



PLACEMENTS DANS LES “LOANS” (PRÊTS TITRISÉS): *une diversification attractive?*

Lusenti

Partners

solutions
pour
investisseurs
institutionnels

SOMMAIRE

3	Editorial	Soyons ambassadeurs de la durabilité! <i>François ME YLAN, Meylan Finance Sàrl, Membre du GSCGI</i>
4-5	Sponsor de Janvier 2016	Placements dans les "loans" (prêts titrisés): une diversification attractive? ... <i>Graziano Lusenti, Lusenti Partners</i>
6-7	Les Membres du GSCGI	FECIF informs... Dec. 2015: Financial education may be laudable but is ultimately doomed... CIFA informs... XIV th CIFA Forum 2016 & TRUSTING N°8 July-Dec. 2015
8	Juristes & Fiscalistes	La FCA entend réduire la paperasserie administrative sur le blanchiment... ... <i>par Pierre Christodoulidis, Membre du Conseil du GSCGI</i> Nouvelles récentes de la FINMA..... ... <i>par CFB</i>
9-10	Jurisprudence	Avoirs défiscalisés: Le TF permet le retrait en espèces... ... <i>par Me Stéphanie Hodara El Bez, ALTENBURGER LTD legal + tax</i>
11	Assurance Professionnelle	Exemple de Sinistres: AXA Winterthur
12-13	Placements & Techniques de Gestion	Les surprises majeures observées sur les marchés... SocGen. US Long rates sont dans une tendance haussière... BEST
14-15	L'Avis de l'Analyste	U.S. Secular Stagnation? <i>Steve H. Hanke, @Steve_Hanke</i>
16-17	In Globo	<i>various ... CFB</i>
18-19	Global Events & Agenda of GSCGI's Monthly Conferences	ANASF of Italy: ConsulenTia16 (2016, Feb 2-3-4, Rome) GSCGI: LSFIn-LEFin (2016, Jan. 22, Geneva)
20-21	La Réunion Mensuelle du GSCGI	No conference in Dec. 2015
22	Book Review	How to Have a Good Day, <i>by Caroline Webb</i>
23	Clin d'Oeil à l'Histoire La Parole est à Vous	Leaving behind 2015, a year when nothing worked. What's in store for 2016? <i>Cosima F. Barone, FINARC SA, www.finarc.ch</i>
24	Sponsor de Janvier 2016	LUSENTI PARTNERS — www.lusenti-partners.ch

Editeur: G S C G I

Secrétariat Général:
3, Rue du Vieux-Collège
Case Postale 3255
CH - 1211 Genève 3
Tél. +41 (0) 22 317 11 22
secretariat@gscgi.ch

Zürich: sekretariat@svuf.ch
c/o Findling Grey AG - Tél. +41 (0) 43 819 4243
Riesbachstrasse 57, CH - 8008 Zürich

Lugano: segreteria@gscgi.ch
c/o Phoenix Investment Managers - Tél. +41 (0) 91 923 4477
Via Maderno 10, CH - 6900 Lugano

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

ÉDITORIAL

Soyons ambassadeurs de la durabilité!

Le sommet de la COP21, à Paris, et la sortie en salle de l'excellent film «**Demain**» de Mélanie Laurent et de Cyril Dion sont des nouvelles piqures de rappel. Le système a atteint ses limites. Nous ne faisons que gagner du temps. En corollaire des ressources naturelles qui s'amenuisent, pour beaucoup d'entre nous, c'est également la taille des patrimoines à gérer qui se rétrécissent comme peau de chagrin. Les causes sont nombreuses. Nous les connaissons et nous les subissons. L'impossibilité de travailler avec les ressortissants de nombre de clients de la communauté européenne et au-delà. Un flot ininterrompu de paperasse et de mesures réglementaires pour ne pas dire sur-réglementaires. La génération des baby-boomers qui arrivent dans le cycle de la consommation du capital. Et ils n'ont que trop bien raison. Des marchés financiers de plus en plus difficiles, dans un environnement de taux négatifs, sont à ajouter à toutes nos difficultés. Comme le rappelle, dans son essai «**La finance verte**», le professeur Beat Bürgenmeier:

«L'importance croissante des intermédiaires financiers en tant que gestionnaires, alors que le nombre de propriétaires assurant des risques inhérents à toute activité économique diminue».

Voici rien de moins que deux tendances de fond qui présentent autant de risques que d'opportunités pour notre corporation.

Premièrement, nous avons nos atouts à faire valoir dans les domaines liés à la durabilité. Soyons ambassadeurs de la durabilité. Soyons ambassadeurs du changement. L'épargnant devient responsable et actif quand il achète son logement ou lors de la création de son entreprise. Alors que quand il est question de ses relations bancaires, il devient passif et irresponsable. A coup sûr, beaucoup sont exposés, dans leurs portefeuilles, à des titres qu'ils n'auraient eux-mêmes pas choisis tels que des entreprises en lien avec les énergies fossiles, avec l'armement ou encore les OGM ...pour ne citer que ces industries que, en bon libéral, je qualifierais de secteurs à hauts risques. Remettons au goût du jour l'entrepreneuriat local, le réseau, le consommer local...l'humain. Abordons ces thématiques avec nos clients. Accompagnons-les vers une affectation

éthique et environnementale de leurs actifs financiers. Cultivons avec eux le goût d'entreprendre. Nous sommes très bien placés pour cela. Notre proximité avec le client final est une force indéniable que les plus grands acteurs financiers de type mécanistes ont perdu depuis longtemps. L'outil informatique de la segmentation n'a jusqu'à ce jour pas pu remplacer la connaissance du client dont nous bénéficions.

Secondement, plus que jamais, nous devons valoriser le service et l'expertise. Le "business model" qui repose essentiellement sur les commissions est en passe d'être obsolète. Encore faut-il que le client soit disposé à payer ledit service. D'où réside l'ampleur du défi, dans un monde déflationniste sur l'autel d'une pseudo gratuité. Les conseils à haute valeur ajoutée ne manquent pas pour autant. De la gestion des liquidités à l'exécution testamentaire, en passant par la prévoyance et l'analyse du risque, les pistes et besoins sont encore nombreux. Néanmoins, nous avons bel et bien changé de paradigme. Comme pour tant d'autres corps de métier, nous évoluons dans un monde connaissant l'érosion des marges et un ratio revenu-effort qui se complexifie. Nommons les choses telles qu'elles sont. Mais, c'est peut-être bien là que réside la beauté et l'attrait de notre profession.



François MEYLAN
Meylan Finance Sàrl
Membre du GSCGI

PLACEMENTS DANS LES «LOANS» (PRÊTS TITRISÉS)

Lusenti
Partners solutions
pour
investisseurs
institutionnels

PLACEMENTS DANS LES «LOANS» (PRÊTS TITRISÉS): *une diversification attractive?*

Rendement, diversification et corrélations des placements

La “théorie moderne des placements” — qui peine parfois à avouer son âge plus qu’avancé, puisqu’elle a été mise en forme et conceptualisée à la fin des années cinquante — s’est largement répandue dans le monde de la gestion des actifs et dans celui de l’“asset management” principalement depuis la fin des années quatre-vingts du siècle passé. Depuis lors, les notions de “diversification des placements”, de “corrélations” et d’identification du “risque de placements” à la volatilité et à l’écart-type de la performance d’une valeur mobilière, d’un portefeuille ou d’une classe d’actifs, se sont largement généralisés dans le monde de la gestion — et servent encore de base à nombre de modèles, d’applications théoriques et de mises en œuvre empiriques.

Les praticiens, de leur côté, distinguent le plus souvent les phases “normales” et calmes d’évolution des marchés, marquées par des tendances plus ou moins prononcées, des périodes de rupture ou de crises — le plus souvent des baisses ou des “crashes”; ils savent donc qu’une analyse fine des marchés, surtout dans une vision prospective, requiert des instruments sophistiqués pour appréhender — et si possible anticiper — les points de rupture.

Dans ce contexte, l’analyse de l’évolution des principales classes d’actifs durant les deux dernières décennies suggère que les corrélations entre les actifs ont eu tendance à augmenter — ce qui a pour effet de réduire les effets favorables de la diversification entre les différents types de placements. C’est là une évolution très fâcheuse, qui rend plus complexe la gestion de portefeuilles diversifiés et atténue grandement la diversification: en périodes de crises, les principales classes d’actifs évoluent — à la baisse — de manière synchrone et très accentuée. Par ailleurs, les politiques monétaires ultra-accomodantes des banques centrales ont eu pour effet d’imposer des taux d’intérêt nuls ou négatifs — comme en Suisse et en Europe — rendant ainsi plus complexe la gestion des portefeuilles obligataires.

Taux d’intérêt, obligations et “loans”

Confrontés à une situation sans précédent de corrélations élevées des classes d’actifs, de taux d’intérêt nuls ou négatifs, de “compression” des performances des actifs, d’impératifs de liquidités et de limitation des coûts de gestion, les gérants d’avoirs — “wealth managers” et “asset managers” — sont immanquablement tentés d’explorer de nouvelles pistes de diversification, de sonder des “niches” encore peu connues; parmi celles-ci, celle des “loans” (*les prêts titrisés*) est souvent examinée. Les placements en “prêts titrisés”, “loans” ou “structured credit” peuvent ainsi proposer une alternative dans le contexte actuel, difficile. En effet, ce type de placements est censé n’être que peu affecté par une hausse des taux d’intérêt — contrairement aux obligations.

Retrait des banques, désintermédiation financière, nouveaux intermédiaires

L’émergence du secteur des “loans” est liée aussi à une autre évolution majeure, lourde de conséquences: confrontées à des coûts croissants de leurs fonds propres en raison des contraintes prudentielles et de l’évolution de la législation bancaire, de nombreuses banques désertent les marchés traditionnels du financement par des prêts bancaires, ou s’y montrent plus frileuses. Cette évolution ouvre ainsi la voie à de nouveaux intervenants, tels que des gérants de fonds spécialisés.

Les “loans”, un univers d’investissement foisonnant

En qualité de classe d’actifs en voie d’émergence et d’affermissement, les prêts titrisés représentent un univers d’investissement extrêmement diversifié, varié, mais également passablement éclaté et relativement peu transparent, où la liquidité est souvent restreinte. En effet, les portefeuilles de prêts recèlent des difficultés particulières et des risques importants: grande diversité des débiteurs et des types de prêts, nature et qualité des garanties, liquidité et transparence variable des placements, produits d’investissements divers, etc.

De façon schématique, on peut distinguer 5 grands secteurs

...cont’d on page 5

PLACEMENTS DANS LES «LOANS» (PRÊTS TITRISÉS)

...cont'd from page 4

de prêts titrisés et les financements y relatifs, sous la forme de marchés primaires ou secondaires:

- Les prêts à la consommation des particuliers ("consumer finance")
- Les équipements lourds ("equipment leasing")
- Le secteur immobilier ("real estate")
- Les infrastructures publiques ("infrastructures")
- Les prêts aux entreprises ("corporate credit")

Les marchés des prêts titrisés sont historiquement plus développés aux Etats-Unis, où les banques jouent un rôle moindre dans le financement des entreprises et où les marchés financiers, plus performants, assument cette fonction à plus grande échelle, qu'en Europe, où les banques ont des activités de prêts traditionnellement multiples et polymorphes.

Performances, liquidité, risques, transparence, coûts

Quels sont les principaux paramètres techniques des placements de ce type? Pour ce qui est de la performance, les objectifs visés sont souvent très ambitieux — en USD jusqu'à 8%, 12%, voire plus. Toutefois, des rendements de ce type ont pour corollaire des primes d'illiquidité considérables: les délais de remboursement varient le plus souvent entre quelques mois — 3 à 18 mois sont des valeurs fréquentes — jusqu'à plusieurs années.

Quant aux garanties ("collaterals"), elles sont également multiples et varient beaucoup en fonction de la nature des crédits; ils sont constitués, par exemple, de portefeuilles de crédits à la consommation (*cartes de credit*) ou de prêts à des étudiants, de gages immobiliers, d'équipements lourds en machines ou infrastructures publiques telles que des aéroports, des réseaux électriques, des réseaux de télécommunications, des hôpitaux, etc.

Les risques auxquels l'investisseur est confronté dans le cadre de ces investissements sont bien réels, mais ils peuvent être cernés et évalués de manière assez fiable; parmi ceux-ci, on citera les suivants:

- Risque de liquidité
- Risque de valorisation du gage
- Risque de contrepartie
- Risque légal
- Risque de taux d'intérêt
- Risque de défaut
- Risque réglementaire

L'historique récent des paramètres de cette classe d'actifs suggère que l'investisseur devrait veiller surtout aux risques de liquidité, de taux d'intérêt et de défaut. Concernant ce dernier point, le taux de défaut de portefeuilles de prêts titrisés constitués avec soin est très faible et le plus souvent inférieur à celui de portefeuilles obligataires à risques élevés.

Enfin, on soulignera que le choix du véhicule d'investissement s'avère important pour l'investisseur sous l'angle de la transparence et des coûts — le plus souvent élevés en comparaison d'autres classes d'actifs plus liquides. En effet, les véhicules de placements privilégiés par les promoteurs de produits présentent rarement une liquidité élevée — c'est-à-dire mensuelle — et presque jamais le statut de véhicule UCITS.

Les prêts titrisés, des placements spécialisés pour des investisseurs avisés

En résumé, la classe d'actifs des prêts titrisés ("loans"), vaste, diversifiée et en croissance rapide du fait de développements structurels et fondamentaux dans les marchés financiers, offre des opportunités réelles sous l'angle de la diversification des placements, surtout en période de hausses (*possibles*) des taux d'intérêt — ainsi que des rendements attractifs dans le segment des placements dans les marchés de taux.

Toutefois, ses caractéristiques intrinsèques, la liquidité réduite des placements (*de quelques mois à quelques années*), le fractionnement et le manque de transparence des marchés, les coûts de gestion relativement élevés imposent, dans les faits, de considérer les placements de ce type comme une forme de "placement alternatif", au même titre que les hedge funds et le private equity. Enfin, la nécessité d'investir des montants relativement importants dans des portefeuilles largement diversifiés, limite, dans les faits, ces placements aux seuls investisseurs avisés — des institutionnels (*compagnies d'assurances, fonds de pensions*) ou des particuliers qualifiés.

Graziano Lusenti

Dr. sc. polit.

Conseiller pour Investisseurs Institutionnels
Managing Partner, **Lusenti Partners**

Le cycle de conférences "Performer" de l'automne/hiver 2015 à Zurich et Genève a été consacré à la thématique "Prêts et placements à taux fixe", cf. www.performer-events.ch

Le dossier avec les présentations des conférenciers peut être commandé auprès des organisateurs: info@lusenti-partners.ch

LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

FECIF informs...



JOHANNES MUSCHIK
FECIF's
Chairman of the Board
www.fecif.org



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



GSCGI

is Member of

FECIF's Board

FECIF Press Release — December 2015: Financial education may be laudable but is ultimately doomed to failure

The above conclusion was one of the points put forward in Brussels last week (December 10, 2015) at the latest annual FECIF Conference (*European Federation of Financial Advisers and Intermediaries*). The event was held under the title of **“Social Welfare in Times of Economic Stagnation: Can smart regulation stimulate private pensions?”** and was attended by all major stakeholders; including regulators, politicians, consumer groups, the national trade associations of countless European countries, and advisory practitioners.

It was pretty much unanimously agreed that whilst regulation was obviously very necessary, we all need to ensure that it protects consumers in a sensible and proportional manner, stimulating personal financial responsibility, economic growth and jobs. This was specifically the message of David Charlet, FECIF Vice-Chairman, in his welcome address.

“One of the key messages from the event was that regulators, the industry and consumers all need to work together to address what is a very serious and long-term issue”, FECIF Secretary General, Paul Stanfield, stated. *“The so-called pension time bomb is not going away, and is a problem that is increasing in magnitude all the time. We need to work together to ensure that we avert a catastrophe in the future”.*

The event boasted speakers and panellists from EIOPA, EFAMA, EBF, AGE, Deloitte, AILO, PensionsEurope and Better Finance, as well as from various industry trade bodies from across Europe.

“The issues for those aged fifty and above were excellently highlighted by AGE Secretary General, Anne-Sophie Parent, in her keynote speech”, stated Johannes Muschik, FECIF's Chairman. *“Whilst the future issues for younger generations should not be ignored either, of course, as many other speakers focused upon”.*

Two other keynote presentations considered the “European Single Market for Pensions”, from the viewpoint of a regulator and the pensions industry respectively, whilst the fourth keynote examined the “Private Savings Need of Consumers”. There were also two round-table panels, looking at the “The Future of Saving” and “Information Overload versus Financial Literacy”.

One of the key conclusions from all of these sessions was that whilst financial education should be pursued, and increasing digitalisation and automation needs to be embraced, they are probably only a relatively modest part of the whole solution. Firstly, young consumers need to be incentivised in a valid and relevant manner in order to engage with their financial planning and their futures. This is where governments, regulators and the industry can work together for the benefit of all. Muschik closed the event with a speech entitled: “The Role of advisers in Private Retirement Planning in Europe” – it had become clear during the day that the advisory sector is of paramount importance in addressing these issues.

This year sees the 16th anniversary of FECIF, a unique organisation representing the sector across the whole of Europe.

Paul Stanfield
Secretary General
pstanfield@feifa.eu

LES MEMBRES DU GSCGI

Networking & la Vie de nos Collègues d'ailleurs

CIFA informs...

CIFA
**CONVENTION OF INDEPENDENT
FINANCIAL ADVISORS**
A Non-Profit Foundation

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

Exceptional participation
of
High Representatives
of the United Nations' ECOSOC
to debate about...

**“Implementing the Post-2015
Development Agenda:
moving from
commitment to results”**

CIFA
1st think tank specialized in reforming
the financial system
is organizing its
14th International Forum
EXCESSIVE REGULATION:
IS IT REALLY INTENDED TO GUARANTEE
ENTREPRENEURIAL FREEDOM AND PROPERTY?
from May 31st through June 3rd 2016
Hôtel Hermitage, Monaco

What is CIFA?

The founding principles of CIFA are built around an ethical reflection and the reform of the world-wide financial system. Through its many assignments, CIFA is working towards a unique goal: putting finance back at the service of investors.

CIFA is regrouping 70 professional associations, which represent more than one million individuals or legal entities involved in the financial intermediation worldwide.

In 2007, CIFA, through its active participation in the works of various United Nations organs, obtained the «special consultative status» with the United Nations in the framework of the Economic and Social Council (ECOSOC). In 2015, CIFA has obtained the «general consultative status» with the UN-ECOSOC. CIFA is the only NGO within global finance with such a status!



CIFA invites you to discover
TRUSTING

Published bi-annually, it contains important information on the various activities of CIFA, such as the annual Forum, and its close cooperation with partner associations. TRUSTING publishes also articles written by worldwide experts on management, investment, regulation and taxation.

The 4th edition of the magazine
is available for free download on:

www.cifango.org

The White Paper about previous Forums
is available for free download as well.



JURISTES & FISCALISTES

La FCA entend réduire la paperasserie administrative sur le blanchiment

Le gouvernement britannique cherche à réduire la charge administrative — le red tape — des multiples écrits et textes sur le blanchiment.

Il a lancé une enquête qui vise à accroître l'efficacité des règles et preuves documentaires requises contre le blanchiment et le terrorisme, ainsi que la vérification de l'identité dans un effort de réduire la charge administrative.

Le gouvernement se réfère aux plaintes exprimées par les cercles professionnels (*les représentants de la branche*) qui affirment que les vérifications trop tardives et compliquées portent préjudice à la fluidité des affaires financières.

L'autorité souligne qu'il existe un manque de standardisation des procédures appliquées qui relèvent de l'interprétation des services internes de compliance de chaque opérateur, par définition non harmonisés.

Le Secrétaire d'Etat au Commerce, à l'Innovation et au Savoir-Faire, Sajid Javid, affirme: *«nous nous sommes engagés à épargner aux opérateurs de la branche 10 milliards de livres en contrôles bureaucratiques (red tape)».*

«Cette nouvelle enquête vise à déterminer que les règles, destinées à protéger notre industrie forte des services financiers d'abus divers, n'entravent pas le déroulement des affaires courantes et futures de l'économie britannique. Je souhaite que les entreprises du secteur nous communiquent lesquelles de ces règles sont inutiles ou impropres à une application efficace».

L'enquête vise à établir avec précision que le cadre réglementaire appliqué par la FCA et les services fiscaux de Sa Majesté (HMRC) en matière d'anti-blanchiment, au vu des exemples qui lui seront transmis, démontre que les procédures imposées sont totalement disproportionnées par rapport au risque posé.

La date limite de communication de ces observations et remarques était le 23 octobre 2015.

Pourquoi nos autorités de supervision ne s'inspirent-elles pas de l'exemple qui précède? Pourquoi personne au sein de la FINMA ne pourrait-il procéder à la collecte de telles informations qui à l'évidence allégeraient le travail des professionnels et harmoniseraient certaines pratiques parfois excessives de certaines banques qui atteignent le paroxysme. En tout cas, en ce qui concerne le GSCGI, une fois de plus, nous serons les précurseurs et nous allons interpellier la FINMA dans ce sens.

Pierre Christodoulidis
Membre du Conseil du GSCGI

* * *

Nouvelles récentes de la FINMA...

La FINMA permet l'identification par vidéo et en ligne

L'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA a élaboré des conditions-cadre prudentielles permettant de nouer des relations d'affaires dans le domaine financier par voie numérique. A cette fin, les obligations de diligence imposées par la réglementation en matière de blanchiment d'argent dans le contexte des prestations financières par voie numérique figureront dans une nouvelle circulaire, de manière à respecter le principe de la neutralité vis-à-vis de la technologie utilisée. L'audition relative à cette circulaire dure jusqu'au 18 janvier 2016.

Lire la suite: <https://www.finma.ch/fr/news/2015/12/20151221-mm-videoidentifizierung/>

Manipulations dans le négoce de devises: la FINMA prononce six interdictions d'exercer

L'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA a prononcé des interdictions d'exercer à l'encontre de six anciens managers et négociants d'UBS actifs dans les opérations sur devises et sur métaux précieux. La durée de l'interdiction d'exercer va de un à cinq ans. La FINMA a constaté que ces personnes sont directement responsables des graves violations du droit de la surveillance constatées en 2014 déjà dans le négoce de devises et de métaux précieux ayant cours au sein d'UBS. La FINMA a clos en août 2015 quatre autres procédures contre des négociants d'UBS.

Lire la suite: <https://www.finma.ch/fr/news/2015/12/20151217-mm-devisenhandel/>

JURISPRUDENCE

Avoirs défiscalisés: Le TF permet le retrait en espèces

...article publié le 14 déc. 2015 sur <http://www.cdbf.ch/935/>

Le 28 octobre 2015, le Tribunal fédéral — 4A_168/2015 et 4A_170/2015 — a confirmé deux décisions du 12 février 2015 du Tribunal d'Appel du Tessin donnant raison à deux citoyens et résidents italiens dans le litige qui les opposait à un établissement bancaire.

Dans les deux cas, la banque avait adressé en juin 2013 un courrier priant ses clients de signer une déclaration de conformité fiscale. En l'absence de réponse, la banque a annoncé la fermeture des comptes en invitant les clients à fournir les coordonnées d'un compte bancaire afin d'y transférer le solde, tout en précisant qu'un retrait en espèces ne serait pas possible en vertu des conditions générales de la banque. Les clients ont intenté des actions devant les tribunaux tessinois afin que leur soit confirmé le droit de retirer le solde de leur compte en espèces, puis de clôturer ledit compte.

En raison notamment de la différence entre les montants en jeu, les deux procédures ont pris des chemins différents en première instance. Dans le premier cas, le droit du client de retirer ses avoirs fut considéré comme un "cas clair" au sens de l'article 257 du code de procédure civile, l'instance tessinoise relevant par ailleurs que les avoirs en question de près de EUR 75'000 étaient d'une importance modeste et que la relation contractuelle étant de nature privée, la banque ne pouvait pas unilatéralement opposer de nouvelles conditions générales ou une directive interne sans ratification de celles-ci par le client. Dans le second cas, le juge de première instance décida que le refus de la banque de remettre l'entier des avoirs (*environ EUR 560'000*) en liquide était justifié vu l'importance de la somme.

Suite à un recours, le Tribunal d'Appel tessinois donna raison aux deux clients dans deux décisions confirmées par le TF. Le raisonnement de notre Haute Cour est le suivant:

Le TF rappelle d'abord le principe selon lequel le client d'un établissement bancaire a le droit d'obtenir, sur la base de sa relation contractuelle avec la banque, le versement de ses avoirs en espèces à la clôture de la relation bancaire, ce

sans avoir à justifier au préalable de sa conformité fiscale. Le TF examine ensuite si, sur la base de la situation concrète de ces deux dossiers, les clients pouvaient se voir priver d'un tel droit.

Pour justifier de son refus de libérer les fonds en espèces, la banque a invoqué l'exigence de la garantie de l'activité irréprochable et plus particulièrement la Prise de position de la FINMA à propos des risques juridiques et de réputation dans le cadre des activités transfrontières qui implique que la banque procède à une analyse approfondie des risques présentés par des relations bancaires transfrontières et se dote de directives internes définissant des normes de comportement pour réduire ces risques. A l'appui de cet argument, la banque faisait référence à des directives internes — qu'elle n'a pas produites — lui faisant interdiction d'autoriser un prélèvement au comptant dans les cas d'espèce. Elle soutenait également qu'elle avait informé la FINMA de sa politique de gestion des risques. Le TF suit l'appréciation cantonale selon laquelle la banque n'a pas apporté la preuve de son analyse des risques ni produit ses directives internes et n'a donc pas réussi à démontrer que le paiement en espèces demandé serait contraire à sa politique de gestion des risques. Ainsi le Tribunal d'Appel n'avait pas besoin de décider si les directives internes en matière de gestion des risques juridiques et de réputation peuvent limiter ou totalement exclure le droit du client de retirer ses fonds en espèces à la fin d'une relation bancaire.

La banque soutenait par ailleurs qu'en donnant suite aux instructions du client, elle s'exposait à des poursuites pour violation du droit fiscal et pénal italien et prétendait qu'elle se trouverait ainsi dans un cas d'impossibilité subséquente d'exécuter son obligation au sens de l'article 119 du code des obligations. Le TF ne tranche pas la question et relève que dans la mesure où la banque n'a pas démontré que ces normes de droit étranger lui sont applicables et qu'elles lui feraient en outre interdiction d'exécuter les instructions du client, il n'a pas à approfondir cette question.

A l'invocation de l'article 19 de la loi fédérale sur le droit international privé par la banque qui considérerait que des

ALTENBURGER

...cont'd on page 10

JURISPRUDENCE

Avoirs défiscalisés: Le TF permet le retrait en espèces

...cont'd from page 9

normes impératives de droit italien lui interdiraient de faire droit à la demande des clients, notre Haute Cour ne tranche pas non plus et se contente de relever à nouveau que la banque n'a pas suffisamment motivé en quoi ces normes lui seraient applicables.

Par ailleurs, la banque reprochait aux instances cantonales d'avoir ignoré les normes suisses anti-blanchiment et plus particulièrement l'article 6 de la loi sur le blanchiment d'argent en soutenant qu'en présence d'un retrait en espèces, elle était tenue de vérifier l'arrière plan économique de la transaction et que la clôture du compte, accompagnée d'un tel retrait, était inusuelle au sens de l'article 6 al.2 let a LBA. Le TF confirme à cet égard l'appréciation cantonale et relève que la banque omet d'expliquer pour quels motifs ces normes seraient applicables lorsque le client souhaite reprendre possession de ses fonds alors que la relation

bancaire est vieille de plusieurs années, sans pour autant que la banque ait fait usage de ces dispositions auparavant.

Enfin, notre Haute Cour retient que le nouvel article 305 bis du code pénal n'entre en vigueur qu'en janvier 2016, que le droit pénal prévoit le principe de la non-rétroactivité et que la banque n'a pas démontré en quoi le seuil des CHF 300'000 prévu par cette disposition était atteint dans les cas d'espèce.

Ces deux décisions très attendues du TF ne tranchent pas la question de principe qui se pose dans ce type de dossier, à savoir si une banque est en droit de se prévaloir de ses directives internes en matière de gestion des risques ou d'une potentielle violation du droit étranger pour limiter ou même exclure les retraits en espèces de ses clients à l'occasion de la clôture d'un compte bancaire.

Me Stéphanie Hodara El Bez

hodara@altenburger.ch

Me Adrien Tharin

tharin@altenburger.ch

ALTENBURGER

ALTENBURGER LTD legal + tax

Attorneys at Law

Rue Toepffer 11bis — CH-1206 Geneva

Phone +41 58 810 22 33

www.altenburger.ch

ASSURANCE PROFESSIONNELLE

Exemple de Sinistres

Assurance Responsabilité civile professionnelle: *Conseiller en placement*

Exposé de la situation

Monsieur Ballois dispose d'un dépôt de titres auprès de Portefeuille SA, avec laquelle il entretient par conséquent des rapports juridiques relatifs à ce compte/dépôt.

Il négocie occasionnellement des titres suisses et étrangers, en s'inspirant des propositions que lui soumet son conseiller clientèle attitré.

Lors d'un de ces entretiens téléphoniques, Monsieur Ballois transmet un ordre de vente concernant un titre américain, mais suite à un malentendu, le conseiller clientèle fait le contraire et achète le nombre de parts du titre qu'il aurait dû vendre.

Monsieur Ballois s'aperçoit immédiatement de l'erreur en lisant son décompte mensuel et écrit sans délai à son conseiller clientèle pour lui signaler l'opération erronée.

A la réception du courrier, Portefeuille SA exécute immédiatement l'ordre de vente, mais dans l'intervalle, le cours du titre concerné a chuté de plus de 10%.

Sinistre survenu

Monsieur Ballois est d'avis qu'il a subi une perte injustifiée dans la mesure où elle n'aurait pas eu lieu si le mandat avait été exécuté correctement et en temps voulu.

Il demande à Portefeuille SA de lui soumettre une proposition de règlement du sinistre acceptable.

Règlement du sinistre

Portefeuille SA annonce l'incident comme sinistre. AXA exige des détails sur la situation.

Les documents indiquent clairement que le conseiller clientèle de Portefeuille SA n'a pas exécuté correctement la transaction sur le titre concerné et que Monsieur Ballois a subi de ce fait un préjudice.

Après concertation interne avec AXA, qui demeure en retrait, Portefeuille SA s'entend rapidement avec Monsieur Ballois sur un arrangement, puisque les deux parties sont d'accord sur la manière dont aurait évolué la fortune si elle avait été correctement investie.

AXA verse directement l'indemnité au preneur d'assurance, après déduction de la franchise.

Indemnité

AXA prend en charge une perte sur cours de 25 000 CHF, moins la franchise de 5000 CHF.

Toutes les parties concernées renoncent à la facturation des frais d'enquête et d'examen.



* * *

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

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

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

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

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

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

PLACEMENTS & TECHNIQUES DE GESTION

Les surprises majeures observées sur les marchés financiers au cours de l'année 2015 ont toutes un point commun: les décisions des Banques Centrales

Pour les marchés financiers, le bilan de l'année 2015 a été mitigé avec:

- 1) un retour de la volatilité notamment sur les marchés des changes;
- 2) une stabilisation des marchés actions des pays développés (*pour les investisseurs suisses ou américains, les marchés actions sont au mieux à l'équilibre*);
- 3) une forte chute des actifs des marchés émergents;
- 4) une baisse du prix des matières premières, baisse qui s'est encore accélérée au deuxième semestre 2015.

Si les marchés financiers ont été "sauvés" par les banques centrales lors de la crise de 2008/2009, les changements des politiques monétaires ont entraîné en 2015 des évolutions de marchés inattendues. Ainsi, l'observation des décisions des différentes banques centrales montre que certaines de leurs actions ont eu des répercussions importantes sur les marchés financiers. Nous pouvons citer au moins 4 exemples de réactions excessives des marchés qui ont mis plusieurs semaines avant d'être corrigées. Le **premier exemple** date du 15 janvier quand la BNS a décidé de ne plus maintenir le plancher EUR/CHF à 1.2. En l'espace de quelques secondes, l'euro a plongé sous les 0.9CHF, la normalisation autour de 1.05/1.1, niveau actuel, n'est intervenue qu'au bout d'un mois environ. Le **deuxième exemple** est lié à la politique de la BCE. En lançant un programme d'assouplissement monétaire le 22 janvier dernier, la BCE a entraîné une forte chute des taux longs des pays de la zone euro, et notamment de l'Allemagne dont le taux 10 ans s'est établi à 0.07% en avril, niveau historique le plus bas. Cependant, en l'espace de 6 semaines ce mouvement s'est inversé, les taux remontant de 100bp (*points de base*), le marché réalisant que l'action de la BCE serait limitée dans le temps et que les anticipations d'inflation remontaient. Depuis l'été dernier, les taux allemands se sont stabilisés à des niveaux proches de 0.5%. Le **troisième exemple** provient de la PBoC qui, le 11 août dernier, a accepté une légère dépréciation de sa monnaie (-2%). Le moment choisi a affolé les marchés qui ont cru à une accélération des problèmes, suite à la sévère correction des actions en Chine au début de l'été. Cela s'est propagé aux marchés développés, ces derniers perdants entre 10% et 20% dans les semaines, ont suivi. Depuis un mois, les marchés chinois sont revenus à leurs niveaux antérieurs à la décision de la PBoC. Pour leur part, les marchés actions des pays développés sont redevenus plus sereins sur le risque de contagion en provenance de la Chine. Enfin, **dernier exemple**, l'absence de remontée des taux américains

le 17 septembre dernier a renforcé les inquiétudes des investisseurs, qui ont traduit cette absence de mouvement comme le signe d'une fébrilité de la Fed et d'un ralentissement de la croissance mondiale. Il a fallu un changement dans la communication de la Fed, dans son analyse de l'économie américaine, pour retrouver un semblant de quiétude. Ce changement s'est concrètement traduit par une hausse des taux directeurs américains de 25bp le 16 décembre 2015.

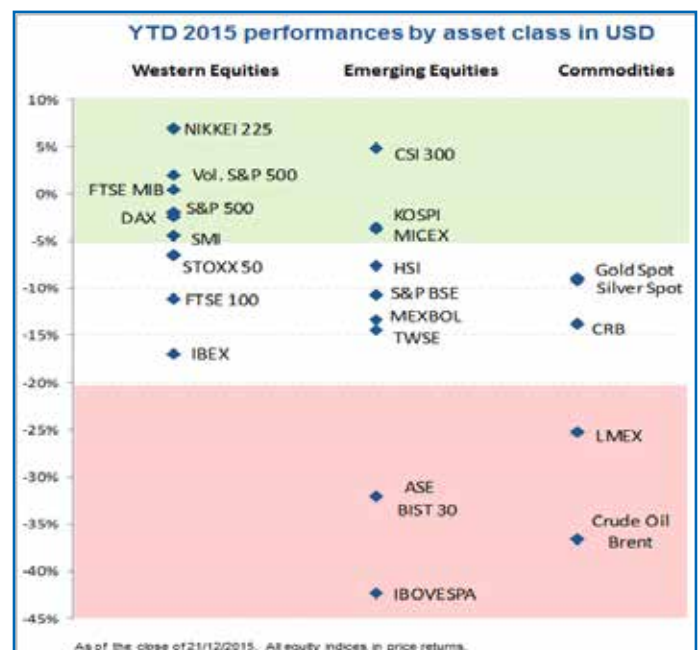


Ainsi, si l'année 2015 a été l'année des banques centrales avec en point d'orgue la désynchronisation des politiques entre la Fed et la BCE en décembre (*la Fed remontant ses taux, la BCE les baissant*), nous pensons que les analyses fondamentales de marché devraient faire leur retour en 2016, analyses basées sur la croissance économique et les résultats des entreprises, et moins sur les décisions des banquiers centraux.

Daniel FERMON

Head of Cross Asset Thematic Research
Société Générale, Membre Partenaire du GSCGI

 **SOCIÉTÉ GÉNÉRALE**
Corporate & Investment Banking



Source: SG Cross Asset Research/Thematics, Bloomberg, Datastream
Information sur les performances passées : LA VALEUR DE VOTRE INVESTISSEMENT PEUT VARIER. LES DONNÉES RELATIVES AUX PERFORMANCES PASSÉES ONT TRAIT OU SE RÉFÈRENT À DES PÉRIODES PASSÉES ET NE SONT PAS UN INDICATEUR FIABLE DES RÉSULTATS FUTURS. CECI EST VALABLE ÉGALEMENT POUR CE QUI EST DES DONNÉES HISTORIQUES DE MARCHÉ.
Information sur les données et/ou chiffres provenant de sources externes : L'exhaustivité ou la pertinence de l'information provenant de sources externes n'est pas garantie, bien qu'elle ait été obtenue auprès de sources raisonnablement jugées fiables. Sous réserve des lois applicables, Société Générale n'assume aucune responsabilité à cet égard.
Données de marché : Les éléments du présent document relatifs aux données de marchés sont fournis sur la base de données constatées à un moment précis et qui sont susceptibles de varier.

PLACEMENTS & TECHNIQUES DE GESTION

US Long rates sont dans une tendance haussière

article de Bruno Estier Strategic Technicals. www.estier.net/ / bruno.bruno.estier@sunrise.ch

La Fed a finalement monté ses taux en décembre 2015. Mais les taux US à 10 ans avaient fait un point bas vers 1.40% en mi-2012, qui fut suivi d'un second creux à 1.61% en mi-2013 et d'une hausse rapide à 3.03% en décembre 2013. La baisse, qui suivit jusqu'à la fin de 2014, s'arrêta juste à 1.65% juste au-dessus du point bas précédent. Ceci permettait de croire encore à un changement de tendance opéré depuis le creux de 2012. De surcroît, dès janvier 2015, le taux à 10 ans des obligations américaines présente deux creux successifs plus élevés que celui de février à 1.65%, notamment en avril à 1.84 % et enfin en août à 1.90%. De même en mars à 2.25% et en juillet à 2.48%, il présente deux sommets en hausse. L'analyse technique caractérise cette suite de sommets et de creux, plus élevés les uns et les autres comme dans une tendance haussière, même si elle progresse lentement car le taux n'a été que de 2.24% avant Noël 2015. Néanmoins, cette période de faible volatilité risque de ne pas durer très longtemps, car diverses mesures d'accélération sont à la hausse. D'abord, sur le panel inférieur se trouve le Stochastique mensuel, qui a croisé à la hausse en décembre. Celui-ci est renforcé par le Stochastique trimestriel, qui est à la hausse depuis le quatrième trimestre 2015. Dans le plus court terme, il faut savoir que le stochastique hebdomadaire est à la baisse depuis 6 semaines et va entrer dans sa zone de survente d'ici janvier 2016. Il suffira d'une hausse vers 2.40% pour enclencher aussi un croisement à la hausse du Stochastique



hebdomadaire. Dans ce cas, le MACD mensuel, représenté en dessous du Stochastique sur le graphique, pourrait passer en territoire positif dans le courant du premier trimestre 2016. La conjonction haussière des trois Stochastiques sur ces trois horizons de temps et du MACD mensuel devrait avoir un effet d'autant plus important que la volatilité historique a bien baissé ces dernières semaines, comme le montre le resserrement à la fois des bandes de Bollinger mensuelles (2.63- 1.79%) et des bandes hebdomadaires (2.34-1.99%). De plus la ligne de tendance descendante, joignant les plus hauts de 2010 et 2013, passe par 2.49%. Ce niveau est aussi le retracement de 62% Fibo de la baisse de 3.03 à 1.65%. Ainsi, une hausse au-dessus de 2.50% casserait la bande hebdomadaire et testerait début 2016 la bande mensuelle. Ceci devrait déclencher une hausse de la volatilité et plusieurs signaux techniques de hausse, qui pourraient propulser le taux à 10 ans US vers le plus haut de 2013 à 3.03%. D'autre part le creux de 2010, de 2012 et de 2015, constitue une figure de retournement de tendance qui serait activée avec une hausse au-dessus de la ligne de cou, qui coïncide avec la tendance baissière à 2.50%. L'objectif de cette figure de retournement haussière, dite tête-épaule, se trouve vers les niveaux de 5%, qui est une résistance en 2006-2007 sur le graphique. Ainsi, l'évolution des taux à 10 ans US, fort calme en ces derniers mois de 2015, pourrait bien représenter le calme avant une tempête ...en 2016.

Graphique:

Taux à 10 ans US en bougie mensuelles avec représentation de moyennes mobiles de 40 et de 20 mois entourée de Bandes de Bollinger. Le taux à 10 ans des obligations US présente une structure haussière durant 2015. Sur le panel inférieur se trouve l'indicateur de vitesse Slow Stochastique qui vient de croiser à la hausse vers 50%, alors que le MACD reste proche de zéro.

Source: Stockcharts.com



L'AVIS DE L'ANALYSTE

U.S. Secular Stagnation?

Stagnationists have been around for centuries. They have embraced many economic theories about what causes economic stagnation. That's a situation in which total output, or output per capita, is constant, falling slightly, or rising sluggishly. Stagnation can also be characterized by a situation in which unemployment is chronic and growing.

Before we delve into the secular stagnation debate – a debate that has become a hot topic – a few words about current economic developments in the U.S. are in order. What was recently noticed was the Federal Reserve's increase, for the first time in nearly a decade, of the fed funds interest rate by 0.25 percent. What went unnoticed, but was perhaps more important, was that the money supply, broadly measured by the Center for Financial Stability's Divisia M4, jumped to a 4.6 percent year-over-year growth rate. This was the largest increase since May 2013.

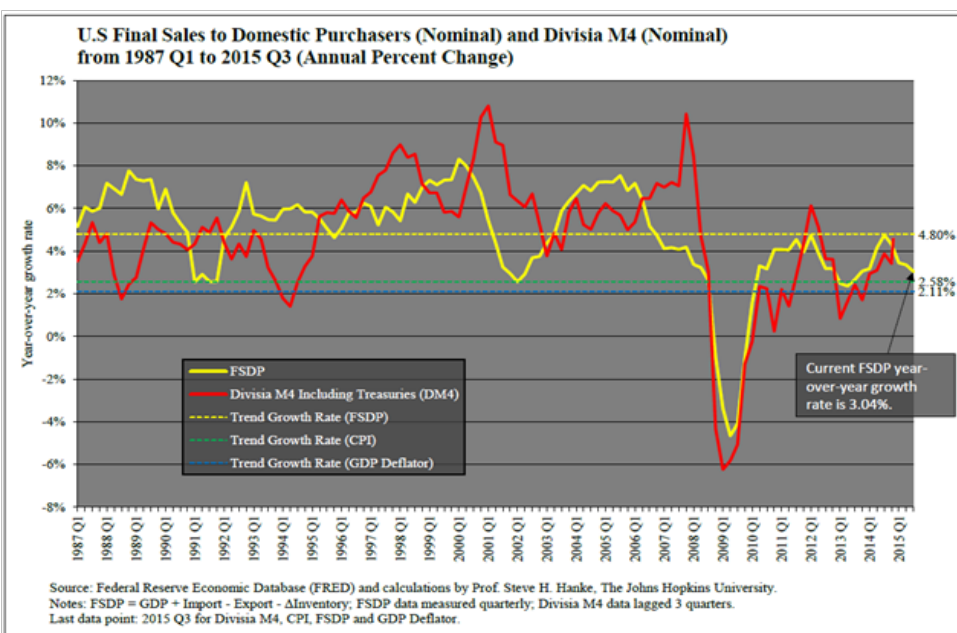
Since changes in the money supply, broadly determined, cause changes in nominal GDP, which contain real and inflation components, we can anticipate a pick-up in nominal aggregate demand in the U.S. Indeed, if M4 keeps growing at its current rate, nominal aggregate demand, measured by final sales to domestic purchasers, will probably reach its long-run average annual rate of 4.8 percent by mid-2016 (*see the accompanying chart*). This rate of nominal aggregate demand growth was last reached in 2006, almost ten years ago. So, the current economic news from the U.S. is encouraging.

But what about the secular stagnation debate? The secular stagnation thesis in a Keynesian form was popularized by Harvard University economist Alvin Hansen. In his presidential address to the American Economic Association in 1938, he asserted that the U.S. was a mature economy that was stuck in a rut that it could not escape from. Hansen reasoned that technological innovations had come to an end; that the great American frontier (*read: natural resources*) was closed; and that population growth was stagnating. So, according to Hansen, investment opportunities would be scarce, and there would be nothing ahead except secular economic stagnation; unless, fiscal policy was used to boost investment via public works projects.

Hansen's economics were taken apart and discredited by many non-Keynesian economists. But, the scholarly death blow was dealt by George Terborgh in his 1945 classic *The Bogey of Economic Maturity*. In the real world, talk of stagnation in the U.S. ended abruptly with the post-World War II boom.

It is worth noting that many Keynesians were caught up, at least temporarily, in the secular stagnation fad. Even Paul Samuelson, a leader of the Keynesians – thanks, in part, to his popular textbook -- was temporarily entrapped. But, like Houdini, he miraculously escaped. That said, there were things in Economics that Samuelson probably wished he had thrown overboard, too. My favorite from the 13th edition (1989) is: *"The Soviet economy is proof that contrary to what many sceptics had earlier believed, a socialist command economy can function and even thrive."*

Today, another Harvard University economist, Larry Summers, is beating the drums for secular stagnation. And Summers isn't just any Harvard economist. He was formerly the president of Harvard and a U.S. Treasury Secretary. Summers, like Hansen before him, argues that the government must step up to the plate and invest more to fill the gap left by deficiencies in private investment, so that the economy can be pulled out of its stagnation rut. He is preaching the stagnation gospel beyond the ivy-covered halls at Harvard. And, he



...cont'd on page 15

L'AVIS DE L'ANALYSTE

U.S. Secular Stagnation?

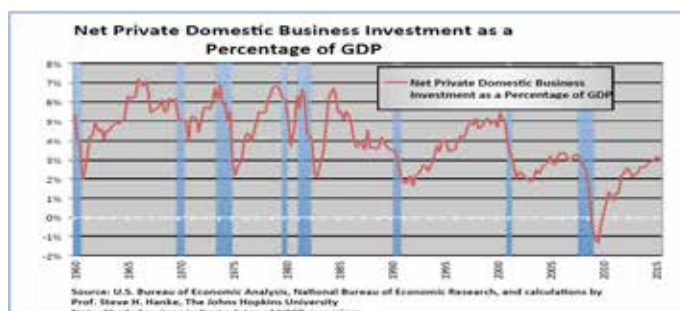
...cont'd from page 14

is picking up followers. For example, Canada's new Prime Minister, Justin Trudeau, has latched onto Summers and the stagnation thesis. What better way to justify expanding government investments, or should we say white elephants?

For evidence to support Summers' secular stagnation argument and his calls for more government investment, he points to the anemic private domestic capital expenditures in the U.S. As the accompanying chart shows, gross private domestic business investment, which does not include residential housing investment, has rebounded modestly since the great recession. But, most of this gross investment has been eaten up in the course of replacing capital that has been used up or became obsolete. Indeed, the private capital consumption allowances shown in the chart are huge. While these capital consumption figures are approximate, they are large enough to suggest that there is little left for net private business investment. This means that the total capital stock, after actually shrinking in 2009, has grown very little since then.



If we take a longer look, one starting in 1960, it appears that net private domestic investment as a percent of GDP has trended downward (see the accompanying chart). This is due to the fact that private capital consumption allowances as a percentage of GDP have trended upward. This shouldn't surprise us. With the increasingly rapid rate of innovation, obsolescence and, therefore, capital consumption have increased. On the surface, these facts appear to give the stagnationists a reed to lean on. But, it's a weak one.



To understand the troubling net investment picture, we must ask why businesses are so reluctant to invest. After all, it's investment that fuels productivity and real economic growth. Are the stagnationists on to something? Have we really run out of attractive investment opportunities that require the government to step in and fill the void?

A recent book by Robert Higgs, *Taking a Stand: Reflections on Life, Liberty, and the Economy*, helps answer these questions. In 1997, Higgs first introduced the concept of "regime uncertainty" to explain the extraordinary duration of the Great Depression of the 1930s. Higgs' regime uncertainty is, in short, uncertainty about the course of economic policy – the rules of the game concerning taxes and regulations, for example. These rules of the game affect the net benefits and free cash flows investors derived from their property. Indeed, the rules affect the security of their property rights. So, when the degree of regime uncertainty increases, investors' risk-adjusted discount rates increase and their appetites for making investments diminish.

Since the Great Recession of 2009, regime uncertainty has been elevated. This has been measured by Scott R. Baker of Northwestern University, Nicholas Bloom of Stanford University and Steven J. Davis of the University of Chicago. Their "*Economic Policy Uncertainty Index for the U.S.*," which was published by the Cato Institute in Washington, D.C., measures, in one index number, Higgs' regime uncertainty. In addition, there is a mountain of other evidence that confirms the ratcheting up of regime uncertainty during the tenure of the George W. Bush and Barack Obama administrations. For example, a recent Pew Research Center survey finds that the percent of the public that trusts Washington, D.C. to do the right thing has fallen to all-time lows of around 20 percent.



So, contrary to the stagnationists' assertions, the government is the problem, not the solution. Secular stagnation in the U.S. is just what it was when Alvin Hansen popularized it in the 1930s: Its bunk. Nothing more than a phony rationale for more government waste.

Steve H. Hanke

Steve H. Hanke is Professor of Applied Economics at the Johns Hopkins University in Baltimore, MD. He is also a Senior Fellow and Director of the Troubled Currencies Project at the Cato Institute in Washington, D.C. You can follow him on Twitter: @Steve_Hanke

Nasdaq claims to break ground with blockchain-based share sale

[...] The blockchain is the shared database technology that initially gained notoriety as the platform for bitcoin and other crypto currencies. [...]

[...] But many large financial groups are now seeking to use its technology to make payment systems and capital market transactions faster and cheaper. [...]

Read more: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/eab49cc4-af18-11e5-b955-1a1d298b6250.html#axzz3vdNs5Wri>

Source: *Financial Times* - Dec. 30, 2015

CFB

U.S.: For the Wealthiest, a Private Tax System That Saves Them Billions

[...] The very richest are able to quietly shape tax policy that will allow them to shield billions in income [...]

[...] The hedge fund magnates Daniel S. Loeb, Louis Moore Bacon and Steven A. Cohen have much in common. They have managed billions of dollars in capital, earning vast fortunes. They have invested large sums in art — and millions more in political candidates. [...]

[...] Moreover, each has exploited an esoteric tax loophole that saved them millions in taxes. The trick? Route the money to Bermuda and back. [...]

[...] With inequality at its highest levels in nearly a century and public debate rising over whether the government should respond to it through higher taxes on the wealthy, the very richest Americans have financed a sophisticated and astonishingly effective apparatus for shielding their fortunes. Some call it the “*income defense industry*,” consisting of a high-priced phalanx of lawyers, estate planners, lobbyists and anti-tax activists who exploit and defend a dizzying array of tax maneuvers, virtually none of them available to taxpayers of more modest means. [...]

Read more: <http://www.nytimes.com/2015/12/30/business/economy/for-the-wealthiest-private-tax-system-saves-them-billions.html?hp&action=click&pgtype=Homepage&clickSource=story-heading&module=first-column-region®ion=top-news&WT.nav=top-news>

Source: *The New York Times* - Dec. 29, 2015

CFB

Lessons of Wall Street's August turmoil

[...] From the onset, August 24 loomed as a tough day on Wall Street, foreshadowed by a rout in Asia. It was also rooted in something that was clearly identifiable: the changing economic picture in China [...]



[...] Still, what transpired at the start of trading in New York was read almost immediately by traders, investors and exchange heads as evidence of cracks in the plumbing that underpins the world's largest equity market [...]

[...] Within minutes of the start the Dow Jones Industrial Average plunged 1,000 points and behemoths like JPMorgan had fallen 20 per cent or more. Almost half the equities listed on the New York Stock Exchange opened late [...]

Read more: <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2015/11/25/why-1937-might-be-a-better-comparison-for-stocks/>

Source: *Financial Times* - Dec. 28, 2015

CFB

Currency markets face liquidity challenge

[...] Liquidity is the oil that lubricates the wheels of foreign exchange. But in 2015, it has been in short supply [...]

[...] In a market which transacts deals with a combined notional value averaging \$5.3tn a day, participants need to execute large trades confident that prices won't suddenly move against them [...]

[...] Banks and brokers in forex are having to follow the path taken by their counterparts in equities during the last decade by redesigning trading **algorithms** — the codes that define a series of steps for a computer to trade automatically [...]

[...] Next year, the hunt for liquidity will intensify [...]

Read more: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d3e9b3d2-920b-11e5-94e6-c5413829caa5.html#axzz3vdNs5Wri>

Source: *Financial Times* - Dec. 21, 2015

CFB

ASX eyes 'blockchain' for risk management of market trades

[...] ASX, Australia's main exchanges operator, is looking at employing so-called "blockchain" in the country's financial system by integrating the fast-emerging technology into risk management of trades on its markets [...]

[...] The blockchain works as an electronic ledger of digital events that is continuously maintained and verified in "blocks" of records, and shared or distributed between various parties [...]

[...] Its supporters argue that near-instantaneous settlement of transactions can transform the way settlement and payments are made in a financial system, by automating clunky back-offices of banks and freeing up billions in collateral that acts as insurance for trading [...]

[...] However, despite a plethora of industry consortiums, no widely-used financial product has yet been switched to blockchain technology [...]

Read more: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/454ef494-a899-11e5-955c-1e1d6de94879.html#axzz3vdNs5Wri>

Source: Financial Times - Dec. 22, 2015

CFB

SEC Examining Sharp Price Swings in Exchange-Traded Products, Stocks on Aug. 24

[...] Intensifying global growth fears sparked steep losses in markets around the world that day [...]

[...] Price swings triggered nearly 1,300 trading halts, which mostly affected exchange-traded funds, a product that holds a basket of assets like a mutual fund but trades on an exchange like a stock [...]

[...] The SEC is examining factors including the creation and redemption of ETF shares and liquidity in the stock market, the regulator said in the research report. [...]

Read more: <http://www.wsj.com/articles/sec-examining-sharp-price-swings-in-exchange-traded-products-stocks-on-aug-24-1451434081>

Source: The Wall Street Journal - Dec. 29, 2015

CFB

ETFs to play main role in the next crisis

[...] The next financial crisis will be played out in indexes and exchange traded funds. [...]



[...] That is inevitable given the huge share that ETFs now take of investor fund flows, and their popularity as hedge fund trading vehicles. [...]

[...] ETF providers indignantly counter that they make the market more liquid, and less prone to sudden stops. Indeed, they complain that well-intentioned regulations exacerbate a problem they were meant to cure. [...]

[...] The scale of the ETF industry is not in question. They now hold more than \$3tn in assets. But this raises the question of whether they have come to lead the market rather than follow it. [...]

Read more: <http://www.wsj.com/articles/sec-examining-sharp-price-swings-in-exchange-traded-products-stocks-on-aug-24-1451434081>

Source: Financial Times - Dec. 28, 2015

CFB

'Big Four' push forward in consulting

[...] For the large professional services firms, 2015 was the year that saw competitive tensions between their audit and consulting divisions heat up as new regulation started to bite. [...]

[...] Some of the largest FTSE 100 companies changed their auditors in anticipation of new European rules that require companies to put their audits out to tender at least every decade and change auditor every 20 years. [...]

[...] The legislation applies to financial years beginning on or after June 17 2016. [...]

Read more: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6463f1f4-a8ad-11e5-9700-2b669a5aeb83.html#axzz3vdNs5Wri>

Source: Financial Times - Dec. 29, 2015

CFB

1



ROME 2-3-4 FEBRUARY 2016
DON'T MISS THE ONLY
EVENT EXCLUSIVELY
DEDICATED TO
FINANCIAL ADVISORS

Sign up: www.consolentia2016.it

In partnership with:



Free entry - For information: 02.67982999 - www.consulentia2016.it

AGENDA OF GSCGI's MONTHLY CONFERENCES

INVITATION / INSCRIPTION

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, avec la participation exceptionnelle de...



Daniel Roth

Chef du Service juridique du Département fédéral des finances

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

LSFin et LEFin:

à quoi doivent s'attendre les conseils en gestion indépendants?

Intervention de **DANIEL ROTH**

DANIEL ROTH, en sa qualité de chef du Service juridique du Département fédéral des finances, est notamment responsable de la réglementation des marchés financiers au niveau législatif. Parallèlement, il dirige des procédures relevant du droit de la surveillance, du droit administratif et du droit pénal administratif. Auparavant, Daniel Roth a travaillé comme avocat à Zurich au sein de plusieurs études, exerçant essentiellement son activité dans les domaines du droit de l'assainissement et des poursuites, du droit économique et du droit des sociétés. Il a ensuite dirigé le service d'assainissement et de liquidation d'une banque suisse avant de gagner, pour huit ans, l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA (auparavant Commission fédérale des banques) où il prendra la tête, en qualité de membre de la direction élargie, de la section Solvabilité & Capital.

PROGRAMME

Date **Vendredi, 22 Janvier 2016**

LIEU Swissôtel Métropole, Quai Général-Guisan 34, Geneva, Switzerland

12h00 Enregistrement et cocktails-networking

12h30 Conférence & Session Q&A

13h00 Le repas commence à être servi

Prière de vous inscrire avant le mercredi, 20 jan. 2016, par email: secretariat@gscgi.ch

Titre/Nom & Prénom	Position
Société	N° de participants
Tel N°	Email
Invité(s) (Nom, Société & email)	
Membre GSCGI/SAIFA	No. not yet!
Désire être informé(e) des futures conférences	Genève seulement
Prix par personne: Membres CHF 50.-	Non-membres CHF 75.-

Kindly wire funds to GSCGI, Post Finance, a/c 12-5991-3, IBAN: CH94 0900 0000 1200 5991 3, BIC POFICHBEXXX

* * *

Jan. 22, 2016/Geneva — Orateur: **Daniel ROTH**, Chef du Service juridique du Département Fédéral des Finances

Feb. 12, 2016/Geneva — Orateur: *tba...* **Crédit Suisse**, Membre Partenaire du GSCGI

* * *

Réservez ces dates!

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

Non-Membres bienvenus — Inscrivez-vous!

LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

En l'absence de conférences du Groupement en décembre 2015...

Wishing you & your dear ones...

*Joy and Happiness
at Christmas
and always !*

Joyeux Noël !

Buon Natale !

Frohe Weihnachten !

GSCGI
www.gscgi.ch



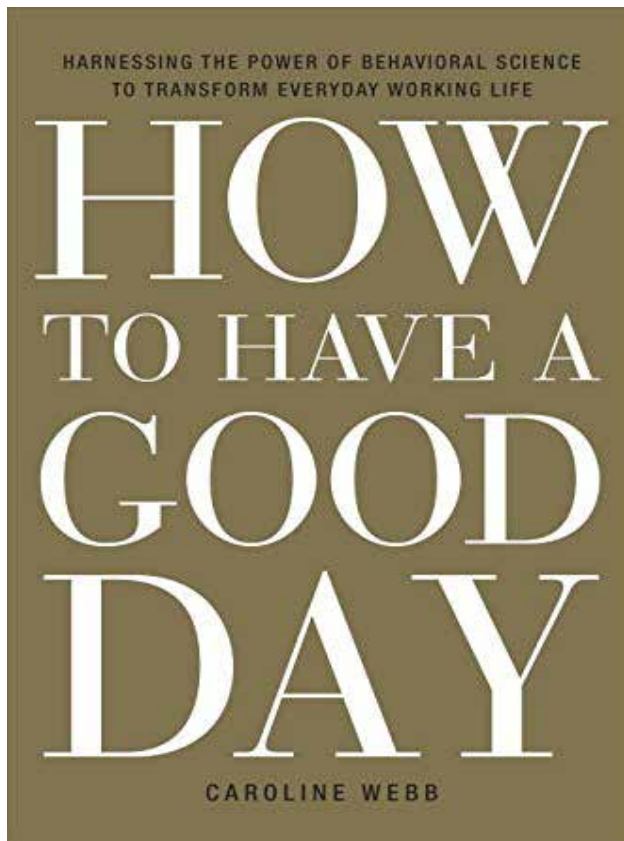
LA REUNION MENSUELLE DU GSCGI

En l'absence de conférences du Groupement en décembre 2015...



BOOK REVIEW

How to Have a Good Day, *by Caroline Webb*



“ In **How to Have a Good Day**, Caroline Webb — *economist and former partner at consulting powerhouse McKinsey* — shows us how to use recent findings from behavioral economics, psychology and neuroscience to transform our approach to everyday working life. Her science-based techniques have boosted workplace performance and enjoyment for people in hundreds of organizations. Here, Webb shows us how to build these powerful tools into our own daily routines, to give us more control over the quality of our days... ”

Read more: <http://www.goodreads.com/book/show/25489022-how-to-have-a-good-day>

* * *

“ Big claims are made for what neuroscience, behavioural economics and psychology can do for us. Some authors give the impression that certain outcomes can be almost guaranteed if you approach human interactions with the right bag of tricks. Fortunately, Caroline Webb, a former partner at management consultancy McKinsey, is not one of those authors. She adopts a restrained tone when drawing on emerging discoveries about the brain and human psychology. ”



Read more: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a414a6d2-a7f3-11e5-9700-2b669a5aeb83.html#axzz3vdNs5Wri>

* * *

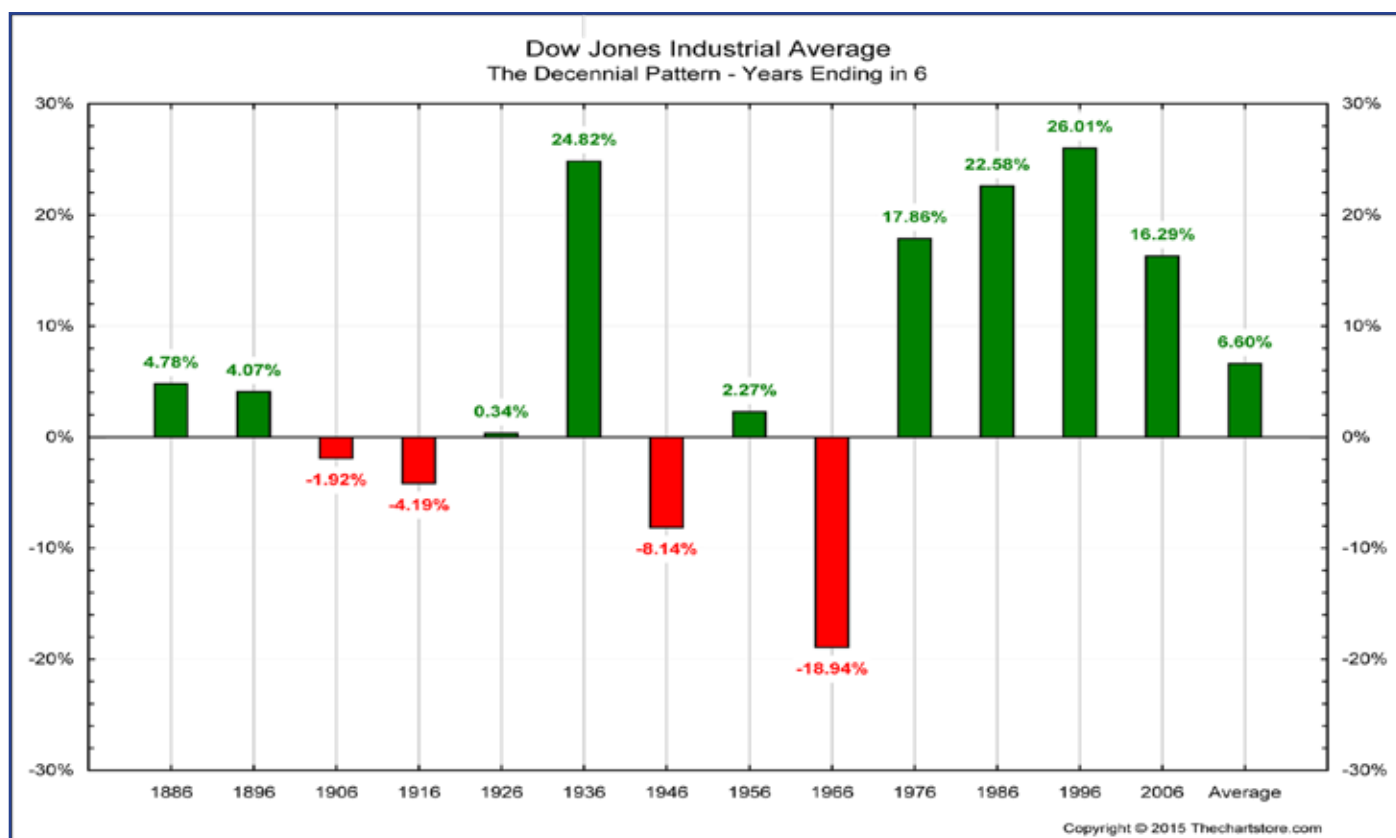
ABOUT THE AUTHOR

Caroline Webb is an economist, management consultant and executive coach who has spent the last fifteen years showing clients how to apply behavioral science to boost their professional effectiveness and job satisfaction. After a first career at the Bank of England, she worked for 12 years at premier management consulting firm McKinsey & Company, where she was a partner in their leadership and organizational change practice. She then founded her own firm (Sevenshift) to provide behavioral science-based coaching to leaders, while retaining an advisory relationship with McKinsey. She has economics degrees from Cambridge and Oxford, and has taught at Columbia Business School and London Business School. Her work has been featured in the Financial Times, New York Times, Washington Post, The Economist and Forbes.



CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

Leaving behind 2015, a year when nothing worked. What's in store for 2016?



While the implosion of the Middle East continues, from Beijing to Washington, Berlin to Brasília, Moscow to Tokyo, investors and markets have been jumpy and embattled. Anxiety has been global, which is rather unusual. Faith is fading in China and Japan, the second and third largest economies, respectively. The mood in Europe is also bleak, with Italy and France facing G8 exclusion (*India is the runner up, right after Italy, as Prime Minister Narendra Modi's reformist zeal continues to dominate*). Clearly, the world economy has not fully recovered from the financial crisis. Will the U.S. be an exception to the global gloom? America is in its sixth year of an economic expansion, with low unemployment (5%).

History might not repeat itself, but it often rhymes. Decennial patterns observed from 1886 to 2014 hint to modest gains in 2016!



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

Historical Graph: courtesy of The Chart Store / www.thechartstore.com

LA PAROLE EST A VOUS

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

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

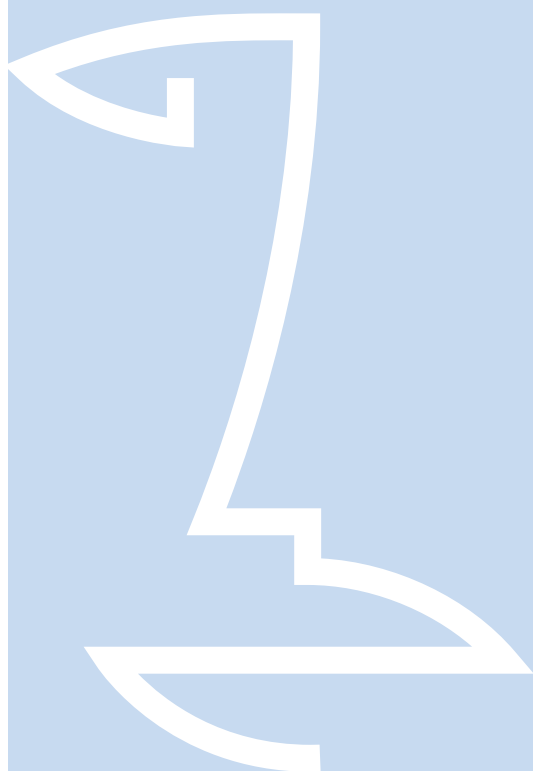
RÉSERVEZ SANS TARDER LE NUMÉRO QUI VOUS INTÉRESSE!

wealthgram@gscgi.ch

LE SPONSOR DE JANVIER 2016

LUSENTI PARTNERS — www.lusenti-partners.ch

Lusenti Partners



Lusenti Partners LLC
Rue Juste-Olivier 22
CH-1260 Nyon
Tél. +41 22 365 70 70
info@lusenti-partners.ch
www.lusenti-partners.ch

INVESTMENT CONSULTING POUR INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET PROFESSIONNELS

Vos avantages

- Performance améliorée
- Coûts réduits
- Meilleure gouvernance

Notre expertise

- Analyse critique des placements
- Suivi des placements et soutien à la gestion
- Sélection de gérants
- Controlling et reporting
- Etude ALM (congruence des actifs et des passifs)
- Analyse et gestion des risques