaration correcte du revenu grevé de l'impôt. L'idée est d'exonérer de l'impôt anticipé les personnes morales suisses et les investisseurs étrangers qui investissent dans des placements suisses portant intérêts ainsi que de supprimer le droit de timbre de négociation. Les allègements fiscaux envisagés visent à encourager les entreprises et les groupes de sociétés suisses à émettre leurs obligations depuis la Suisse, ce qui devrait permettre de créer de la valeur et des postes de travail dans le pays.

La réforme est également susceptible d'améliorer l'attractivité de la Suisse dans le domaine de la finance

durable et de l'émission d'obligations vertes. Exonérer les placements portant intérêts de l'impôt anticipé constitue une incitation pour les investisseurs étrangers à financer des projets verts suisses. Un renforcement global du marché suisse des emprunts pourrait ainsi substantiellement augmenter les flux financiers dans les obligations vertes.

Dans une prise de position du 8 juillet 2019, l'**Association suisse des banquiers** regrette toutefois que l'exonération fiscale n'ait pas été proposée pour les dividendes. L'importance de la réforme serait, selon elle, limitée. Par ailleurs, un **Groupe d'experts mandaté par le Département fédéral des finances** avait recommandé en décembre 2018 une mesure moins radicale, à savoir la réduction du taux de l'impôt anticipé appliqué aux dividendes des 35% actuels à 15%. Dans une logique de finances publiques, le Conseil fédéral n'a pas suivi cette recommandation, compte tenu de la perte de recettes fiscales qu'aurait impliquée une telle réduction. La décision de l'exécutif s'explique, mais n'est pas anodine pour la place financière helvétique. Selon l'**étude menée par BAK**, un impôt anticipé sur les dividendes similaire à celui en Suisse n'existe qu'au Japon et en Corée du Sud.

La réforme de l'impôt anticipé dans le domaine du marché obligataire suisse est actuellement estimée à CHF 250 millions par an. Le Conseil fédéral table sur un rapport coût-utilité favorable à long terme. Il est prévu que l'élargissement du champ d'application de l'impôt anticipé aux personnes physiques domiciliées en Suisse qui investissent dans des placements étrangers portant intérêts, compense une partie des pertes.

Hristina Stoyanova est titulaire d'un Bachelor en Droit (2015) et d'une Maîtrise en Droit des Affaires (2016) de l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne. En 2015, elle a fait partie de la formation sélective du Magistère de droit des activités économiques à la même université. De septembre 2016 à février 2018, elle a effectué une Maîtrise en Droit à l'Université de Genève, avec une préférence pour les matières en Droit bancaire et financier et en Droit fiscal. Avant d'intégrer le Centre de droit bancaire et financier, Hristina Stoyanova a effectué des stages auprès d'une banque, dans deux Etudes d'avocats et à l'ONU.

ANALYSES & PLACEMENTS

A Deep Dive into Divs

...article by Eric Benoist, EDQ Strategist, NATIXIS, Membre Partenaire du GSCGI

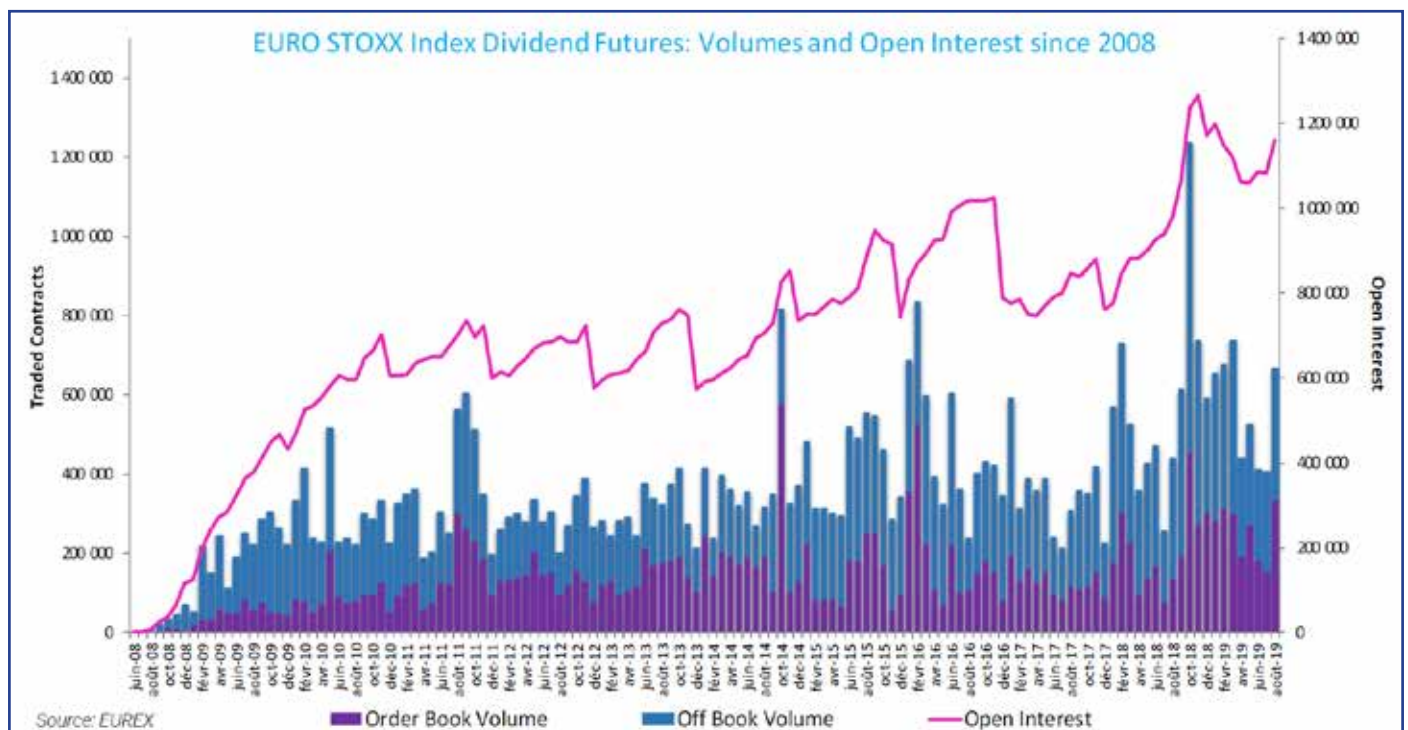
I – Introduction: a brief history of dividend markets

Dividend trading isn't new. For as long as there's been an option market, equity traders have been looking to hedge their residual dividend risk in the form of "synthetics", i.e. simple combinations of calls and puts with identical strikes. The strategy worked, but was typically polluted by repo and rate parameters. It also involved trading whole strips of future dividends until expiry as opposed to isolating the exact part of the curve that you needed to keep or remove – or it forced you to enter multiple long-dated "jelly rolls" to fine-tune your exposure, which could quickly become expensive when every dealer in the market accumulated the same type of exposure and liquidity dried up.

At the beginning of this century, pushed by the phenomenal success of their structured product activities, banks had to start looking for new ways to recycle their "epsilon" and naturally turned to hedge funds...

However, the cumbersome nature of synthetics meant that there wasn't a huge appetite for these structures on the client side. Indeed, it was this initial mismatch on the format that led to the birth of dividend swaps. Here, investors could finally take a pure static directional bet on the actual level of realised dividends without wasting time and energy rehedging their position.

Convertible Bonds Arbitrage funds were structurally short dividends, and were the first to show interest in buying the asset. A few years later, a market for options on realised dividends emerged and complexity started to kick in. However, these products could only be traded OTC and volumes remained relatively limited until EUREX started offering their first listed EuroStoxx dividend futures in 2008. They followed up in 2010 with the first listed single name dividend future contracts and the first listed EuroStoxx dividend options.



II - A very diverse investor base

The recent success of dividend trading as an asset class is of course due to increased market transparency and liquidity but also to the existence of a very diverse investor base looking at the product through different lenses.

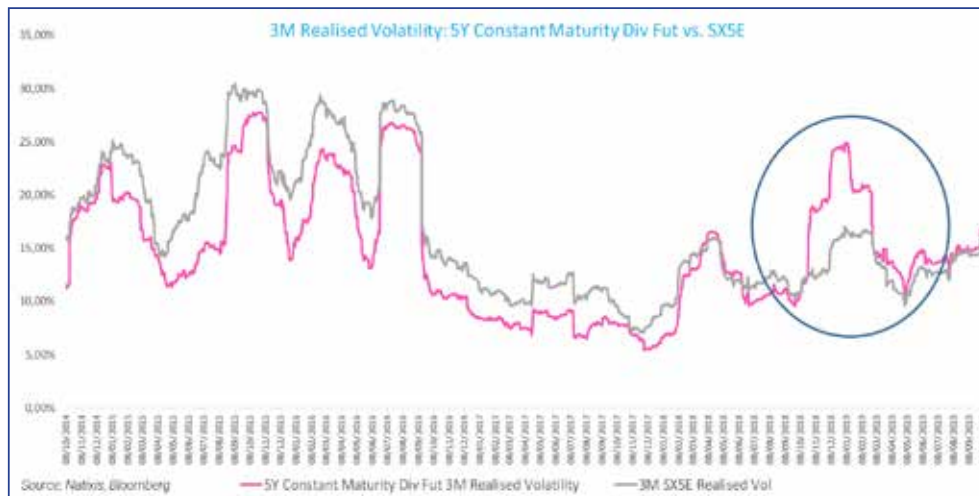
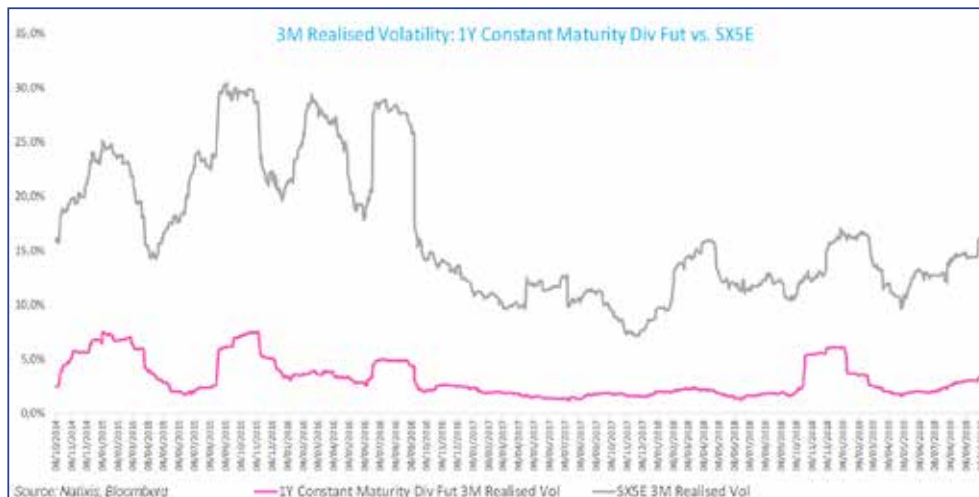
- Equity investors tend to look at short-dated dividends as a discounted equity replacement product, with similar drivers but lower volatility. They can also look at longer-dated dividend futures as a cheaper way to acquire tail protection due to their higher market betas.

...cont'd on pages 15 to 19

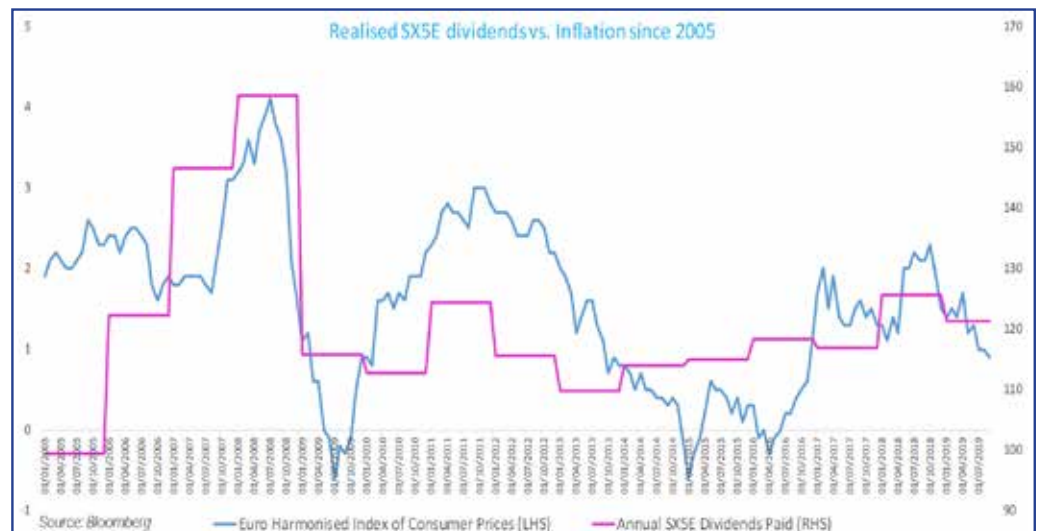
ANALYSES & PLACEMENTS

A Deep Dive into Divs

...article by Eric Benoist, EDQ Strategist, NATIXIS, Membre Partenaire du GSCGI



- **Fixed Income investors** may consider dividend products to have similar “income” properties whilst being negatively correlated to the asset class and constituting an interesting hedge against inflation, at least on the back of recent data...
- **Capital Structure arbitragers** may look at single name dividends as a hybrid component sitting between debt and equity...



...cont'd on pages 16 to 19

ANALYSES & PLACEMENTS

A Deep Dive into Divs

...article by Eric Benoist, EDQ Strategist, NATIXIS, Membre Partenaire du GSCGI

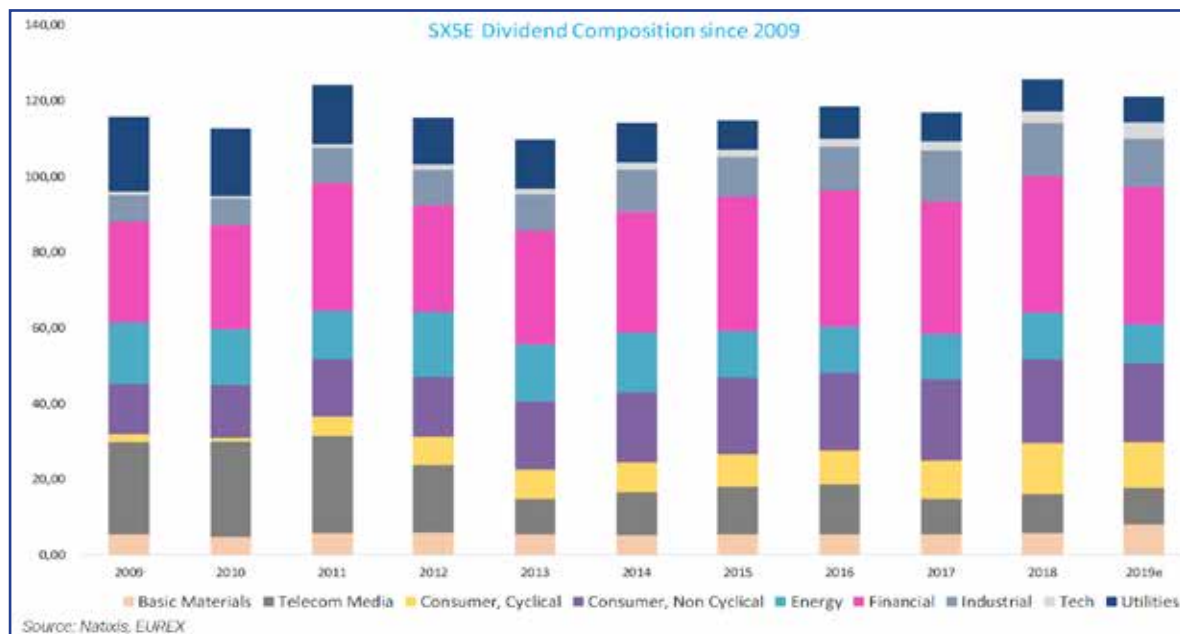
III – The front years and the realm of fundamentals

The first three years of the dividend curve are essentially driven by companies' fundamentals. Keep in mind that the dividends paid next year will mostly be a reflection of this year's activity. Also, business visibility is generally good enough today for analysts to make robust cash flow assumptions 12 to 18 months into the future and therefore come up with dividend estimates matching that horizon.

Summing the dividend estimates for each constituent in the EuroStoxx, it is relatively easy to come up with a "bottom-up target" for the front years futures.

- In 2020, we currently expect 125.7 points of dividends to be paid by the index, which compares to a Dec20 dividend future currently trading around 122.9 (2.3% upside as at Oct the 15th).
- A similar analysis for 2021 brings a bottom-up target of 125.4, for a Dec21 dividend future trading at 119.7 (4.8% upside as at Oct the 15th).

From there, we can also create a number of "what-if" scenarios to assess EuroStoxx dividend risk in the next 2 years. It can be useful, for example, to look at a sector map of those dividends to get a better idea of the embedded risks:



- The financial sector represents roughly 30% of the total in 2019. **Insurance companies** (9.1%) generally present sound fundamentals, but **Banks** (19.1%) are more likely to suffer from a negative Interest rate and decelerating global growth environment. We remain cautiously optimistic in their ability to sustain their dividend policy - at least next year - but all things being equal, a 50% cut for all names in the sector would result in a 11.6 point drop in our 2020 bottom-up target.
- The **Auto** sector is also often, and rightly so, considered at risk from a dividend perspective. However, in 2019, it "only" represents 5.7% of the total and a 50% cut next year would mean a more moderate 3.4 points drop in our 2020 bottom-up.
- On the positive side, it can be reassuring to note that the **Oil** sector represents 8.4% of the total in 2019 and offers very defensive properties in terms of dividends: a company like Total for example (6% of the total) has never cut its dividend in more than 30 years and should continue to benefit from its robust market positioning and financial strength next year. Similarly, the **Pharma** sector accounts for 7% of the total in 2019 whilst the **Food** sector weighs another 4.5%; both industries should remain stable in the foreseeable future in terms of shareholder rewards.

For a more macro-oriented approach, it can also be useful to take a quick look at the geographical provenance of the same dividends:

...cont'd on pages 17 to 19

ANALYSES & PLACEMENTS

A Deep Dive into Divs

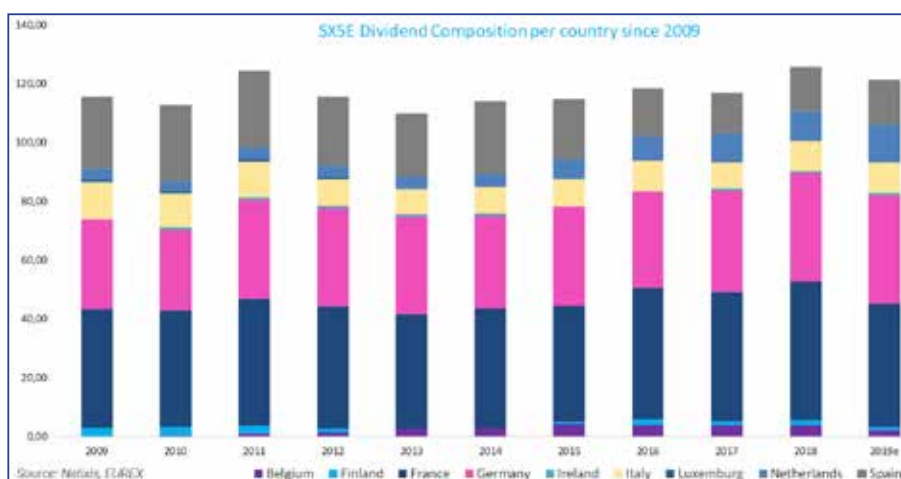
...article by Eric Benoist, EDQ Strategist, NATIXIS, Membre Partenaire du GSCGI

- ▶ France is the biggest payer (34.6% of the total in 2019) followed by Germany (30.3%). Despite a general context of economic deceleration, this should give comfort in terms of future dividend stability.
- ▶ The more volatile Italy only represents 8.5% of the total. Should political issues re-surface and market turbulence hit in a more pronounced way, a 50% cut of all Italian dividends would represent 5 points of index.
- ▶ The contribution from Dutch domiciled companies has more than trippled since 2009, to 12.3% in 2019. The country has benefited from the dual listing of Unilever, and with Brexit, we could see more dual listed companies such as Royal Dutch Shell shift their primary listing to the Netherlands.

Crucially, whether you consider sector or country mixes, the overall picture doesn't change radically from one year to another. In fact, "realised" dividends do exhibit low volatility YoY as demonstrated by the following data:

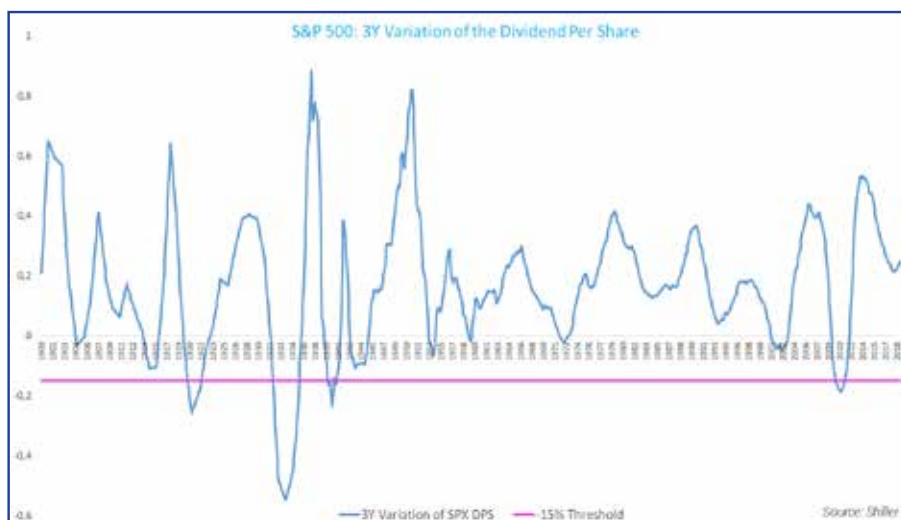
SX5E Realised Dividend Evolution since 2005

YEAR	SX5E Div Points	YoY evolution	Average Div Yield
2005	99.48	na	3.1%
2006	122.28	22.9%	3.2%
2007	146.56	19.9%	3.4%
2008	158.59	8.2%	4.8%
2009	115.71	-27.0%	4.6%
2010	112.75	-2.6%	4.1%
2011	124.34	10.3%	4.8%
2012	115.64	-7.0%	4.8%
2013	109.83	-5.0%	3.9%
2014	114.07	3.9%	3.6%
2015	114.92	0.7%	3.3%
2016	118.42	3.0%	3.9%
2017	116.91	-1.3%	3.3%
2018	125.62	7.5%	3.7%
2019e	121.20	-3.5%	3.6%
2020e	125.73	3.7%	na
2021e	125.43	-0.2%	na



- ▶ The average yearly dividend yield is not a static parameter and tends to rise when markets drop or decreases in rallies contributing to dividend stability over the years.
- ▶ 2009 recorded the steepest dividend cut with a 27% drop on the back of the Subprime crisis and the recession that ensued. The next biggest cut happened in 2012, when realised dividends decreased by 7%.

The lack of reliable data for the SX5E over a longer period of time pushes us to look at longer term history on the S&P 500 instead: interestingly, we reach similar conclusions.



- ▶ Since 1900, we find only four 3 year-windows when the variation of the S&P 500 dividend per share has dropped below -15%: the first and second world wars, the 1929 financial crisis and more recently, the subprime crisis.

...cont'd on pages 18 to 19

ANALYSES & PLACEMENTS

A Deep Dive into Divs

...article by Eric Benoist, EDQ Strategist, NATIXIS, Membre Partenaire du GSCGI

However, despite all this, the general perception is that dividend cuts are a very real and probable occurrence. In our view, the probability of those cuts is overestimated most of the time – hence the observable discount in the front part of the dividend curve.

IV – The back-end of the curve and exotics hedging flows

Beyond 3 years, it becomes very difficult to accurately predict corporate cash flows. One can only assume annual growth based on their own forecasted macro economic scenario in the medium term. In theory, in the absence of any major macro-shock expectation, it would therefore make sense to observe a slightly upward sloping term structure.

This is what we see, for instance, in a market like the USA with an implied dividend CAGR of +1.1% between 2020 and 2029:



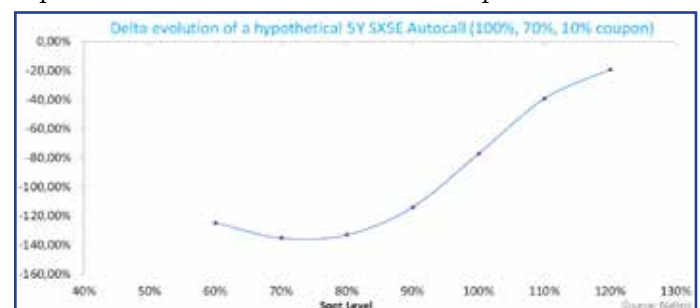
Other indices like the SMI, NKY or HSCEI are showing relatively flat term structures at the moment.

However, when looking at the actual term structure of the SX5E dividend curve, we find that it is downward sloping and currently implies a negative CAGR of -3.6% between 2020 and 2028: a far more pessimistic picture than would normally be suggested by our previous observations...

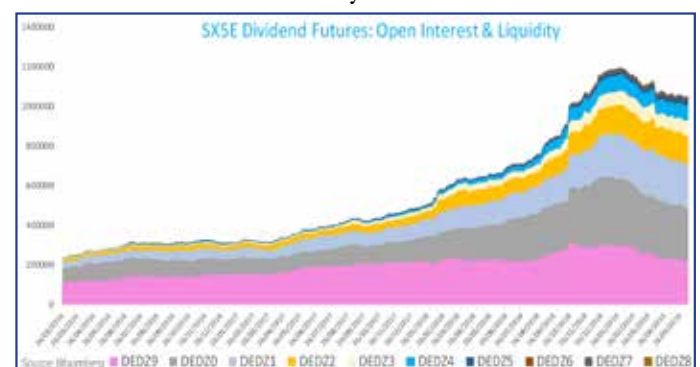


This is typically explained by the importance of structured product hedging flows combined with a lack of liquidity in the back-end of the curve.

From a bank's perspective, autocalls can be analysed as the sum of a long D&I put + short a digit call, therefore short delta and long dividend. When markets go down and the products become less likely to be recalled, dividend exposure increases with the delta of the puts.



The contemplated dividend exposure is generally long dated, in line with the duration of the products, which leads to increasing selling pressure in the back-end whenever spots drop significantly and the observed inverted term structure. The lack of liquidity beyond Dec24 for Euro Stoxx dividend futures clearly exacerbates that effect.



As a result of this dynamic, the market beta of implied dividends increases with time to maturity.

Div Fut	1Y Market Beta to SX5E
DEDZ9	0.08
DEDZ0	0.43
DEDZ1	0.70
DEDZ2	0.91
DEDZ3	1.05
DEDZ4	1.10
DEDZ5	1.10
DEDZ6	1.16
DEDZ7	1.19

...cont'd on page 19

ANALYSES & PLACEMENTS

A Deep Dive into Divs

...article by Eric Benoist, EDQ Strategist, NATIXIS, Membre Partenaire du GSCGI

V – Conclusion: main opportunities in dividend markets

Beyond purely fundamental-driven directional trades in the front year futures, a number of opportunities are also available to benefit from the very specific nature of long-dated SX5E dividend markets. Below are some of the most popular strategies of recent months:

- **Steepeners:** the investor typically buys a long-dated dividend future to sell a shorter-dated one after a market drawdown (thereby selling the slope after a steepening). These trades are very tactical in nature and seek to benefit from the temporary dislocation occurring in the back-end of the curve when exotics dealers are forced to sell their dividend inventory after a phase of market turbulence.



- **Pull to Par and soft floors:** a variety of strategies (that may or may not be systematic) offer to buy structurally discounted long-dated dividend futures and carry them for a while, in order to benefit from the pull to par effect as implied dividends start converging towards their front year bottom-up target over time. In extreme circumstances, the MTM of these positions can be volatile but it is generally expected that implied dividends will start converging towards their expected realised value 18 months prior to expiry, thereby providing a “soft floor” to investors.



Eric Benoist
EQD Strategist
NATIXIS
Membre Partenaire du GSCGI



LE COIN TECHNIQUE

As the wall of worry dissipates, Equities should continue to rise

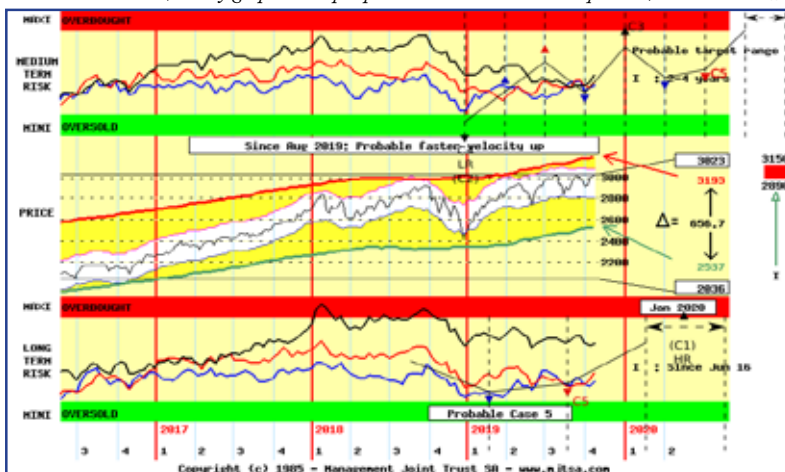
...article by Jean-Francois Owczarczak - CEO, Management Joint Trust SA - jfo@mjt.ch



During October, following a Summer of high level consolidation, Equity markets broke out to the upside once again. Since April, they had been held back by an accumulation of potential risks. The Brexit process and the US-China Trade negotiations were both in an impasse, while the US and the Global economies continued to

show signs of deceleration. Defensive assets surged, while cyclical profiles came close to retesting their December 2018 lows. Early September, these trades started to reverse. The so-called MOMO trades saw an initial strong sell-off, while cyclical assets have since been outperforming. The newsflow has also improved, although slightly. There is some hope that the Brexit process could finally find some clarity with the December general elections, the US-China trade negotiations do seem to be advancing, although painfully, while US GDP just posted a Q3 preliminary figure above expectations. With the market still positioned quite defensively, we believe there is some scope for further rises in equities.

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



Both our oscillator series (lower and upper rectangles) are still showing uptrend sequences on the Weekly graph of the S&P500 Index. These could lead us higher into year-end on our medium oscillators (upper rectangle) and potentially into next Spring on our long term ones (lower rectangles). On the price target front, we have reached the initial lower boundaries of our I Impulsive targets to the upside (right-hand scale), yet the uptrend, which is still underway, should probably extend towards their higher end, or towards 3'150, over the next 3 to 6 months.

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

EuroStoxx 50 (Weekly graph or the perspective over the next 2 to 4 quarters)



The EuroStoxx 50 is following a similar path. Both oscillator series (lower and upper rectangles) also indicate further upside into year-end and possibly the Spring. Our I Impulsive targets to the upside (right-hand scale) are pointing to the 3'750 – 4'050 range. Such targets would imply a break above the EuroStoxx 50 2017 highs and possibly even above its 2015 ones, or to its highest point since the 2008 Great Financial Crisis.

CONCLUDING REMARKS: In a way, markets still seem to be climbing a wall of worry and every weeks comes with further doubts on the economy, the Brexit process or the US-China Trade negotiations. Yet, as these fears could gradually dissipate, we believe that the defensive unwinding

may continue, that equity markets should rise, that cyclical themes should outperform. Put differently, we believe there is more risk to the upside than to the downside over the next few months as the newsflow may still deliver some positive surprises.

LE COIN TECHNIQUE

Rotation from Growth into Value versus U.S. 10-year Yield and S&P500

...article by Bruno Estier Strategic Technicals - <http://bruno.estier.net/> - bruno.estier@bluwin.ch

Since mid-August, there is a major rotation within the equity space from growth stocks into value stocks. This rotation is displayed by a declining ratio of two ETF, namely EFG and EFV: on the numerator EFG is representing the iShares MSCI EAFE Growth ETF, while on the denominator EFV is the iShares MSCI EAFE Value ETF. (EAFE is Europe, Austral Asia, and Far East).

From January 2019 to mid-August, the ratio was accelerated upward at a very steep rate and breaking above the previous high (1.64 in July 2017) to reach near 1.76. Then, the ratio reversed to displays successive lower highs & lows toward 1.67.

Interesting to note that this outperformance of value stocks versus growth stocks occurs now at the same time as U.S. 10-year interest rate is rising (green surface on the chart) in a very similar fashion as it did during the period from July to December 2016. Of course, since the financial crisis of 2008, we show with the rising green arrows other similar periods of outperformance of value versus growth stocks in Q2-Q4 of 2009, Q1 of 2011, Q3-Q4 of 2012, which coincided with periods of rising U.S. 10-year yield. So, this seems to be a recurring pattern.

We expect this current period of value outperformance versus growth to last two quarters, based on the momentum of the ratio, which (currently near 53%) is far from

its oversold area (below 20%), where it used to turn up to signal the end of its period of decline. Further, we like to note that during those similar periods of rising yield and declining ratio EFG/EFV, the S&P500 was rising, though not always in a straight line as can be seen on the upper panel of the chart.



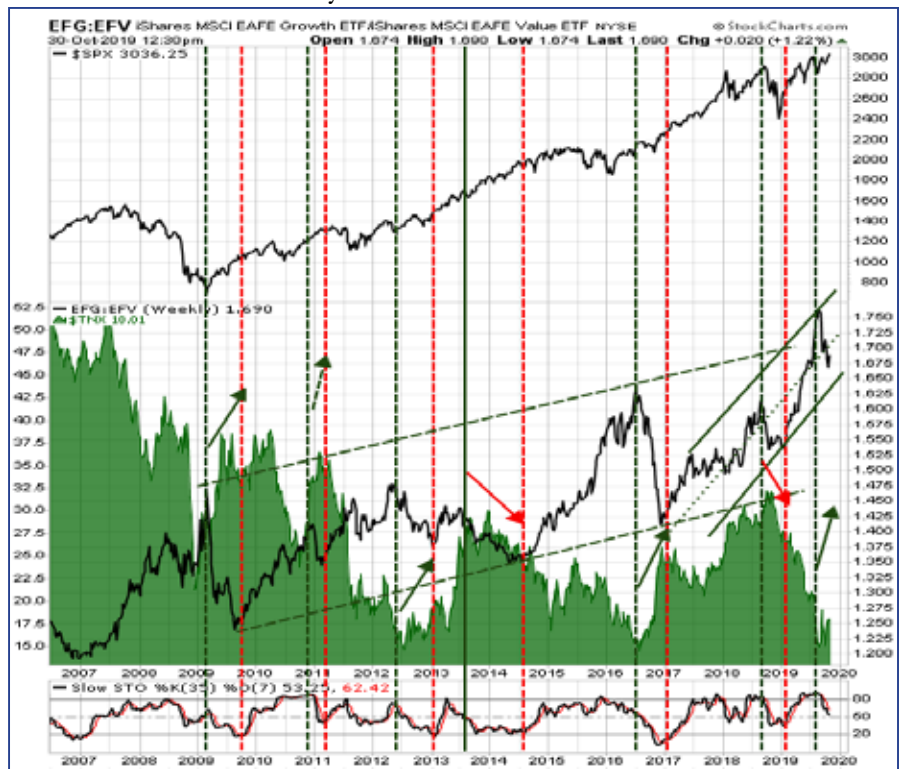
We believe that this ratio will continue to make lower lows as the U.S. 10-year yield will soon be making higher highs above 1.90%, after anchoring already since late August higher lows. Maybe, we could envision that outperformance of value stocks, which is also reflected in the recent rising relative strength of the U.S. financials sector, will also spill over to the industrials sector. Further, this outperformance of value over growth, coupled with rising U.S. 10-year yield, could also revive the expectation of a potential reflation, influencing positively the relative strength of other laggard U.S. sectors, like materials and energy. This fourth quarter of 2019 could be very different from last year!

Graph:

The weekly ratio of EFG/EFV (iShares MSCI EAFE Growth ETF / iShares MSCI EAFE Value ETF NYSE) is the black line of the central panel of the chart together with the weekly close of the U.S. 10-year yield (green surface on left scale). The top panel displays the weekly chart of the S&P500 since 2007. The lower panel is a special long term (K35-D7) weekly STO of the ratio of EFG/EFV, whose crossing is coinciding with the vertical green and red lines marking periods of the start to the end of underperformance of growth versus value. Rising green arrows or declining red arrows are displayed within those periods of declining ratio EFG/EFV (underperformance of growth versus value) to confirm the direction of the U.S. 10-year yield. A declining ratio EFG/EFV seems to correlate more often with rising than with declining U.S. 10-year yield!

Source: Stockcharts.com

Vertical lines and arrows are proposed by BEST.



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



It may be time to replace bonds with gold

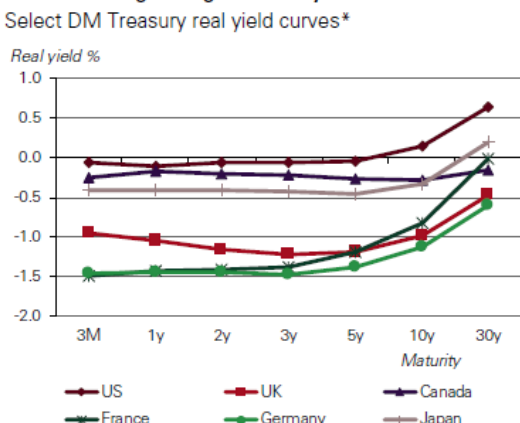
- ▶ *High risks and low rates*
- ▶ *Low opportunity cost makes gold attractive*
- ▶ *A race to zero*
- ▶ *Portfolio risk is rising yet bonds may underperform*
- ▶ *Investors are adding gold to their portfolios*
- ▶ *Gold excels when rates fall*
- ▶ *Gold allocations should be higher when yields are low*

Investment Update—Oct. 2019

Central banks have shifted to a new regime of easy monetary policy, thus reducing expected bond returns. As negative yielding debt increases alongside stock-to-yield valuations¹ to all-time highs, gold may become an attractive and more effective diversifier than bonds, justifying a higher portfolio allocation than historical performance suggests.

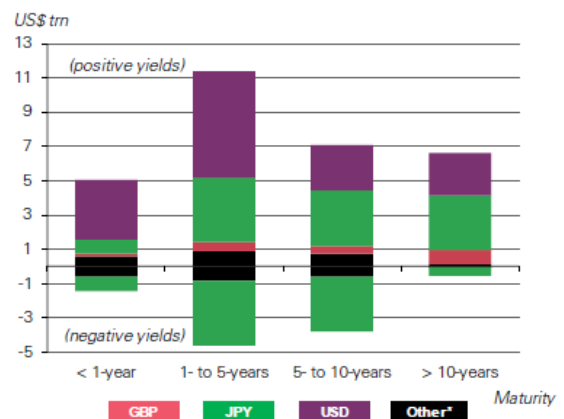
Re-optimising portfolio structures for lower future expected bond returns suggests investors should consider an additional 1%-1.5% gold exposure in diversified portfolios.

Chart 3: Virtually all developed market (DM) sovereign debt is trading at negative real yields
Select DM Treasury real yield curves*



* As of 28 October 2019. Based on current yields for various maturities adjusted for inflation rates based on y-o-y changes of each respective country CPI.
Source: Bloomberg, World Gold Council

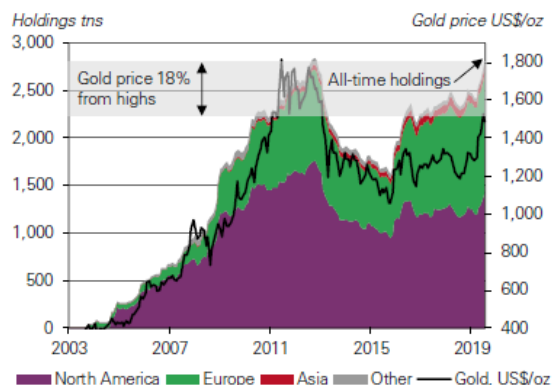
Chart 4: 26% of nominal debt is negative
Sovereign debt outstanding*



* As of 28 October 2019. Bars below zero represent amount of negative yielding debt, while bars above zero represent positive yielding debt. Includes investment grade sovereign debt from Euro area, Japan, the UK and the US. Real yields computed as nominal yield minus the most recently available y-o-y CPI inflation rate for each respective country. Totals may not equal 100% due to rounding. "Other" includes sovereign debt from Australia, Canada, Denmark, Sweden and Switzerland.

Source: Bloomberg, World Gold Council

Chart 8: Gold-backed ETF holdings reached new highs*



* Global holdings of gold-backed ETFs as of 30 September. For more information see ETF flows on Goldhub.com.

Source: Bloomberg, World Gold Council

Read on: <https://www.gold.org/goldhub/research/time-to-replace-bonds-with-gold>

Source: World Gold Council - Oct. 30, 2019

CFB

Think Twice About Buying Your Broker's Branded ETFs

[...] Anyone taking a cursory look at the John Hancock Multifactor Emerging Markets exchange-traded fund would surely be mystified ... The secret is that 97% of the assets in the Hancock ETF (ticker: JHEM) come from John Hancock itself—or rather, its parent company, Manulife Investment Management. [...]

[...] It's part of a recent trend referred to as BYOA, for "bring your own assets". [...]

[...] House-brand ETFs can be harder to trade even if they are large because only one institution owns most of their shares. "Do I really want to be the second investor sitting across the table from one large investor that may or may not continue to allocate to this product over the long term and, if they decide to pull the plug the next day, I'm the one stuck holding the bag?" asks Ben Johnson, Morningstar's director of global ETF research. [...]

Read on: https://www.barrons.com/articles/think-twice-about-buying-your-brokers-branded-etfs-51571391003?mod=past_editions

Source: *BARRON's* - Oct. 18, 2019

CFB

Twilight of the Stock Pickers: Hedge Fund Kings Face a Reckoning

[...] Hedge-fund managers once reigned over the investment industry. The best of them accumulated huge wealth. Clients lined up for the privilege of investing with them. [...]

[...] Today, clients have withdrawn money for three straight years from hedge funds that pick stocks ... That is the longest stretch of net outflows from such funds, once the growth engine of the industry, since HFR began tracking the data in 1990. [...]

[...] The reason isn't hard to find: They're no longer especially good at picking stocks. [...]

[...] What changed? For one, volume. There were just 530 hedge funds in 1990, managing a total of \$39 billion. Today there are more than 8,200, all trying to find winning bets for what is now a vast trove of \$3.2 trillion of investor money. [...]

Read on: https://www.wsj.com/articles/twilight-of-the-stock-pickers-hedge-fund-kings-face-a-reckoning-11572197217?mod=hp_lead_pos4

Source: *The Wall Street Journal* - Oct. 27, 2019

CFB

Gestionnaires de fortune indépendants et les talents de demain

Academic Work met les entreprises en relation avec les talents de demain, des jeunes professionnels en début de carrière ou pendant leurs études, pour quelques semaines ou plusieurs mois, à mi-temps ou à 100%.

Un jeune talent en temporaire est une solution optimale pour renforcer une équipe lors de remplacements ponctuels ou de nouveaux projets. Il s'agit aussi d'un bon moyen de découvrir de futurs talents!

Voici quelques exemples de postes dans le domaine financier pour lesquels Academic Work a placé des jeunes talents:

- Portfolio/Risk manager
- Assistant de gestion
- Collaborateur back office
- Collaborateur middle office
- Compliance officer

Pour la deuxième année consécutive, Academic Work a édité le **Young Professional Attraction Index**, la seule étude en Suisse romande à propos des jeunes professionnels.



Télécharger: www.academicwork.ch/business/ypai-2019

GLOBAL EVENTS

FECIF: Conférence annuelle, 6 Nov., 2019 ... Sofitel Brussels Europe



6th NOVEMBER
FECIF
CONFERENCE 2019
SOFITEL BRUSSELS EUROPE

PROGRAMME

- 11h30 - 14h30 **WELCOME & REGISTRATION**
- 12h30 - 14h30 **LUNCH**
Sponsored and complimentary for registered delegates
- 14h30 - 14h45 **WELCOME SPEECH**
& Presentation of the New FECIFs' Code of Conduct
- 14h45 - 15h30 **ROUND TABLE:**
1 year after - Impact of IOD and MIFID II on intermediaries
- 15h30 - 16h00 **KEYNOTE:**
FECIF and partners' / members' surveys and data 2018
- 16h00 - 16h30 **NETWORKING / COFFEE BREAK**
- 16h30 - 17h00 **KEYNOTE:**
MEP Speech
- 17h00 - 18h00 **ROUND TABLE:**
Capital Market Union & focus on Pan-European Pension Plan project
- 18h00 - 18h30 **WITNESSES POINTS OF VIEW**
European Fintechs
- 18h30 - 19h00 **CONCLUSIONS**
FECIF 30 years of history
- 19h00 - 20h30 **NETWORKING COCKTAIL**

Registration and more information: fecif@skynet.be



FECIF

FECIF CONFERENCE
BRUSSEL // BELGIUM

Join us on the 6th of November 2019

REGISTRATION

PARTNER ASSOCIATIONS

FPA **ERFF** **smc united**

ACADEMY & FINANCE

Obligations LSFIn : comment mettre en pratique les nouvelles règles de conduite

GENÈVE, LUNDI 2 DÉCEMBRE 2019, HÔTEL LE RICHEMOND

GENÈVE, JEUDI 5 DÉCEMBRE 2019, HÔTEL LE RICHEMOND

ACADEMY & FINANCE

conférence accréditée par **VSV ASG**

Ordonnance OEFin : les réponses concrètes sur l'organisation des gérants et des trustees

TARIF PRIVILÉGIÉ POUR LES GÉRANTS ET TRUSTEES ... MEMBRES DU GSCGI

RENSEIGNEMENTS ET INSCRIPTIONS

par tél: +41 (0)22 849 01 11
par fax: +41 (0)22 849 01 10
par e-mail: info@academyfinance.ch

par courrier: Academy & Finance SA,
16, rue Maunoir CP 6069, CH-1211 Genève 6
www.academyfinance.ch

AGENDA OF GSCGI's MONTHLY CONFERENCES

8 Nov. 2019/Geneva—NATIXIS & 22 Nov. 2019/Geneva—GSCGI&ARIF ... details below



GROUPEMENT SUISSE DES CONSEILS EN GESTION INDÉPENDANTS - GSCGI
SCHWEIZERISCHE VEREINIGUNG UNABHÄNGIGER FINANZBERATER - SVUF
ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI CONSULENTI FINANZIARI INDIPENDENTI - ASCFI
SWISS ASSOCIATION OF INDEPENDENT FINANCIAL ADVISORS - SAIFA

INVITATION / REGISTRATION
Déjeuner-conférence: 8 Novembre 2019

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



NATIXIS
BEYOND BANKING
www.natixis.com

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

LES DIVIDENDES COMME CLASSE D'ACTIF
Risques et Opportunités dans le Contexte de Marché Actuel



BRICE BENOLIEL
a rejoint Natixis en 2016 et occupe actuellement le poste de responsable de l'ingénierie financière de la plateforme Londonienne. Il a plus de 14 ans d'expérience dans le secteur financier, avec une expertise dans la fourniture de solutions structurées dans le domaine des fonds, hybrides et d'actions à des clients allant des banques privées/conseillers financiers aux fonds de pension et aux compagnies d'assurance. Il a commencé sa carrière chez RBS avant de rejoindre Nomura. Brice Benoliel est titulaire d'une maîtrise en mathématiques appliquées de l'Ecole Centrale Paris, il est également Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA).



ERIC BENOIST
a rejoint Natixis en 2008 au sein du pôle dérivés actions où il a été successivement responsable de la vente Hedge Funds puis de la vente Flux en Europe. En 2017, il prend en charge le développement de l'offre de stratégie dérivés actions de Natixis et rejoint les équipes de recherche du groupe. En s'appuyant sur ses 17 années d'expérience en front-office, il couvre désormais les marchés internationaux de volatilité, de corrélation et de dividendes et se concentre sur une génération de contenus actionnables pour les clients de la banque. Eric Benoist a commencé sa carrière chez Société Générale puis chez Bear Stearns. Il est diplômé de l'Ecole Supérieure de Commerce de Paris.

PROGRAMME

Date **Vendredi, 8 Novembre 2019**
LIEU **Hôtel Métropole, Quai Général-Guisan 34, Geneva, Switzerland**
12h00 Enregistrement
12h30 Conférence & Session Q&A
13h00 Le repas commence à être servi
14h00 Fin de conférence

Prière de vous inscrire avant le mercredi, 6 Nov. 2019, 'online' ou par email: secretariat@gscgi.ch

**Déjeuner offert
gracieusement par
NATIXIS**





INVITATION / INSCRIPTION
Déjeuner-conférence 22 Novembre 2019

Le GSCGI et l'ARIF unissent leurs compétences pour répondre aux questions des gestionnaires de fortune indépendants, trustees et conseillers en placement, sur l'impact des nouvelles lois de finance sur leur activité. Ce déjeuner-conférence, organisé à l'intention de leurs Membres, aura lieu à Genève et accueillera également des Non-Membres.

Le thème suivant sera modéré par **Madame Nicolette de Joncaire**, rédactrice en chef d'ALLNEWS...

LSFIN-LEFIN: MODE D'EMPLOI
Se mettre en conformité avec la nouvelle réglementation

...et comprendra des présentations des intervenants suivants:



ME STÉPHANIE HODARA EL BEZ
Avouée & ARIF
Stéphanie Hodara est avouée et associée de l'Etude ALTENBURGER Ltd legal + tax responsable du Team Banking & Finance. Elle siège au Comité de l'ARIF.



OLIVIER SIERRO
Prise Asset Management
Olivier est Senior Legal Adviser et Coordinateur juridique du projet LSFm auprès de Banque Pictet & Cie SA.



ILARIA SANTINI
BSF
Ilaria Santini est active depuis 14 ans dans le domaine de l'audit et du conseil aux intermédiaires financiers (grands LPOC, placements collectifs de capitaux suisses et étrangers, assurances, sociétés financières).



COSIMA F. BARONE
GSCGI
Cosima est membre du Conseil du GSCGI depuis 2005, plus Directrice depuis 2012. Elle a travaillé dans le secteur financier, suisse et international, depuis plus de 40 ans.

PROGRAMME

Date **Vendredi, 22 Novembre 2019**
LIEU **Hôtel Métropole, Quai Général-Guisan 34, Geneva, Switzerland**
11h00 Enregistrement, Conférence & Session Q&A
13h00 Cocktail déjeuner
14h00 Fin de conférence

RSVP et renseignements auprès de Mathieu Mollard — mathieu@COMandWEALTH.ch
Important: le règlement de votre participation doit nous être parvenu avant le jour de conférence.

08 Nov. 2019/Geneva—Orateurs: Eric Benoist & Brice Benoliel, NATIXIS, Membre Partenaire du GSCGI

22 Nov. 2019/Geneva—Orateurs: Me Hodara El Bez, Olivier Sierro, Iliaria Santini & Cosima F. Barone
LSFin-LEFin: Mode d'emploi — Conférence GSCGI & ARIF

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!

LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

2019, Oct. 11 — Le LUXEMBOURG et la SUISSE: Une Relation Bilatérale pour la Gestion d'Actifs?

...article de Cosima F. Barone



BENOÎT DE FROIDMONT

Président

FINIMMO

Diplômé d'HEC et titulaire d'un Master en analyse contrôle. Après une première carrière dans l'audit spécialisé dans le secteur bancaire et fiscal, il crée en 2003 le groupe Finimmo au Luxembourg puis lance son implantation à Genève en 2005, suivi quelques années plus tard par Monaco. Il est actuellement en charge du développement et de la stratégie du groupe.



ADRIEN ROLLÉ

CEO

FINIMMO

Ingénieur commercial diplômé d'HEC et titulaire d'un Master en analyse contrôle. Adrien a plus de 20 ans d'expérience en tant qu'auditeur, consultant, CFO et responsable de la gestion des risques. Il rejoint Finimmo en 2007. Actuellement associé et CEO de Finimmo Luxembourg, il est en charge de la gestion et du développement des activités globales du groupe.

fin | immo
Luxembourg S.A.

Lors de la 7^{ème} Réunion Mensuelle de 2019 du Groupement, organisée en collaboration avec FINIMMO («Finimmo»), Membre du GSCGI, le Président, **Monsieur Benoît de Froidmont**, et **Monsieur Adrien Rollé (CEO)** relèvent les complémentarités évidentes et l'intensification des relations d'affaires entre les deux pays, le Luxembourg et la Suisse. En effet, l'expertise en ingénierie financière luxembourgeoise et la création de véhicules *ad hoc* et de support à l'investissement représentent un excellent complément à l'expertise en conseil et gestion d'actifs qui caractérisent la place financière Suisse.

FINIMMO est fondé en 2003 et obtient le statut PSF: Professionnel du Secteur Financier. Déjà en 2005, une présence en Suisse s'est imposée au regard de sa stratégie globale de développement. En avril 2010, une première conférence de FINIMMO au GSCGI avait traité le thème de la «*titrisation luxembourgeoise appliquée à l'immobilier*». FINIMMO, Membre du GSCGI, offre un large éventail de compétences et services à une clientèle privée et institutionnelle. Ses activités sont réglementées par la CSSF, Commission de Surveillance du Secteur Financier.

Le Luxembourg, qui continue à bénéficier du 'Triple A rating', présente bien d'avantages appréciés par les investisseurs. A noter, la stabilité politique qui se confirme année après année, le multiculturalisme et multilinguisme (environ 500'000 personnes dans la vie active le jour contre 200'000 résidents), ainsi que le haut niveau d'éducation des employés du secteur financier. En outre, le Luxembourg a mis en place 84 Traités prévenant la double-imposition.

Le Luxembourg offre un vaste choix de véhicules d'investissement et reste le pays privilégié par les professionnels du secteur financier pour la domiciliation de fonds d'investissement. En outre, la pression fiscale est raisonnable; en particulier, les taux applicables de la TVA sont les plus bas de l'UE. Les orateurs rappellent que le Luxembourg se classe au deuxième rang mondial, derrière les États-Unis, pour l'industrie des fonds d'investissement.

Les véhicules d'investissement sont soit non-régulés (SOPARFI et SPF), soit régulés (SIF et SICAR). Les véhicules non-régulés offrent plus de flexibilité, sont moins onéreux à mettre en place, peuvent être caractérisés par une contrainte de gestion passive, et sont soumis à des régimes fiscaux dédiés.

Les véhicules SIF et SICAR, régulés par la CSSF et s'adressant à des investisseurs qualifiés, ont des particularités très appréciables, telles que la possibilité de créer des compartiments ségrégués, possibilité d'être ouvert (open-ended) ou fermé (closed-ended). Voir les infographies suivantes, et en page 27, qui illustrent bien les particularités de chacun de



LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

2019, Oct. 11 — Le LUXEMBOURG et la SUISSE: Une Relation Bilatérale pour la Gestion d'Actifs?

...article de Cosima F. Barone

ces véhicules d'investissement. Il est recommandé de lire ce compte-rendu de conférence conjointement avec l'article de FINIMMO publié dans le WealthGram d'octobre 2019 (WG90).

L'utilisation de ces véhicules régulés s'est accentué, particulièrement lors de la crise de 2008, dans un but de protection de l'investisseur. En complément des UCITS, d'autres véhicules d'investissement ont donc vu le jour, tel le SIF et la SICAR, mais également le RAIF (Reserved Alternative Investment Fund) ces dernières années offrant des solutions intermédiaires au SIF et SICAR. Il faut, par contre, ne pas oublier que le RAIF n'est pas supervisé directement par la CSSF, mais il doit s'attacher les services d'un AIFM (Alternative Investment Fund Manager) qui est lui agréé et supervisé par la CSSF, ce qui peut augmenter les coûts de la structure.

Enfin, une loi adoptée en 2004 par le Luxembourg permet la constitution de sociétés de titrisation, qui combinent de nombreux avantages des structures régulées et des structures non régulées. Le véhicule de titrisation sera régulé entre autres dans le cas où il s'adresse à des investisseurs non qualifiés par émission de titres sur base continue. Alternativement, s'il s'agit par exemple de placements privés souscrits par des investisseurs qualifiés, la supervision par la CSSF n'aura pas lieu d'être. Il s'agit là de gestion passive, avec la possibilité de créer des compartiments ségrégués et détenant chacun ses propres actifs gérés par des acteurs externes à la société de titrisation.

La complémentarité des compétences entre la Suisse et le Luxembourg est évidente. En effet:

- la Suisse, mondialement connue pour le 'private banking' et la gestion traditionnelle, également alternative, dispose de capitaux importants prêts à être investis;
- le Luxembourg offre un vaste choix d'outils permettant une structuration efficace, sur le plan juridique et fiscal, des actifs en lien avec les objectifs attendus par les clients, tout en apportant une protection de l'investissement et un accroissement de la rentabilité.

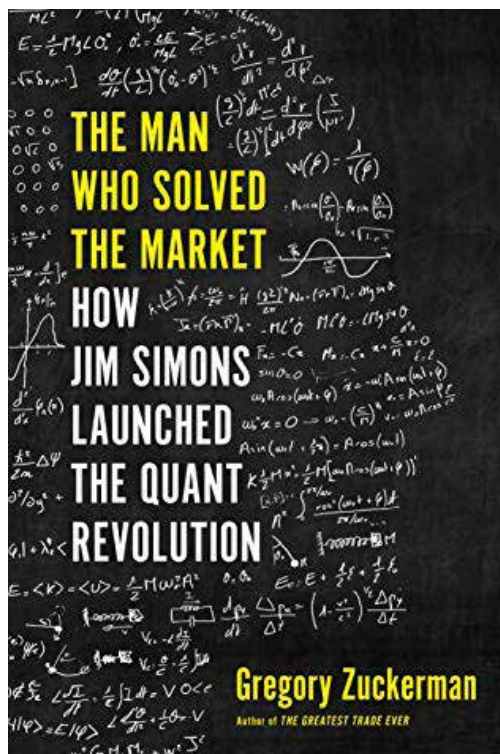
En fin de séance, les orateurs ont traité les questions des participants de façon précise et exhaustive, ce dont nous les remercions. La session questions-réponses étant toujours un complément essentiel aux présentations, le Groupement conseille vivement la participation active lors des déjeuners-conférence organisés sur base mensuelle depuis de nombreuses années.



BOOK REVIEW

The Man Who Solved the Market: How Jim Simons Launched the Quant Revolution

by Gregory Zuckerman



The Making of the World's Greatest Investor

Jim Simons was a middle-aged mathematician in a strip mall who knew little about finance. He had to overcome his own doubts to turn Wall Street on its head...

Today, Mr. Simons is considered the most successful money maker in the history of modern finance. Since 1988, his flagship Medallion fund has generated average annual returns of 66% before charging hefty investor fees—39% after fees—racking up trading gains of more than \$100 billion. No one in the investment world comes close...

Doing the Math

Jim Simons, a pioneer in the use of quantitative analysis, has outperformed the biggest names in the investment world over the past three decades—even after deducting investor fees that are much higher than those of rivals.

INVESTOR, KEY FUND/VEHICLE	PERIOD	AVERAGE ANNUAL RETURNS AFTER FEES
Jim Simons, Medallion	1988 — 2018	39%
George Soros, Quantum	1989 — 2000	32%
Steven Cohen, SAC	1992 — 2003	30%
Peter Lynch, Magellan	1977 — 1990	29%
Warren Buffett, Berkshire Hathaway	1965 — 2018	21%
Ray Dalio, Pure Alpha	1991 — 2018	12%

*Returns have fallen in recent years as Soros has stopped investing money for others. *Averaged 62% gains investing his personal money from 1981-87, starting with less than \$10,000, and saw average gains of 24.3% for a partnership managed from 1987-89. Doesn't charge fees.

Source: 'The Man Who Solved the Market: How Jim Simons Launched the Quant Revolution'

A radical investing style was behind Mr. Simons's rise. He built computer programs to digest torrents of market information and select ideal trades, an approach aimed at removing emotion and instinct from the investment process. Mr. Simons and colleagues at his firm, Renaissance Technologies LLC, sorted data and built sophisticated predictive algorithms—years before Mark Zuckerberg and his peers in Silicon Valley began grade school...

Mr. Simons both anticipated and inspired a revolution. Today, investors have embraced his mathematical, computer-oriented approach. Quantitative investors are the market's largest players, controlling 31% of stock trading, according to the Tabb Group, a research firm. Just 15% of stock trading is done by "fundamental" stock traders, according to JPMorgan Chase & Co...

Read more: https://www.wsj.com/articles/the-making-of-the-worlds-greatest-investor-11572667202?mod=hp_lead_pos5

The Man Who Solved the Market — how Jim Simons built a moneymaking machine

Machines and algorithms have taken over swaths of markets, supplanting the grizzled traders of public perception, and no one has harnessed computer science and vast data sets to invest as successfully as Renaissance...

Yet in *The Man Who Solved the Market*, Gregory Zuckerman lifts the lid on the most fascinating man in financial markets: a liberal mathematician who once motorcycled from Boston to Bogotá, was ejected from the Soviet code-cracking team at the Institute for Defense Analyses for opposing the Vietnam war, and then built the most relentless of moneymaking machines...

Quantitative finance — as it is dubbed — may seem a recondite subject to many people, but it is profoundly reshaping the investment industry, and thus capitalism itself...

Failure often loomed... Yet Renaissance has enjoyed a golden run the likes of which investing has never seen... His talent was to spot, nurture and harness beautiful but often combustible minds such as James Ax, Lenny Baum, Elwyn Berlekamp, Henry Laufer, Peter Brown and Mercer...

Read more: <https://www.ft.com/content/868d0902-f0b4-11e9-ad1e-4367d8281195>

CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

‘The Man Who Solved the Market: How Jim Simons Launched the Quant Revolution’

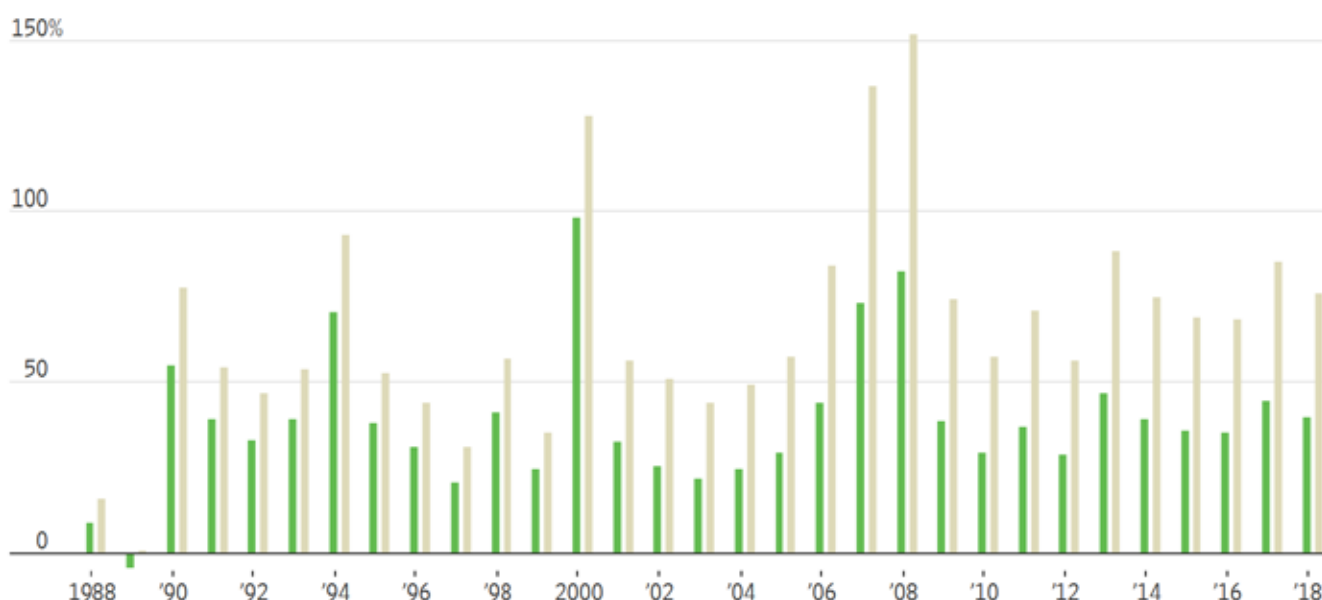
(WSJ ... read more on page 28's Book Review)

The Winning Formula

Jim Simons's flagship hedge fund has generated large, consistent profits over the past three decades.

Medallion Fund's annual returns

■ After fees ■ Before fees



Source: ‘The Man Who Solved the Market: How Jim Simons Launched the Quant Revolution’

Mr. Simons developed a unique perspective. He was accustomed to scrutinizing large data sets and detecting order where others saw randomness. Scientists and mathematicians are trained to dig below the surface of the chaotic, natural world to identify simplicity, structure, and even beauty. Mr. Simons concluded that financial prices featured defined patterns, much as the apparent randomness of weather patterns can mask identifiable trends.

Historical Graph + text: courtesy of WSJ

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



LA PAROLE EST A VOUS

Le Conseil du GSCGI et le Comité de Rédaction de “The IFA's Wealth Gram” invitent les Membres et Partenaires du Groupement à partager leur expérience et connaissance avec les collègues en fournissant des articles sur des thèmes divers: (a) actualité, (b) techniques de gestion, (c) analyse fondamentale, technique et globale, (d) fiscalité, (e) régulation, etc. Annoncez et adressez vos écrits à wealthgram@gscgi.ch le plus rapidement possible. Les non-Membres également peuvent fournir des articles et sponsoriser [Wealth Gram](http://WealthGram.com).

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

RÉSERVEZ SANS TARDER LE NUMÉRO QUI VOUS INTÉRESSE!

wealthgram@gscgi.ch

LE SPONSOR DE NOVEMBRE 2019

ATLANTICOMNIUM — www.atlanticomnium.ch — Membre du GSCGI



The image features the Atlanticomnium Asset Management logo in the top left corner, which includes a stylized orange bird icon. The main background is a large, close-up photograph of a white geodesic dome structure with a grid of black lines and numerous circular openings. The text 'Discover Atlanticomnium' is prominently displayed in a bold, brown font, with the tagline 'Independent. Expert. Dedicated' in a smaller, grey font below it.

**Discover
Atlanticomnium**
Independent. Expert. Dedicated

About Atlanticomnium

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