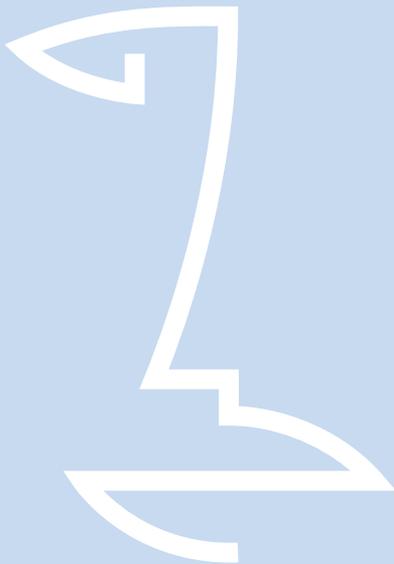




## MISE EN ŒUVRE DES PLACEMENTS: MARGES TACTIQUES, LIQUIDITÉS, BENCHMARKS

**Lusenti  
Partners**



Optimisation, suivi et contrôle  
des placements institutionnels  
et professionnels

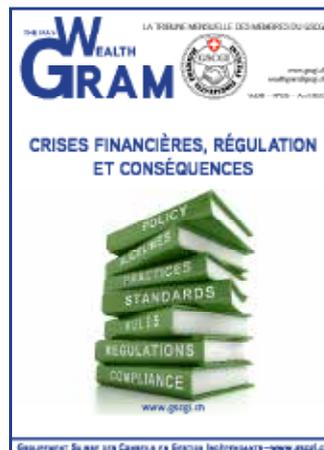
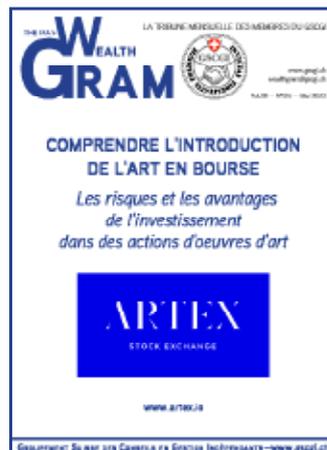
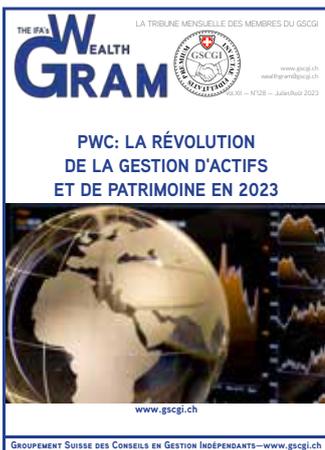
- ⊕ de performance
- ⊖ de coûts
- ⊖ de risques
- ⊕ de gouvernance

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

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

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

- ▶ Depuis 30 ans, défend auprès des autorités compétentes les intérêts de ses Membres et de leurs professions, les représente en Suisse (DFF, SFI, FINMA & Parlement), en Europe (via la FECIF) et mondialement (via la CIFA).
- ▶ Propose d'importantes solutions utiles pour ses Membres, telles que:
  - ❑ service juridique
  - ❑ plan-cadre d'assurance RC professionnelle
  - ❑ contrat-type de gestion discrétionnaire
  - ❑ contrat-type de conseil financier
  - ❑ accord-cadre de formation continue avec l'AZEK
  - ❑ accord-cadre avec BRP SA pour les risques 'Cross-Border' et 'Suitability'
  - ❑ accord-cadre avec The Key SA pour le système PMS 'Efficience'
  - ❑ accord-cadre avec Wecan Group et la Blockchain Association for Finance (BAF)
  - ❑ permanence fiscale
  - ❑ solutions externes pour les services de compliance officer et risk control manager
  - ❑ conférences mensuelles éducatives
- ▶ Publie le WealthGram, magazine 'en ligne' mensuel de ses Membres. Tout ce qui est important et utile à connaître sur les investissements et leur analyse, l'environnement réglementaire, la fiscalité, la jurisprudence, etc., vous est présenté chaque mois dans ce magazine. Éditions récentes...



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

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

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

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

- 2 LE GROUPEMENT EN BREF**  
Le Groupement Suisse des Conseils en Gestion Indépendants—GSCGI—est votre Groupement Professionnel Indépendant.
- 4 ÉDITORIAL**  
FINMA octroie 950 autorisations de gestionnaires de fortune et trustees au 30 juin 2023—Le Conseil du GSCGI
- 5 LE SPONSOR DE SEPTEMBRE 2023**  
Mise en oeuvre des placements: Marges tactiques, liquidités, benchmarks—Lusenti Partners—Membre du GSCGI
- 9 LES MEMBRES HERMÈS-ÉLITE DU GSCGI**  
Retrouvez ici, dans la prochaine édition, les Membres Partenaires du GSCGI.
- 10 LES ANNONCES DES MEMBRES DU GSCGI**  
SEBA Hong Kong Awarded Approval-in-Principle
- 12 LE GSCGI EN EUROPE & MONDE**  
FECIF informs...  
— latest information from: OJEU, ESMA & EBA.
- 15 LE GSCGI EN EUROPE & MONDE**  
CIFA informs...  
— Spending Caps Work
- 18 JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE**  
— Escroquerie en matière d'investissement: L'investisseur inexpérimenté qui place ses économies dans une start-up ou une crypto-monnaie doit en assumer les risques  
— Reddition de compte: Pas d'accès au dossier par la voie de l'intervention  
— Preuve du dommage d'investissement: L'hypothèse passive ne suffit toujours pas
- 24 ASSURANCE RC PROFESSIONNELLE**  
Plan-Cadre d'Assurance Responsabilité Civile Professionnelle pour les Membres du GSCGI.
- 25 IN GLOBO**  
Various by CFB
- 27 ANALYSES & PLACEMENTS**  
Zero-Knowledge Guardian of Privacy  
Yves Longchamp—SEBA Bank AG—Membre Partenaire du GSCGI
- 31 LE COIN TECHNIQUE**  
GOLD—Soon a classic Buy signal  
BEST, Membre du GSCGI
- 32 LES CONFÉRENCES DES AMIS DU GSCGI**  
— 28.09.2023—Conférence—Lausanne—  
IMVESTIR PARTNERS SA—Membre du GSCGI  
— 12.10.2023—Conférence PERFORMER—  
LUSENTI PARTNERS—Membre du GSCGI
- ... LES CONFÉRENCES MENSUELLES DU GSCGI**  
*tba*
- ... LA CONFÉRENCE MENSUELLE DU GSCGI**  
*tba*
- 34 BOOK REVIEW**  
SEVEN CRASHES: The Economic Crises That Shaped Globalization, by Harold James
- 35 CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE**  
GOLD: Central bank buying slowed in Q2 but remained resolutely positive—Cosima F. Barone
- 34 LE SPONSOR DE SEPTEMBRE 2023**  
LUSENTI PARTNERS—www.lusenti-partners.ch—  
Membre du GSCGI

## FINMA OCTROIE 950 AUTORISATIONS DE GESTIONNAIRES DE FORTUNE ET TRUSTEES AU 30 JUIN 2023

*Le Conseil du GSCGI*

Le 18 août 2023, la FINMA a publié la **Communication sur la surveillance 03/2023** à l'intention des gestionnaires de fortune et trustees.

Voici quelques points essentiels:

- **État du processus d'autorisation**—À fin 2022, et donc après l'expiration du délai transitoire de trois ans, la FINMA avait reçu 1 699 demandes d'autorisation. Au 30 juin 2023, elle avait reçu 50 demandes d'autorisation supplémentaires - total de 1 749 demandes.
- **Chiffres actuels**—Au 30 juin 2023, la FINMA a pu octroyer 950 autorisations, soit à 931 établissements (888 gestionnaires de fortune, 43 trustees), dont 8 établissements à la fois gestionnaires de fortune et trustees, sur les 1 699 demandes d'autorisation reçues jusqu'à la fin de l'année 2022; ainsi qu'à 10 établissements, dont un établissement à la fois gestionnaire de fortune et trustee, sur les 50 demandes d'autorisation reçues depuis le début de l'année 2023.
- **Caractéristiques de la population autorisée**—La plupart des gestionnaires de fortune et trustees autorisés sont des microentreprises constituées en sociétés anonymes et employant moins de trois postes à plein temps. Le montant total de la fortune gérée par les établissements autorisés au 30 juin 2023 s'élève à 177 milliards de francs, toutes formes juridiques confondues. Ce chiffre correspond à une médiane se situant à 61 millions de francs par établissement, avec toutefois de grandes différences d'une entité à l'autre.
- **Détails sur la priorisation des demande d'autorisation** (page 4).
- **Mise à jour de la confirmation de statut de la demande**—Le traitement des demandes transmises vers la fin du délai transitoire prendra encore du temps.
- **Établissements n'ayant pas transmis de réponse**—À mi-mai 2023, sur le 300 établissements (qui s'étaient enregistrés en tant que gestionnaires de fortune ou trustees sur EHP mais n'avaient ni déposé une demande d'autorisation, ni annoncé leur intention d'y renoncer) contactés par la FINMA, 213 établissements y ont donné suite alors que 87 n'ont pas réagi aux courriers envoyés, malgré un rappel. Par conséquent, La division Enforcement de la FINMA procède aux clarifications nécessaires en lien avec les établissements qui n'ont pas réagi dans le délai imparti aux demandes de la FINMA et dont on peut présumer qu'ils exercent une activité de gestionnaires de fortune ou de trustee sans disposer de l'autorisation nécessaire.
- **Mesures de surveillance**—Depuis 2020, la FINMA a ouvert 393 investigations liées à un soupçon d'une activité de gestionnaire de fortune ou de trustee exercée sans droit. En outre, mi-2023 elle a déposé 38 dénonciations pénales auprès du Département fédéral des finances (DFF) en raison d'un soupçon d'activité exercée sans droit. La FINMA a par ailleurs placé 189 établissements sur sa liste d'alerte, par laquelle elle rend attentif aux établissements qui ont contrevenu à l'obligation de renseigner la FINMA et exercent sans droit.
- **Précisions quant à la Surveillance** (page 6&7).

\* \* \*

Retrouvez le [Communiqué de presse](#) et la [Communication FINMA sur la surveillance 03/2023](#) par ce lien:

<https://www.finma.ch/fr/news/2023/08/20230818-meldung-am-03-23-vm-trustees/>

## Mise en œuvre des placements: Marges tactiques, liquidités, benchmarks

Graziano Lusenti (PhD) & Ilir Roko (PhD)—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

Dans cet article, nous nous concentrons sur 3 thèmes qui, dans la pratique et dans une perspective *empirique*, présentent une grande importance pour la mise en œuvre de la stratégie de placements—cette dernière étant souvent déterminée au terme d'une étude ALM ou *asset & liabilities matching*—et la réalisation des placements: la fixation des marges tactiques, les modalités d'utilisation des liquidités et le choix des benchmarks.

De manière pragmatique, nous mettrons l'accent sur nos propres expériences—acquises principalement en relation avec des caisses de pensions helvétiques—et sur nos préférences.

Dans une large mesure, nos commentaires s'appliquent également à des portefeuilles de clients privés (gérés dans un cadre de *wealth management*), lorsque ceux-ci sont investis de manière systématique.

### 1. MARGES TACTIQUES

**Amplitude des marges tactiques (larges ou étroites), motivations et conséquences:** La fixation de marges tactiques (*minima, maxima*) permet le contrôle des risques pouvant être pris dans la gestion du portefeuille. Des marges larges permettront des paris tactiques (écarts) plus importants par rapport à l'allocation stratégique, avec les avantages et désavantages qui en découlent—un potentiel plus important de surperformance mais aussi un risque de sous-performance plus marqué. Des marges restreintes (+/- 2% ou 3%, par exemple), permettent de réduire les risques susmentionnés,

mais ont également d'autres conséquences: les limites seront plus fréquemment atteintes du fait de la fluctuation *naturelle* des marchés et des classes d'actifs, impliquant la nécessité d'effectuer des rebalancements fréquents et donc des frais plus élevés. Les conseils de fondation doivent être conscients de ces effets et déterminer leurs choix en conséquence.

**Modalités des rebalancements, clarifications dans le règlement de placement:** Dès lors que la marge tactique minimale ou maximale a été atteinte — et quels que soient les motifs pour lesquels elle l'a été—il faut en principe prendre des mesures et effectuer les rebalancements requis. Ainsi, si la caisse de pensions privilégie des marges étroites, elle doit aussi fixer les règles et la fréquence des ajustements dans l'allocation: si on rebalance—pour une classe d'actifs—est-ce à la position neutre, stratégique, ou à la valeur limite supérieure (ou inférieure)? Avec quelle fréquence (mensuelle, trimestrielle, semestrielle)? Autant de questions qui exigent *a priori* des réponses claires—qui devraient être précisées dans le règlement de placements.

**La thématique des marges non égales:** Toutes les classes d'actifs ne présentant pas les mêmes volatilités—et donc la même amplitude de fluctuations—il est certainement raisonnable de prévoir et de fixer des marges tactiques minimales et maximales différentes en fonction des classes. Ainsi, celles-ci pourront être plus larges pour les actions, qui fluctuent le plus. De surcroît, il y a lieu de considérer que les placements peu liquides varient le moins, parce que la revalorisation des actifs n'intervient pas de manière linéaire mais par

## Mise en œuvre des placements: Marges tactiques, liquidités, benchmarks

Graziano Lusenti (PhD) & Ilir Roko (PhD)—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

périodes; c'est le cas notamment de l'immobilier direct, des infrastructures, du *private equity*, etc. On peut donc déterminer des marges qui ne soient *pas d'ampleur égale* pour les différentes classes.

**La question des marges cumulatives (par types et classes d'actifs):** Une des particularités de la législation suisse relative aux placements des caisses de pensions réside dans le fait qu'elle fixe dans l'OPP 2 des limites *simples* (obligations de débiteurs suisses) et *composées* (tous types d'obligations) pour les placements, sous la forme de taux de pourcentage recommandés. A cet égard, il y a lieu de veiller à ce que la détermination des valeurs simples et composées soit *cohérente sur le plan arithmétique et opérationnel*: prévoir, par exemple, que la forte baisse de l'une ou de plusieurs classes—les actions, par exemple—puisse être effectivement compensée par la hausse d'autres — les liquidités, les obligations, l'immobilier, etc.—sur la base d'hypothèse de corrélations réalistes. Ainsi, la fixation et la coordination des valeurs *minima* et *maxima* pour les différentes catégories d'actifs ne saurait être simplement *mécanique* et *automatique*.

### 2. LIQUIDITÉS

**Le rôle spécifique des liquidités:** Dans l'allocation stratégique et les études ALM, les liquidités sont le plus souvent traitées comme *une classe d'actifs parmi d'autres*; leur poids stratégique est déterminé en partie par les besoins en liquidités de la fondation (besoin de trésorerie, paiement des rentes et des capitaux de libre-passage, etc.), en partie par le profil rendement/risques de ce type de placements.

C'est donc fréquemment une approche *statique* qui est utilisée. Dans une perspective de gestion plus *dynamique* des placements, notamment sur le plan tactique, il peut faire sens d'attribuer à la gestion des liquidités un rôle plus important. On pourrait prévoir qu'en cas de fortes turbulences sur les marchés—des actions et des obligations, comme au printemps 2022—les positions en liquidités puissent être, provisoirement, fortement gonflées; en effet, le *cash* représente la forme de protection la plus simple et la moins onéreuse, sur le plan opérationnel et sur celui des coûts. Ainsi, on pourrait envisager d'élargir largement les marges tactiques, de 0% (*minima*) à 10%, 15% ou davantage pour la marge *maxima*.

### 3. BENCHMARKS

**La préférence (ou non) pour des benchmarks (indices) largement répandus ou pour des indices sur mesure (*tailor-made*):** Depuis une vingtaine d'années, l'allocation des actifs des caisses de pensions helvétiques s'est sensiblement diversifiée, complexifiée et spécialisée, avec l'apparition de nouvelles classes d'actifs, comme le *private equity*, les ILS (*insurance-linked securities*), les infrastructures, etc. De plus, la couverture systématique de certains risques, notamment les changes, s'est largement répandue. La conséquence en a été l'émergence et la croissance de *nouveaux* indices, sur mesure (*tailor-made*), de plus en plus spécifiques et spécialisés, qui répondent aux approches de gestion de plus en plus pointues des caisses. Dans ce contexte, la question fondamentale qui se pose est la suivante: pour

## Mise en œuvre des placements: Marges tactiques, liquidités, benchmarks

Graziano Lusenti (PhD) & Ilir Roko (PhD)—Lusenti Partners—Membre du GSCGI

évaluer les résultats d'une gestion sophistiquée, qui intègre des choix spécifiques, vaut-il mieux privilégier des indices très larges et généralistes, largement suivis—comme le SPI, le SBI, le SP500—ou au contraire des indices *tailor-made*? Il n'y a pas de réponse univoque à cette question—dans tous les cas, il faut privilégier une solution qui permette, pour le conseil de fondation, de bien mesurer et comprendre les résultats de la gestion, de même que la nature et l'origine des écarts éventuels de performances ou de risques. Surtout, il y a lieu d'exclure les *benchmarks* qui réduisent de manière excessive l'univers d'investissement, introduisent des biais forts et donc des risques additionnels, sans valeur ajoutée.

### L'émergence d'un benchmark business et l'extension de la gestion durable (critères ESG):

Dans le domaine des services financiers, on a observé en quelques décennies l'émergence d'un nouveau business: celui de la conception, la gestion et la commercialisation par les *index providers* des indices comme un *produit* essentiel et indispensable de la gestion d'actifs, ainsi que la multiplication de nouveaux produits, sur mesure. L'utilisation des indices propriétaires—par les banques dépositaires, les *asset managers*, ainsi que les caisses de pensions— permet désormais à leurs concepteurs et propriétaires d'engranger des revenus très considérables—qui grèvent d'autant les coûts de gestion des institutions de prévoyance. A l'origine de ce développement, il y a d'une part la croissance exponentielle de la gestion indiciaire, d'autre part l'expansion de la gestion durable (ESG) et le souhait des investisseurs de bénéficier d'indices sur mesure qui reproduisent

leurs choix ESG. Aujourd'hui, la question du choix d'un *benchmark* n'est pas seulement une question *technique* d'adéquation, elle peut devenir aussi une question de coûts. Dans le segment des placements durables (ESG), 2 aspects sont cruciaux: la nature et l'ampleur des exclusions et la pondération relative des différentes composantes de l'indice (approche de type *best-in-class*). La réduction de l'univers d'investissements est cruciale et peut produire des effets (performances, risques) très significatifs. Ainsi, durant les premiers mois de l'année 2022, l'exclusion des secteurs de l'énergie carbonée (pétrole, etc.), de certaines matières premières (agricoles, par exemple) ou de secteurs industriels (armements, etc.) pour des *motifs éthiques* ou de *durabilité* a produit des performances *financières* réduites. Il importe donc que les conseils de fondation soient au fait des conséquences potentielles, *financières* et/ou *durables*, du choix d'un *benchmark* plutôt que d'un autre.

### Les benchmarks pour les placements non-traditionnels et moins liquides, ainsi que pour l'immobilier international:

Les prix des transactions des valeurs mobilières cotées en bourse (actions, obligations, futures, etc.) ou traitées régulièrement peuvent aisément être utilisés pour la conception, la commercialisation et l'utilisation de *benchmarks* ou indices, calculés en continu. Pour d'autres types d'actifs, tels que les immeubles, les infrastructures, le *private equity*, etc., on ne dispose ni d'un nombre équivalent de valeurs utilisables, ni d'une fréquence identique de prix des transactions—les données disponibles sont donc moins nombreuses et de moindre qualité. En conséquence, les indices pour ces catégories d'actifs ne sont ni aussi *pertinents*, ni

## Mise en œuvre des placements: Marges tactiques, liquidités, benchmarks

*Graziano Lusenti (PhD) & Ilir Roko (PhD)—Lusenti Partners—Membre du GSCGI*

aussi fréquents et répandus. En effet, souvent les valeurs dans ces indices—et les indices eux-mêmes—ne sont calculés que trimestriellement. C'est un handicap lorsque l'on intègre ces benchmarks dans le calcul systématique et régulier des placements d'une caisse de pensions. Les conseils de fondation doivent être bien conscients des limites et des handicaps de ces types de *benchmarks*. A titre d'exemple, le choix d'un indice approprié est très

délicat pour les placements en immobilier direct hors de Suisse, lorsqu'ils sont réalisés par le biais de fonds. Comme il n'existe guère d'indices appropriés, on est conduit à utiliser l'indice des sociétés immobilières cotées (REITS), un indice immobilier international établi trimestriellement ou une valeur absolue moyenne (tirée par exemple de l'étude ALM).

## LES AUTEURS



**Graziano Lusenti, PhD**  
Conseiller en investissements senior

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

*Auparavant, il a été directeur général de Robeco (Suisse) SA et a exercé des fonctions dirigeantes dans le domaine de l'asset management et de la banque (Robeco, UBS), de l'assurance-vie (Zurich Assurances) et du conseil actuariel (Aon Gesrep), à Genève et Zurich. Graziano Lusenti est titulaire d'un doctorat (placements des caisses de pensions) et d'un master de l'Université de Genève (Institut universitaire de hautes études internationales), ainsi que du diplôme fédéral d'expert en assurances de pension (actuaire). Il est l'auteur de nombreux articles en français, allemand, anglais ou italien sur des sujets ayant trait aux placements des institutionnels et à la prévoyance professionnelle. Polyglotte, il intervient régulièrement comme expert dans les médias et dans des cercles professionnels, en Suisse et en Europe. Lusenti Partners propose des services de conseils spécialisés en investissements, en particulier pour les caisses de pensions et les institutionnels: investment consulting, optimisation de la diversification, étude ALM et audit de gestion, contrôle et suivi des placements, sélection de gérants et de produits, rapports de due diligence et de coûts. La société organise également des conférences techniques (Performer Investment Conferences).*



**Ilir Roko, PhD**

Conseiller en investissements senior

*Depuis plus de 25 ans, Ilir Roko est actif dans les domaines du conseil aux investisseurs institutionnels, de la modélisation et de la recherche appliquée en finance. Dans le cadre de ses activités auprès de Lusenti Partners, il est responsable de la relation avec de nombreux clients, surtout des caisses de pensions. Par ailleurs, il chapeaute toutes les activités numériques et statistiques, ainsi que celles concernant le controlling et le reporting pour le compte de clients. Il est également impliqué dans les processus de sélection de mandats (gérants) et de produits. En sa qualité de spécialiste quantitatif éprouvé, il a développé durant sa carrière de nombreuses applications et modèles en relation avec les placements des institutionnels: étude ALM (congruences des actifs et des passifs), analyse et gestion des risques (risk exposure modelling, risk assessment), optimisation de l'allocation tactique des actifs, modélisation des fat tails (max drawdown, max loss, max gain), implémentation de modèles quantitatifs (Black-Litterman, ARCH/GARCH, CAPM, modèles de changement de régimes, simulations de Monte-Carlo), etc. Conjointement à ses activités au sein de Lusenti Partners, Ilir Roko est chargé de cours à l'Université de Genève. Son domaine d'enseignement est celui des méthodes numériques appliquées à la finance. Il est auteur de plusieurs publications scientifiques sur le sujet. Ilir Roko est titulaire d'un doctorat en économétrie et statistique de l'Université de Genève.*

**Lusenti** solutions  
**Partners** pour  
investisseurs  
institutionnels



Indigita



inCompliance.



Smat.



wecan®



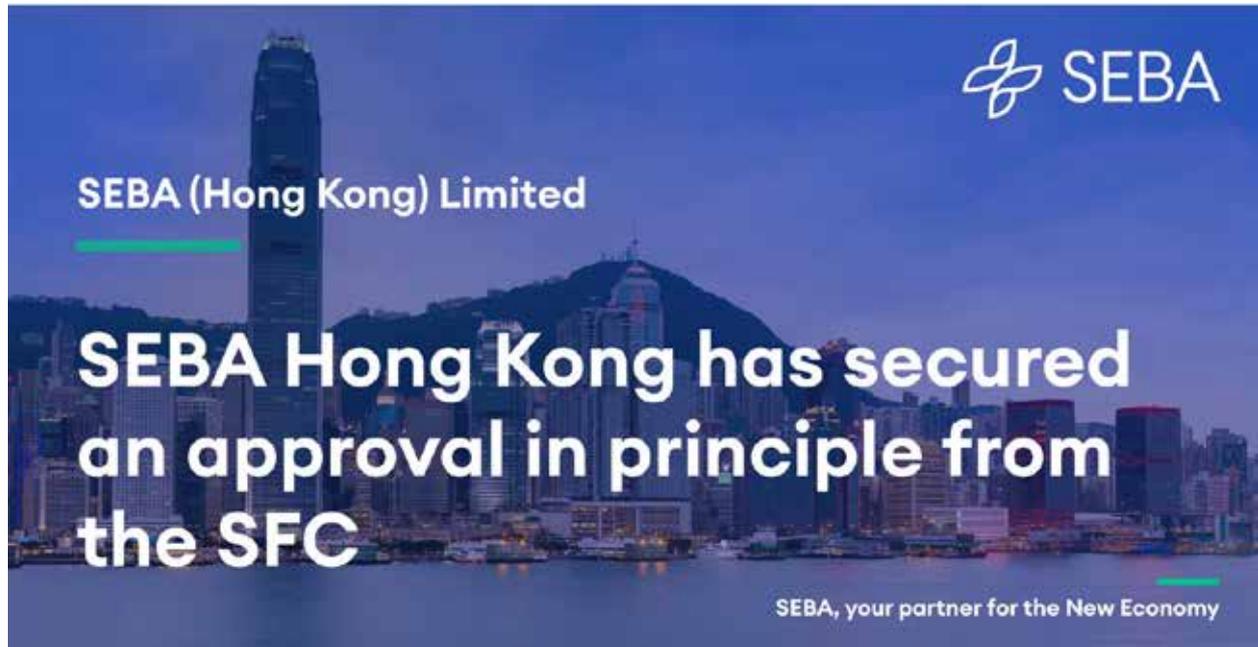
wecan  
comply

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

Retrouvez ici, dans la prochaine édition, les Membres Partenaires du GSCGI.

## SEBA Hong Kong Awarded Approval-in-Principle

SEBA BANK AG IS A MEMBER OF GSCGI



*SEBA (Hong Kong) Limited (SEBA Hong Kong) is set to become the first licensed corporation in Hong Kong with crypto capabilities backed by a Swiss crypto bank, SEBA Bank AG (SEBA Bank), providing it with the platform to operate regulated activities in virtual assets.*

Hong Kong – 30 August 2023 – SEBA Bank, a full-service, global crypto bank providing financial solutions for the digital age in wealth management, investment, trading, and advisory services, has today announced that an approval-in-principle (AIP) from the Securities and Futures Commission (SFC) in Hong Kong has been issued to its regional subsidiary, SEBA Hong Kong.

SEBA Hong Kong has received the AIP for its licence application to operate regulated activities in Hong Kong to deal in securities, including virtual assets-related products, such as OTC derivatives and structured products; advise on securities and virtual assets; and conduct asset management for discretionary accounts in both traditional securities and virtual assets.

This licence, when issued, will pave the way for SEBA Hong Kong to be part of the first group of licensed corporations in Hong Kong to conduct investment services with crypto capabilities in the market, making the Switzerland-headquartered bank a significant frontrunner in Hong Kong's burgeoning crypto economy.

Amy Yu, CEO APAC, SEBA Hong Kong, commented: *"It is exciting to be at the forefront of innovation in one of the world's leading financial and technological centres, Hong Kong. This AIP signifies that all our efforts are heading in the right direction – SEBA group wants to service crypto investors in jurisdictions that recognise the value of digital assets. We see enormous potential in Hong Kong's journey to becoming a global crypto*

## SEBA Hong Kong Awarded Approval-in-Principle

SEBA BANK AG IS A MEMBER OF GSCGI

*market leader and look forward to contributing to that trajectory. SEBA Hong Kong commends the example Hong Kong sets for regulatory standards worldwide, and values the role of this licence in expanding our regulated footprint across Asia Pacific”.*

Obtaining an AIP is the first step in SEBA Hong Kong's path to acquiring an official licence that will allow it to operate as a licensed entity once all the SFC conditions have been met. The AIP marks a significant leap forward in SEBA group's mission to secure the future of the global crypto economy and, in turn, validates SEBA Hong Kong's position in the market as a trusted and regulated partner.

Franz Bergmueller, Group CEO, SEBA Bank, commented: *“SEBA Hong Kong's AIP is a reflection of our team's commitment towards compliance and due diligence — essential pillars of tomorrow's digital economy. Complementing SEBA group's established licences in Switzerland (FINMA) and Abu Dhabi (FSRA), the Hong Kong AIP significantly extends our global regulatory footprint. SEBA group aligns itself with the Hong Kong government and its financial regulators in facilitating an environment that supports the responsible growth of the digital assets industry.”*

SEBA Hong Kong's licence will be an important milestone in its Asia Pacific strategy — to be on the ground providing wealth management, investment, and advisory services for investors with the security and customer experience that accompanies a regulated institution.

-----  
This document is for information only and is not intended as an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell any investment or other specific product/service. SEBA Bank is not licensed to conduct banking and financial activities in Hong Kong nor is SEBA Bank supervised by banking and financial authorities in Hong Kong.



SEBA BANK

Redefining Finance for the New Economy

## FECIF INFORMS...

Federico Martinengo & C.M. Carvello | Analysts  
Cattaneo Zanetto & Co. | Rome | Milan | Brussels  
[www.cattaneozanetto.it](http://www.cattaneozanetto.it)

### FECIF—NewsFlash—173/2023—OJEU: Delegated regulations to Directive (EU) 2019/2034 on prudential supervision of investment firms

**EXECUTIVE SUMMARY**—Two delegated regulations supplementing Directive (EU) 2019/2034 on the prudential supervision of investment firms have been published in the Official Journal of the European Union.

**ANALYSIS**—The Directive (EU) 2019/2034 establishes rules regarding the initial capital of investment firms, the powers and means of prudential supervision of investment firms by competent authorities, and publication requirements for competent authorities in the area of prudential regulation and supervision of investment firms.

➤ *Delegated Regulation (EU) 2023/1651 on regulatory technical standards for measuring the specific liquidity of investment firms pursuant to Article 42(6) of Directive (EU) 2019/2034*, published on the 23rd of August.

▸ Funding is a primary source of liquidity for investment firms, and restricting or suspending access to it may result in the termination of those firms' services, with a potential negative impact on markets and clients. Delegated Regulation (EU) 2023/1651, which is based on the draft regulatory technical standards submitted to the Commission by the European Banking Authority (EBA), specifies the elements that competent authorities should take into account when setting specific liquidity requirements for investment firms.

➤ *Delegated Regulation (EU) 2023/1668 regarding regulatory technical standards specifying the measurement of risks or risk elements not covered or not sufficiently covered by the own funds requirements in parts three*

*and four of Regulation (EU) 2019/2033 and indicative qualitative metrics for additional own funds amounts*, published today.

▸ Delegated Regulation (EU) 2023/1668, which is based on the draft regulatory technical standards submitted to the Commission by the European Banking Authority (EBA), aims to create a framework to help competent authorities adequately monitor the risk profile of investment firms and to identify, assess, and quantify substantial risks by defining a detailed and comprehensive methodology proportionate to the nature, scale, and complexity of investment firms' activities, based on all available sources of information.

As for the **next steps**, both regulations enter into force on the 20th day following the date of their respective publication in the Official Journal of the European Union.

**SOURCES**—The text of Delegated Regulation (EU) 2023/1651 is available [here](#). The text of Delegated Regulation (EU) 2023/1668 is available [here](#).

\* \* \*

### FECIF—NewsFlash—172/2023—OJEU: Implementing Regulation with technical information for calculation of technical reserves under directive on access to and pursuit of insurance and reinsurance business

**EXECUTIVE SUMMARY**—Today (31 August 2023), Implementing Regulation (EU) 2023/1672 on technical information for the calculation of technical provisions and basic own funds for reporting with reference dates from 30 June 2023 until 29 September 2023 in accordance with Directive 2009/138/EC on the taking-up and pursuit of the

## FECIF INFORMS...

Federico Martinengo & C.M. Carvello | Analysts  
Cattaneo Zanetto & Co. | Rome | Milan | Brussels  
[www.cattaneozanetto.it](http://www.cattaneozanetto.it)

business of insurance and reinsurance, was published in the Official Journal of the European Union.

**ANALYSIS**—Commission Implementing Regulation (EU) 2023/1672 aims to ensure uniform conditions for the calculation of technical provisions and basic own funds by insurance and reinsurance undertakings for the purposes of Directive 2009/138/EC. Therefore, technical information on the relevant risk-free interest rate maturity structures and "core" spreads for calculating the adequacy adjustment and volatility adjustment are established for each reference date.

The Implementing Regulation requires insurance and reinsurance companies to use appropriate technical information to calculate technical provisions and basic own funds, regardless of the date of reporting to the respective competent authorities.

As for the **next steps**, the Implementing Regulation enters into force on the day following its publication in the Official Journal of the European Union.

**SOURCES**—The text of the Implementing Regulation is available [here](#).

\* \* \*

### FECIF—NewsFlash—167/2023—OJEU: Delegated regulation on technical standards for specific liquidity measurement of investment firms

**EXECUTIVE SUMMARY**—On the 23rd of August, the Delegated Regulation (EU) 2023/1651 regarding regulatory technical standards for the measurement of specific liquidity of investment firms pursuant to Article 42(6) of Directive (EU) 2019/2034 was published in the Official Journal of the European Union.

**ANALYSIS**—The Commission's Delegated Regulation of the 17th of May 2023 complements Directive (EU) 2019/2034 on the prudential supervision of investment firms, which lays down rules regarding the initial capital of investment firms, the powers and means of prudential supervision of investment firms by competent authorities, and publication requirements for competent authorities in the area of prudential regulation and supervision of investment firms.

Funding is a primary source of liquidity for investment firms, and restricting or suspending access to it may result in the termination of those firms' services, with a potential negative impact on markets and clients. The Delegated Regulation (EU) 2023/1651, which is based on the draft regulatory technical standards submitted to the Commission by the European Banking Authority (EBA), specifies the elements that competent authorities should take into account when setting specific liquidity requirements for investment firms.

As for the **next steps**, the Regulation enters into force on the 20th day following its publication in the Official Journal of the European Union.

**SOURCES**—The text of the Delegated Regulation is available [here](#).

\* \* \*

### FECIF—NewsFlash—165/2023—ESMA: Guidelines on product governance requirements under MiFID II

**EXECUTIVE SUMMARY**—Today (3 August, 2023), the European Securities and Markets Authority (ESMA) published guidelines on product governance requirements under MiFID II. The guidelines apply in relation to Articles 9(3), 16(3) and (6) and 24(1) and (2) of MiFID II.

## FECIF INFORMS...

Federico Martinengo & C.M. Carvello | Analysts  
Cattaneo Zanetto & Co. | Rome | Milan | Brussels  
[www.cattaneozanetto.it](http://www.cattaneozanetto.it)

**ANALYSIS**—These guidelines are issued pursuant to Article 16(1) of the ESMA Regulation. Their objective is to establish uniform, efficient and effective supervisory practices within the European System of Financial Supervision and to ensure the common, uniform and consistent application of the MiFID II requirements on product governance. As a result of compliance with these guidelines, ESMA envisages a strengthening of investor protection.

As regards as **next steps**, these guidelines will apply two months after the date of their publication.

**SOURCES**—The guidelines are available [here](#).

\* \* \*

## FECIF—NewsFlash—164/2023—EBA - Public consultation draft RTS to identify extraordinary circumstances of market disruption

**EXECUTIVE SUMMARY**—Today (3 August 2023), the European Banking Authority (EBA) launched a public consultation on draft Regulatory Technical Standards (RTS) to identify extraordinary circumstances of market disruption, permitting to waive certain requirements for the calculation of own funds requirements for market risk on the basis of internal models. The deadline for feedbacks is 3 November 2023.

**ANALYSIS**—The draft RTS establish a high-level framework for identifying a situation of extraordinary circumstances, setting out conditions that need to be met, and define indicators that could support the identification of extraordinary circumstances.

Under such extraordinary circumstances, institutions may continue using their internal models for a trading desk, even if that trading desk does not meet the back-testing requirements or fails the profit and loss attribution test, or they may disregard certain overshootings observed during the back-testing.

These draft RTS were developed in accordance with the mandate of Article 325(9) of Regulation (EU) No 575/2013 (Capital Requirements Regulation, CRR), which mandates the EBA to specify the extraordinary circumstances under which competent authorities may permit an institution to derogate from certain requirements regarding the calculation of own funds requirements for market risk on the basis of internal models in accordance with the revised market risk framework (FRTB).

As regards the **next steps**, a public hearing will take place in the form of a webinar on 20 September 2023. The EBA invites interested stakeholders to register using [this link](#) by 18 September 2023.

**SOURCES**—The consultation paper is available [here](#). To send feedbacks the link is available [here](#).

\* \* \*



fecif

the European Federation of  
Financial Advisers and  
Financial Intermediaries

CIFA INFORMS...



SPENDING CAPS WORK

Dan Mitchell—Member of CIFA’s Advisory Board—[www.cifango.org](http://www.cifango.org)  
URL Link: <https://danieljmitchell.wordpress.com/2023/08/22/spending-caps-work/>

The best evidence for [spending caps](#) is the comparison between the United States and Switzerland.

Even since Swiss voters overwhelmingly imposed their “[debt brake](#)” on politicians 20 years ago, total government spending in Switzerland has [increased by an average of just 2.2 percent per year](#).

In the United States, by contrast, total government spending has grown more than twice as fast – an average of 4.9 percent per year – over the same time period.

But there is also some evidence for spending caps from the United States. Brian Riedl of the Manhattan Institute has [a new study](#) on spending caps that have periodically existed in the United States.

They have only applied to discretionary spending ([click here](#) to understand the federal government’s different budget categories), so they are not as extensive as the Swiss spending cap.

Nonetheless, Brian’s chart show that they have produced dramatically better results.

Here’s some of Brian’s analysis:

*...spending caps that accommodate realistic appropriations growth rates have sustainably reduced discretionary spending as a share of the economy. ... Because spending caps can be easily repealed at any time, they cannot force spending cuts beyond the political system’s capacity. They can only enforce an existing broad commitment to constrain spending.*

*...while discretionary spending has not been the driver of rising long-term deficits—and cannot realistically be cut deeply enough to accommodate surging mandatory costs—Congress should still approach this spending with a “do no harm” principle, ensuring that it does not rise as a share of the economy...*

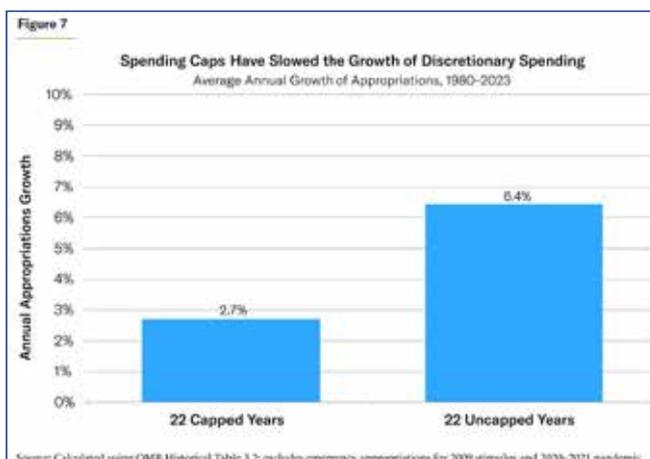
**A Blueprint for Sustainable Discretionary Spending Caps**

*Cap enforcement is a challenging needle to thread. If caps are too tight and rigid, they will be repealed. If they are too loose and have countless off-ramps, they will cease to limit spending. The optimal solution is a bend-but-not-break approach that keeps caps realistic and flexible yet difficult to evade entirely. This means imposing caps that cover as many discretionary appropriations as possible.*

The most fascinating part of Brian’s paper is a look at what happened the last two times there were spending caps.

The original spending caps from the 1990 budget were not overly effective, but the election of a Republican Congress in 1994 led to several years of genuine spending restraint.

Unfortunately, that fiscal discipline evaporated in the late 1990s/early 2000s.



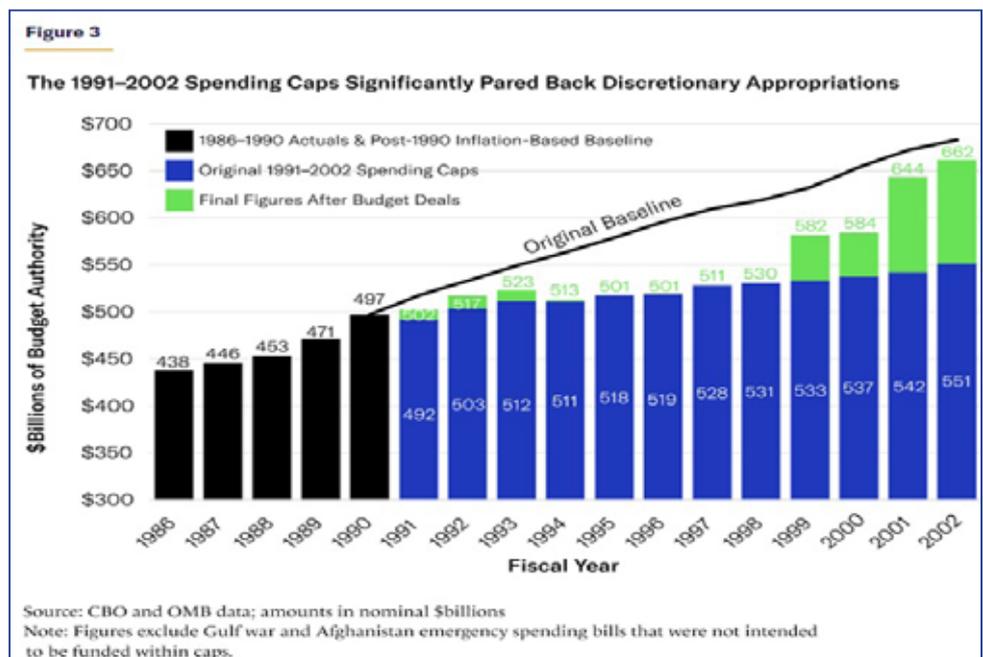
CIFA INFORMS...



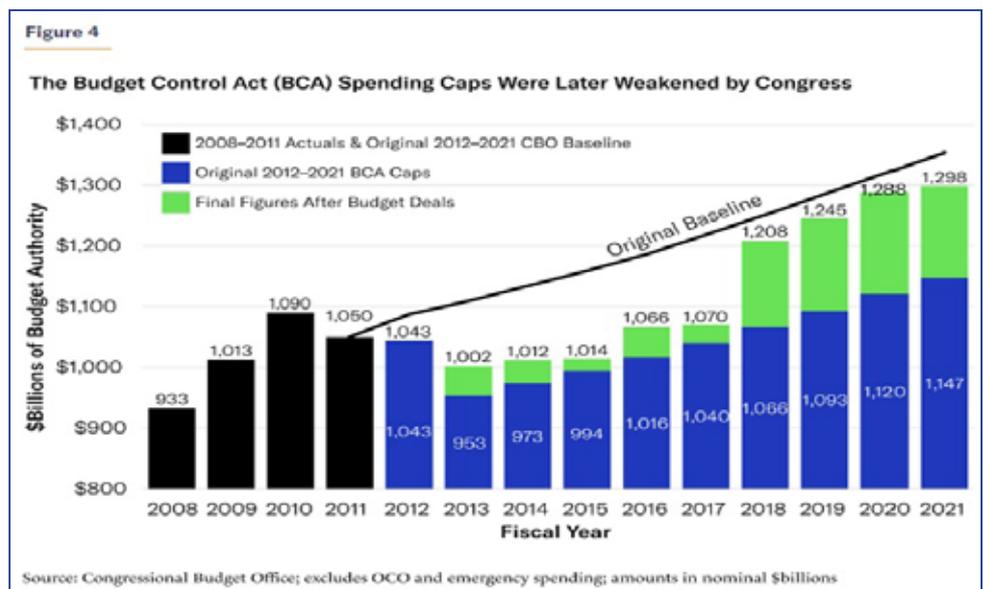
SPENDING CAPS WORK

Dan Mitchell—Member of CIFA's Advisory Board—[www.cifango.org](http://www.cifango.org)  
URL Link: <https://danieljmitchell.wordpress.com/2023/08/22/spending-caps-work/>

Next we have Brian's calculations from the Budget Control Act, which was imposed after the late Bush/early Obama spending orgies.



The good news is that the spending caps initially were very effective (helped substantially by a [sequester](#)). The bad news is that [Trump](#) then allowed another spending orgy (which [Biden](#) has continued).



## CIFA INFORMS...

### SPENDING CAPS WORK

I'll close by agreeing and disagreeing with Brian's analysis about the desirability of tight spending caps.

He argues in his paper that politicians will rebel if they are forced to be genuinely frugal (such as a hard spending freeze).

Real-world evidence shows he is right, so that part is correct. I wonder, though, if Brian is being too optimistic in assuming that weaker spending caps would be obeyed.

My fear is that [politicians will take advantage of any excuse](#) to overspend, regardless of whether they have been frugal or profligate leading up to that time.

But let's not digress. The main lesson from his paper is that spending caps work. Our challenge is figuring out how to get shallow and selfish politicians to do the right thing (enact caps) and obey the right thing (comply with caps).

P.S. If you are skeptical of Brian's analysis, there are pro-spending-cap studies from left-leaning bureaucracies such as the International Monetary Fund ([here](#) and [here](#)) and the Organization for Economic Cooperation and Development ([here](#) and [here](#)). There are also similar studies from the European Central Bank ([here](#) and [here](#)).

*Dan Mitchell*  
Founder & Chairman  
Center for Freedom and Prosperity



*Dan Mitchell—Member of CIFA's Advisory Board—[www.cifango.org](http://www.cifango.org)*

*URL Link: <https://danieljmitchell.wordpress.com/2023/08/22/spending-caps-work/>*

### TRUSTING 2020-2021 is available here:

[https://cifango.org/welcome/cifa\\_magazine\\_details/15](https://cifango.org/welcome/cifa_magazine_details/15)



[www.cifango.org](http://www.cifango.org)

## ESCROQUERIE EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Romain Dupuis—Centre de droit bancaire et financier—<https://cdbf.ch/1299/>

### *L'investisseur inexpérimenté qui place ses économies dans une start-up ou une crypto-monnaie doit en assumer les risques*

Investir ses économies dans une *start-up* ou dans une crypto-monnaie comporte des risques. Si le placement s'avère finalement infructueux, l'investisseur peut-il se plaindre d'une escroquerie pour tenter de récupérer sa mise? Dans un arrêt définitif du 21 mars 2023 ([ACPR/206/2023](#)), la Cour de justice genevoise répond par la négative et rejette les recours d'une vingtaine d'investisseurs malheureux s'estimant dupés.

Un groupe de sociétés (baptisé «S») développe un système de paiement utilisable à l'aide d'une carte de fidélité auprès de divers commerçants. Pour tout achat effectué avec la carte, le client perçoit un pourcentage sous forme de rétrocession. Il peut ensuite utiliser les avoirs cumulés auprès des commerçants affiliés au réseau S.

Le groupe offre également des «*packs*», soit des lots de cartes de fidélité permettant de devenir un «agent-distributeur» en promouvant le programme et en parrainant de nouveaux adhérents en l'échange de commissions. Un *pack* coûte jusqu'à CHF 5'000.

Il est aussi proposé d'investir dans des actions du groupe, ou dans une «crypto-monnaie» dont on apprend à la lecture de l'arrêt qu'il s'agissait plutôt d'un autre type d'instrument financier (non précisé), également «extrêmement volatile».

Pour attirer des clients, les dirigeants du groupe S s'adressent à des petits commerçants ou à des particuliers, sans expérience dans le domaine financier ou les nouvelles technologies, auxquels ils présentent leur système de fidélité comme une idée révolutionnaire, par le biais de leur site internet, de brochures et autres *newsletters*. Ils font également appel à des associations professionnelles influentes pour promouvoir leur produit, notamment dans le

cadre de conférences.

Une vingtaine de particuliers inexpérimentés en matière financière (un restaurateur, une assistante médicale, un chauffeur de taxi, une hypnothérapeute, etc.) se laisse convaincre et investit des montants conséquents – parfois près de CHF 100'000 – dans les différents produits proposés (*packs*, actions ou crypto-monnaie).

Malheureusement pour eux, le programme de fidélité, présenté comme un véritable bouleversement technologique, se transforme en échec commercial. Les *packs* ne rapportent rien (ou presque) et les actions, de même que la crypto-monnaie, perdent toute valeur. Plusieurs sociétés du groupe se retrouvent en liquidation.

Désabusés, les investisseurs déposent plainte pénale à l'encontre des dirigeants du groupe S et des sociétés ([art. 102 CP](#)), en expliquant avoir été victimes d'une escroquerie ([art. 146 CP](#)). Le Ministère public genevois considère toutefois que les éléments constitutifs ne sont pas réalisés et rend une ordonnance de non-entrée en matière ([art. 310 al. 1 let. a CPP](#)).

Sur recours, la Cour de justice rappelle que l'escroquerie suppose que l'auteur trompe sa victime en usant d'astuce. La tromperie prend par exemple la forme d'affirmations fallacieuses ou d'une dissimulation de faits vrais. Quant à l'astuce, celle-ci suppose un édifice de mensonges, des manœuvres frauduleuses, ou à tout le moins la communication de fausses informations, si leur vérification n'est pas possible ou ne peut raisonnablement être exigée.

En revanche, l'astuce est exclue si la victime pouvait se protéger avec un minimum d'attention ou éviter l'erreur avec le minimum de prudence que l'on

## ESCOQUERIE EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Romain Dupuis—Centre de droit bancaire et financier—<https://cdbf.ch/1299/>

pouvait attendre d'elle. Son degré d'expérience dans le domaine concerné doit être pris en considération.

Dans le cas d'espèce, les plaignants allèguent avoir été amenés à investir dans le programme de fidélité du groupe S par l'acquisition de *packs*, d'actions ou de crypto-monnaie, après avoir été trompés par des affirmations fallacieuses et astucieuses. Ils reprochent aux dirigeants du groupe de leur avoir fait miroiter des profits substantiels, alors que les perspectives de gain étaient en réalité inexistantes et que le *business model* était d'emblée voué à l'échec.

La Cour ne l'entend pas de cette oreille.

Elle constate que le programme de fidélité promu par le groupe S était parfaitement fonctionnel, mais que celui-ci avait simplement souffert d'un manque d'affiliation par les commerçants et leurs clients. Les dirigeants du groupe avaient investi d'importants moyens pour développer leur offre, ce qui démontre qu'ils ne la percevaient pas comme vouée à l'échec.

En réalité – et c'est là le cœur du raisonnement de la Cour –, les plaignants ne pouvaient objectivement ignorer que l'acquisition d'un produit nouveau, développé par une *start-up*, impliquait un certain risque. Par ailleurs, la perspective d'obtenir un retour sur investissement, de surcroît rapidement, n'était pas garantie. Le succès du système de fidélité dépendait de l'ampleur du réseau, de sorte qu'il existait nécessairement un paramètre d'incertitude et de risque. Le même raisonnement vaut pour l'acquisition d'actions du groupe et, à plus forte

raison encore, pour l'investissement dans la crypto-monnaie.

En d'autres termes, la Cour reproche aux plaignants, qui ne bénéficiaient d'aucune expérience dans le domaine financier, de s'être laissés aveugler par la perspective de gains aisés sans faire preuve de la précaution élémentaire qui pouvait être exigée d'eux, soit notamment le recours à des conseils préalables auprès de professionnels du domaine. L'ordonnance de non-entrée en matière est par conséquent confirmée.

Les considérants – relativement sévères – de cet arrêt sont susceptibles de s'appliquer à un large spectre d'investissements financiers. Ils constituent une piqûre de rappel utile à l'attention des investisseurs – en particulier s'agissant de ceux qui ne disposent pas de connaissances particulières dans le domaine financier – à une époque où l'offre en matière de crypto-monnaies et autres *start-ups* de technologie financière est plus importante que jamais et où les perspectives de gains aisés n'ont parfois d'égal que les risques de pertes abyssales qui peuvent en découler.

-----  
Romain Dupuis, *Escroquerie en matière d'investissement: L'investisseur inexpérimenté qui place ses économies dans une start-up ou une crypto-monnaie doit en assumer les risques*, publié le 22 août 2023 par le Centre de droit bancaire et financier, <https://cdbf.ch/1299/>



CENTRE DE DROIT  
BANCAIRE ET FINANCIER

## REDDITION DE COMPTE: PAS D'ACCÈS AU DOSSIER PAR LA VOIE DE L'INTERVENTION

*Grégoire Geissbühler—Centre de droit bancaire et financier—<https://cdbf.ch/1298/>*

L'arrêt du Tribunal fédéral [4A\\_263/2022](#) du 23 juin 2023 rejette la demande d'intervention accessoire des héritiers d'un client, dont les avoirs auraient été détournés, dans une procédure pendante entre la banque et l'actuel détenteur desdits avoirs. Le Tribunal fédéral considère qu'il s'agit d'une utilisation détournée d'un outil procédural pour exercer un droit à la reddition de compte, relevant du droit matériel.

E., décédé en 2014, était titulaire d'un compte auprès de la banque B. SA à Genève. Son neveu F. bénéficiait d'une procuration sur ce compte. F. a transféré des avoirs de E. sur plusieurs comptes au sein de la banque, pour aboutir à celui de la société de droit panaméen A. SA, dont l'ayant droit économique est G., la mère de F.

Les héritiers de feu E., soit sa veuve D. et leur fils C., allèguent que F. a détourné à son profit les biens de E., lésant ainsi leur réserve héréditaire. F. prétend pour sa part être un héritier institué. Le fils, la veuve et le neveu s'opposent dans plusieurs procédures civiles parallèles.

F. et G. ont souhaité dissoudre A. SA et transférer les fonds détenus par cette société sur un nouveau compte au nom de G. La banque a refusé de donner suite aux instructions d'A. SA, faute d'informations suffisantes sur l'origine des fonds et la véritable titularité de ceux-ci. A. SA a fait notifier un commandement de payer à la banque puis requis la mainlevée de l'opposition. La mainlevée, initialement accordée, a été rejetée par le Tribunal fédéral.

Entretemps, la banque avait ouvert une action en libération de dette. Le fils et la veuve ont formé une requête en intervention accessoire, afin d'agir aux côtés de la banque et de prendre connaissance du dossier. Cette requête a été admise par les deux instances cantonales, ce qui conduit A. SA à recourir au Tribunal fédéral.

L'intervention aurait pour corollaire la divulgation de pièces bancaires produites au dossier, qui serait ensuite à la libre disposition du fils et de la veuve. Une telle connaissance des pièces est par nature irréversible, et le Tribunal fédéral reconnaît l'existence d'un préjudice irréparable, condition nécessaire à la recevabilité du recours.

Sur le fond, le Tribunal fédéral constate que le but de l'intervention n'est pas tant de voir les fonds bloqués en attendant des clarifications sur leur obtention que d'accéder aux pièces produites. Or, un tel accès relève selon la jurisprudence constante du Tribunal fédéral du droit matériel (reddition de compte au sens de [l'art. 400 CO](#)) et non du droit procédural. Les voies procédurales des mesures provisionnelles et de la preuve à futur ont déjà été jugées inappropriées, car elles reviennent à trancher le fond du litige sans examen complet.

Le même sort doit être réservé à l'accès par une requête d'intervention. Le juge se limitant à la vraisemblance, l'examen est insuffisant pour statuer sur une prétention de droit matériel.



CENTRE DE DROIT  
BANCAIRE ET FINANCIER

## REDDITION DE COMPTE: PAS D'ACCÈS AU DOSSIER PAR LA VOIE DE L'INTERVENTION

Grégoire Geissbühler—Centre de droit bancaire et financier—<https://cdbf.ch/1298/>

Le Tribunal fédéral admet donc le recours, et déclare la requête d'intervention accessoire irrecevable.

Dans un précédent commentaire, nous avons exposé que la recherche d'informations auprès des banques forçait les justiciables à se montrer créatifs, faute d'outils spécifiques. Intervenir dans un litige pour récupérer les informations en est un bon exemple, même s'il n'a finalement pas été couronné de succès.

À rigueur de texte, une intervention accessoire ne nécessite qu'un intérêt juridique vraisemblable à ce que le litige soit tranché dans un sens plutôt qu'un autre ([art. 74 CPC](#)). L'accès au dossier n'est pas spécifiquement prévu, l'[art. 76 CPC](#) se bornant à indiquer que «[l']intervenant peut accomplir tous les actes de procédure compatibles avec l'état du procès qui sont utiles à la partie principale dont il soutient la cause [...]», consulter le dossier pourrait en faire partie.

Toutefois, les intervenants ont un intérêt économique certain, mais un intérêt juridique discutable, à ce que les fonds demeurent dans les livres de la banque. En effet, si la banque devait violer ses obligations en remettant les fonds à A. SA, ils pourraient ouvrir action contre elle. La voie de l'intervention accessoire est donc d'une recevabilité douteuse.

En soi, le raisonnement aurait pu s'arrêter là. Toutefois, le but réel des héritiers, accéder aux pièces pour alimenter leur propre procédure, est trop apparent pour que le Tribunal fédéral laisse le doute planer sur

l'admissibilité de la méthode. Il prend donc le soin d'enterrer sans équivoque la voie de l'intervention accessoire pour l'accès aux pièces.

La barrière dressée entre droit matériel et droit procédural est donc sauve pour l'heure. Mais la créativité suscite toujours la créativité, et d'autres outils existent: dénonciation d'instance, appel en cause ou substitution de partie (qui nécessitent certes un rôle actif de la banque défenderesse), ou une simple jonction de causes. Sauf alors à admettre que ces outils sont inapplicables – et donc que le mandat relève d'un droit procédural d'exception – ou à violer le droit d'être entendu, une transmission des documents de la procédure semble inéluctable.

Reste enfin un bref *obiter dictum* (trois lignes) en fin de considérant 4.2.3. Le Tribunal fédéral relève que la banque a pris «mesure conservatoire de blocage (privé) du compte bancaire», qui relève d'un abus de droit. Faute de connaître l'entier des faits, il n'est pas possible de déterminer si le blocage est une initiative de la banque ou si elle a été «soufflée» par les héritiers réservataires. L'affaire, comme la banque, n'a pas encore livré tous ses secrets.

Grégoire Geissbühler, *Reddition de compte: Pas d'accès au dossier par la voie de l'intervention*, publié le: 17 août 2023 par le Centre de droit bancaire et financier, <https://cdbf.ch/1298/>



CENTRE DE DROIT  
BANCAIRE ET FINANCIER

## PREUVE DU DOMMAGE D'INVESTISSEMENT: L'HYPOTHÈSE PASSIVE NE SUFFIT TOUJOURS PAS

Sébastien Pittet—Centre de droit bancaire et financier—<https://cdbf.ch/1297/>

Quelles sont les exigences de preuve en matière de dommage d'investissement dans une relation de conseil en placement? Dans l'arrêt [4A\\_131/2022](#) du 20 juin 2023, le Tribunal fédéral rappelle que le client ne peut pas uniquement se contenter d'invoquer, sans preuve à l'appui, que le dommage était trop difficile à chiffrer ou qu'aucun investissement n'aurait été effectué si la banque l'avait conseillé adéquatement (voir également [4A\\_202/2019](#) commenté in Laurent Hirsch, [cdbf.ch/1110/](https://cdbf.ch/1110/)).

Entre mars 2012 et mai 2013, un client entretient une relation de conseil en placement avec un profil agressif auprès de la succursale d'une banque. Insatisfait du résultat de ses placements, le client introduit une action en responsabilité contre la banque environ une année après la clôture de la relation bancaire. Son dommage, qu'il chiffre à EUR 232'616.25, se décompose de la manière suivante: (1) EUR 88'000.- en lien avec deux opérations de change et (2) EUR 144'616.25 en lien avec trois transactions exécutées sur un produit structuré conseillé par la banque.

Le  *Pretore del Distretto di Lugano*  admet partiellement la demande du client et condamne la banque au paiement de EUR 144'616.25 (excluant la prétention en lien avec les opérations de change). Statuant sur appel de la banque et appel joint du client, le  *Tribunale d'appello*  donne raison à la banque et écarte toutes les prétentions du client. Ce dernier recourt ensuite au Tribunal fédéral.

S'agissant des opérations de change, le client estime que celles-ci ont été effectuées à son insu. Son raisonnement ne convainc pas le Tribunal fédéral qui considère que l'instance cantonale n'est pas tombée dans l'arbitraire en retenant que le client avait lui-même ordonné les opérations de change et qu'il en avait ainsi eu connaissance.

S'agissant des différents investissements dans le produit structuré, le Tribunal fédéral rappelle que, dans une relation de mandat, le demandeur supporte le fardeau de la preuve du dommage ([art. 8 CC](#)). À la suite d'une mauvaise exécution d'un contrat de conseil en placement, le dommage correspond en principe à la différence entre (i) la valeur hypothétique du patrimoine si les investissements avaient été conformes au contrat et (ii) la valeur réelle des investissements effectués en violation du contrat (calcul selon l'«hypothèse du placement alternatif»).

Exceptionnellement, lorsque le client prouve avec une vraisemblance prépondérante qu'il n'aurait procédé à aucun placement alternatif en l'absence de violation du contrat (p. ex. en l'absence de conseil litigieux), le dommage peut être déterminé en calculant la différence entre (i) le montant du placement initial et (ii) la valeur réelle des investissements effectués en violation du contrat (calcul selon l'«hypothèse passive»). Cette méthode bénéficie au client puisque ce dernier n'a pas besoin d'établir des investissements hypothétiques.

En l'occurrence, le client se fonde uniquement sur l'hypothèse passive pour déterminer son dommage. Il estime qu'il n'est pas possible de construire un portefeuille hypothétique géré de manière conforme au contrat. Par ailleurs, s'agissant de son dernier investissement dans le produit structuré, le client invoque que cette transaction a uniquement été effectuée dans le but de couvrir la perte causée par les opérations de change contestées, raison pour laquelle l'hypothèse passive devrait trouver application.

Selon le Tribunal fédéral, le client ne démontre pas, avec une vraisemblance prépondérante, qu'il n'aurait pas effectué d'investissement dans l'hypothèse d'une exécution conforme du contrat.

## PREUVE DU DOMMAGE D'INVESTISSEMENT: L'HYPOTHÈSE PASSIVE NE SUFFIT TOUJOURS PAS

Sébastien Pittet—Centre de droit bancaire et financier—<https://cdbf.ch/1297/>

Le profil agressif du client démontre l'intérêt de ce dernier à investir activement ses avoirs et renforce également cette conclusion.

En l'absence d'une situation conduisant à appliquer l'hypothèse passive, il appartient au client de prouver et chiffrer le dommage en fondant son calcul sur des investissements hypothétiques conformes au contrat, ce que le client n'a pas fait en l'espèce.

Dès lors, le Tribunal fédéral confirme la décision cantonale rejetant la demande d'indemnisation.

Cette décision rappelle l'importance d'alléguer et d'offrir des moyens de preuve suffisants afin de prouver le dommage exact et concret subi par le client. Pour cela, le client doit calculer la valeur hypothétique du patrimoine si les investissements avaient été conformes au contrat, même si cette tâche peut s'avérer compliquée et coûteuse en pratique.

Exceptionnellement, si le client parvient à apporter la preuve, avec une vraisemblance prépondérante, qu'aucun investissement n'aurait été effectué si la banque n'avait pas violé ses obligations contractuelles, il peut chiffrer son dommage en utilisant l'hypothèse passive. Tel pourrait notamment être le cas si la violation contractuelle intervient lors du premier conseil ou d'un conseil unique ([4A\\_297/2019](https://cdbf.ch/1141/) commenté in Célian Hirsch, [cdbf.ch/1141/](https://cdbf.ch/1141/)).

À noter finalement que ces exigences en matière de preuve du dommage se rapportent à la relation de conseil en placement, laquelle se distingue du contrat de gestion de fortune. Dans une relation de gestion de fortune, il appartient à la banque et non au client de prouver l'évolution hypothétique d'un portefeuille géré de manière conforme au contrat ([4A\\_449/2018](https://cdbf.ch/1061/) commenté in Célian Hirsch, [cdbf.ch/1061/](https://cdbf.ch/1061/)).

Il est possible de s'interroger sur la nature de cette distinction, qui conduit à des conséquences importantes pour le client. En effet, l'asymétrie d'information et d'expertise entre le client et la banque ne diffère pas nécessairement en fonction de la nature de la relation (conseil ou gestion). De plus, quand bien même la décision finale d'investissement appartient au client dans une relation de conseil en placement, il peut être difficile pour ce dernier d'alléguer une hypothèse de placement fondée sur les conseils qu'aurait prodigués la banque si elle avait agi conformément au contrat.

-----  
Sébastien Pittet, *Preuve du dommage d'investissement: L'hypothèse passive ne suffit toujours pas*, publié le: 16 août 2023 par le Centre de droit bancaire et financier, <https://cdbf.ch/1297/>



CENTRE DE DROIT  
BANCAIRE ET FINANCIER

## PLAN-CADRE D'ASSURANCE RESPONSABILITÉ CIVILE PROFESSIONNELLE

... POUR LES MEMBRES DU GSCGI

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

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

à l'abri de situations inattendues et génératrices de conséquences financières parfois dévastatrices.

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

Le GSCGI n'a pas accès à ces informations.

## COUVERTURES D'ASSURANCES

### Responsabilité civile professionnelle (RCPI)

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

Les fautes les plus courantes sont:

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

Qui est assuré?

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

Quelle est la couverture? L'assureur va payer:

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

### Responsabilité des dirigeants (D&O)

En tant que dirigeant de votre entreprise, vous n'êtes pas à l'abri de revendications à titre personnel même s'il s'agit d'une erreur d'un employé.

En effet, un lésé peut aller chercher une responsabilité personnelle vers le directeur ou l'administrateur de la société pour obtenir réparation du préjudice sur les biens propres du dirigeant.

Il peut vous être reproché une mauvaise décision ou de ne pas avoir pris une décision, d'avoir fait un choix stratégique contraire au but social, d'avoir effectué des investissements hasardeux, communication financière insuffisante ou erronée, manque de surveillance des dirigeants ou

d'une filiale. Font aussi partie les conflits du travail: licenciement abusif, discrimination, harcèlement.

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

Quelle est la couverture?

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

### Assurance Fraude (FR)

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

Qui est assuré? L'entreprise

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

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

### Assurance Cyber (AC)

Le risque cyber peut affecter l'activité des Gestionnaires de fortune indépendants et des Conseillers financiers.

Couvertures: Cyber-RC, restauration des données et des systèmes, gestion des crises & perte d'exploitation.

## THE NEW UBS EMBRACES SHAREHOLDER VALUE

[...] The share price of Switzerland's largest bank seems to know only one direction right now - and that is up. UBS's CEO has his eyes set on the road ahead and he is focused on the next key milestones of integrating what was once Switzerland's second-largest bank. [...]

[...] «The best solution is a full integration into UBS, both for stakeholders and the Swiss economy», Ermotti maintained. The two legal entities are set to be merged in 2024, with the Credit Suisse brand disappearing completely a year later. By 2026, UBS expects to reap cost savings of \$10 billion dollars annually on a 15 percent return on equity. [...]

[...] Bank consultants and risk professionals believe that a full and complete integration is both risky and extremely expensive. [...]

[...] But UBS and CEO Ermotti have chosen to focus on the needs of shareholders, something that comes much easier after the voluntary termination of the government's federal loan guarantees. [...]

*FINEWS—Sept. 5, 2023—<https://www.finews.com/news/english-news/59129-english-ubs-shareholder-value-sergio-ermotti-aktienkurs-2>*

## DE NOUVEAUX DÉRIVÉS CONTROVERSÉS ARRIVENT EN EUROPE

[...] Les options «zéro jour» pourront être négociées sur l'indice Euro Stoxx 50. Très populaires aux Etats-Unis, elles font débat car elles pourraient influencer l'orientation de la bourse. [...]

[...] Nom de code: ODTE, pour zero day trading option. Soit des options, en l'occurrence sur l'indice Euro Stoxx 50 des plus importantes actions européennes, qui ont ceci de particulier qu'elles expirent le jour même où elles ont été émises, à 17h30. A quoi bon un outil aussi éphémère? Pour son fournisseur, Eurex, il répond à une demande qui a «fortement augmenté... [...]

*LE TEMPS—Sep. 4, 2023—<https://www.letemps.ch/economie/finance/de-nouveaux-derives-controverses-arrivent-en-europe>*

## CREDIT SUISSE HUNTERS HAVE SMELLED BLOOD

[...] UBS increased its provisions for Credit Suisse's legal disputes significantly, sending a strong signal to those who still have a score to settle with the acquired bank. More than 4 billion dollars in provisions are now officially on UBS's books. Although payouts to plaintiffs might not materialize, the increase indicates what UBS expects its subsidiary to be hit by. [...]

[...] UBS will take over the \$388 million fine handed to Credit Suisse by American and British authorities last July in connection to the Archegos Capital. Mid-August, UBS settled a dispute over loan securities that had become toxic (RMBS) with the US Department of Justice (DoJ). [...]

[...] Taking over Credit Suisse has also brought new legal risks for UBS, starting with the price paid. Three shareholder lawsuits were filed with the Zurich Commercial Court last August in connection to this. Furthermore, investors who lost billions on Credit Suisse's mandatory convertible bonds (AT-1 bonds), which were written down to zero, filed a complaint with the Federal Administrative Court as early as May. [...]

*FINEWS—Sept. 4, 2023—<https://www.finews.com/news/english-news/59116-ubs-credit-suisse-litigation-provisions>*

## 'DEAL OF THE CENTURY': HOW UBS'S RESCUE OF CREDIT SUISSE PROVED A BOON

[...] Record \$29bn quarterly profit linked to the takeover triggers fierce political debate in Switzerland. [...]

[...] The \$29bn accounting gain on the Credit Suisse takeover — known as negative goodwill, or badwill — largely reflects the fact that the price paid for Credit Suisse — \$3.4bn — amounted to only 6 per cent of its tangible book value. UBS also announced that the integration of Credit Suisse's domestic retail unit would result in 3,000 redundancies in Switzerland in the coming years. [...]

*Financial Times—Aug. 31, 2023—<https://www.ft.com/content/ca733a5c-0580-4886-b983-1caf9976a579>*

## THE NEW BANK BAILOUT

[...] Taxpayers are bailing out Federal Reserve member banks—institutions that own the stock of the Fed's 12 district banks—and hardly anyone has noticed. [...]

[...] For more than 100 years, our central-banking system has made a profit and reliably remitted funds to the U.S. Treasury. Those days are gone. [...]

[...] Sharp rate hikes have made the interest the Fed pays on its deposits and borrowing much higher than the yield it receives on its trillions in long-term investments. Since September 2022, its expenses have greatly exceeded its interest earnings. It has accumulated nearly \$93 billion in cash operating losses and made no such remittances. . [...]

[...] The Fed is able to assess member banks for these losses, but it has instead borrowed to fund them, shifting the bill to taxpayers by raising the consolidated federal debt. That tab is growing larger by the week. Under generally accepted accounting principles, the Fed has \$86 billion in negative retained earnings, bringing its total capital to around negative \$50 billion. [...]

The Wall Street Journal—Aug. 31, 2023—[https://www.wsj.com/articles/the-new-bank-bailout-fed-member-district-banks-taxpayers-losses-b1b4735e?mod=opinion\\_lead\\_pos5](https://www.wsj.com/articles/the-new-bank-bailout-fed-member-district-banks-taxpayers-losses-b1b4735e?mod=opinion_lead_pos5)

## IF ALL YOU WANT IS MONEY, THESE FINANCIAL ADVISERS MIGHT SAY 'NO THANKS'

[...] People seek out financial advisers to help them preserve and grow their wealth. Some advisers don't want that to be their only job. Advisers get pickier about clients or leave jobs they feel conflicted about [...]

[...] Elliot Dole's clients have net worths ranging from \$3 million to \$100 million. Dole, an adviser at Buckingham Strategic Wealth, an investment-advisory firm, has in the past few years started to turn away potential clients if they show no interest in donating some of their money. That philanthropic component has become an important part of his job satisfaction. [...]

The Wall Street Journal—Aug. 5, 2023—[https://www.wsj.com/articles/financial-advisors-money-job-satisfaction-happiness-20c40e17?mod=hp\\_lead\\_pos11](https://www.wsj.com/articles/financial-advisors-money-job-satisfaction-happiness-20c40e17?mod=hp_lead_pos11)

## THE FED IS HEADING FOR A \$100 BILLION LOSS. IT IS MAKING PLENTY OF INVESTOR WINNERS ALONG THE WAY.

[...] Now that the Federal Reserve's 18 months of rate increases may finally be nearing an end, this is a good time to take a look at some of the biggest winners created by the Fed's interest-raising moves. [...]

[...] The winners, of course, are people who own money-market mutual funds, whose current income is running more than 30,000%—or 300 times—above what it was in February 2022, the month before the Fed began raising short-term interest rates to combat inflation. "Five percent is the magic number," Crane says. "It holds psychological import, and money starts pouring into money funds at 5%. That's what happened in the late '90s and early 2000s, and that's what's happening now." [...]

[...] The losers are the Federal Reserve's 12 regional banks, which used to make a lot of money, are now running big collective deficits. That's because they're paying more than 5% on trillions of dollars that they've borrowed from money-market funds and other financial institutions, while their own portfolios remain loaded with low-yielding mortgage and Treasury securities that they bought during the days of near-zero interest. [...]

BARRON'S—Sept. 4, 2023—[https://www.barrons.com/articles/fed-money-market-funds-6e81cfe0?mod=past\\_editions](https://www.barrons.com/articles/fed-money-market-funds-6e81cfe0?mod=past_editions)

## WATER WORRIES HIT THE CHIP SECTOR

[...] The extreme heat across the world this summer has raised the temperature at semiconductor companies that need huge amounts of fresh water to fulfil increasing manufacturing demands for chips. [...]

[...] For the shareholders of semiconductor companies, drought risks have not been fully appreciated, Morgan Stanley warned (Aug. 27 report). "Investors should assess the long-term impacts of water supply amid climate change, especially when the production is concentrated in water-stressed areas" such as Taiwan. [...]

Financial Times—Sept. 4, 2023—<https://www.ft.com/content/6c050c72-cd3d-4159-a209-84a427edaf4a>

## ZERO-KNOWLEDGE GUARDIAN OF PRIVACY

*Yves Longchamp—Head of Research—SEBA Bank AG—Membre Partenaire du GSCGI*

### Introduction

In a world where information is both a valuable asset and a vulnerable liability, where digital connections weave intricate webs of transactions, interactions, and communications, a groundbreaking concept has emerged — a concept that promises to turn the tables on invasive surveillance, data breaches, privacy concerns and a profound impact that resonates strongly with cryptocurrencies. Welcome to the enigmatic realm of Zero-Knowledge Proofs (ZKPs), where cryptographic magic unveils itself and information becomes an impenetrable fortress.

Imagine a world where you can validate claims, authenticate identities, and conduct transactions, all while keeping your secrets hidden from prying eyes. ZKPs offer an unprecedented solution, allowing you to unlock the power of verification without revealing more than necessary. It's like playing an exhilarating game of wits, where you prove your knowledge without divulging the underlying secrets.

In a domain characterized by decentralized ledgers, digital transactions, and the very essence of trust in

a virtual realm, ZKPs offer a potent remedy. They redefine how privacy can coexist harmoniously with transparency, paving the way for a new standard in secure transactions. This cryptographic marvel is the linchpin in the wheelwork of the blockchain revolution — a testament to the transformative power of innovation and the ingenuity of the human mind.

Together, we will embark on a thrilling journey through the intricate mechanisms of ZKPs. We will unravel the mystique behind their impeccable security and privacy preservation. From protecting personal information to revolutionizing digital trust in the banking sector, ZKPs have emerged as the mighty guardians of privacy, reshaping the very fabric of our interconnected world.

Join us as we delve into the mesmerizing world of ZKPs, where information becomes power and privacy becomes invincible.



## ZERO-KNOWLEDGE GUARDIAN OF PRIVACY

*Yves Longchamp—Head of Research—SEBA Bank AG—Membre Partenaire du GSCGI*

### Zero-Knowledge Proof in simple words

Today, we are going on an exciting journey to discover “Zero-Knowledge Proofs”. Don't worry if it sounds complicated; we will ensure it's as fun and easy to understand as a puzzle game! Are you ready? Let's dive in!

### Zero-Knowledge Proof Game?

Imagine you and your friend find a mysterious treasure chest that can only be opened with a secret password. You both want to know if you have the right password without revealing it to each other. That's when Zero-Knowledge Proofs come to the rescue!

**The Magical Puzzle**—You and your friend will pretend to be two detectives to play this game. You'll have a special puzzle with hidden clues. The goal is to prove that you know the secret password without telling it to your friend. It's like showing them a magic trick, but they can't figure out how you did it!

**The Detective's Game**—Let's pretend you are the detective and your friend is the treasure chest guardian. You'll start by taking turns. On your turn, you'll show your friend a piece of the puzzle without revealing the whole picture. Your friend can sift through it, but they won't be able to guess the password based on that one piece.

**The Magic Continues**—You and your friend will keep taking turns showing different puzzle pieces each time. But here's the clever part: always ensure that each puzzle piece you show can only be understood if you know the secret password. It's like you're giving your friend a new piece of the puzzle every time, but they still can't figure out the whole picture!

**The Exciting Revelation**—After several turns, something amazing will happen. Your friend, the treasure chest guardian, will suddenly realize that you must know the secret password. How? Because you've shown them so many puzzle pieces that fit perfectly together, and it's impossible for you to do that unless you truly know the secret! It's like they can see the whole picture now, even though you never told them the password.

**The Trustworthy Proof**—At the end of this fun game, your friend will have absolute confidence that you know the secret password, even though they have no idea what it actually is. This is how Zero-Knowledge Proofs work! You've proven your knowledge of the password without revealing it, and your friend trusts you completely.

Congratulations, detective! You've learned about ZKPs and mastered the art of proving something without giving away the secret. Like in our puzzle game, ZKPs allow us to verify information without revealing all the details. Remember, secrets can be fun, but sometimes it's important to prove what we know without sharing everything. Great job!

I believe we are now well equipped to give a try to understand Zero-Knowledge Proofs in a formal setting – The Internet way.

### What are Zero-Knowledge Proofs, and how does it work?

Zero-Knowledge Proofs (ZKPs) are cryptographic protocols that allow one party, known as the prover, to prove to another party, called the verifier, that a specific statement is true without revealing any additional information about the statement. The concept was introduced in the 1980s by Shafi Goldwasser, Silvio Micali, and Charles Rackoff in the paper [The Knowledge Complexity of Interactive Proof Systems](#).

## ZERO-KNOWLEDGE GUARDIAN OF PRIVACY

*Yves Longchamp—Head of Research—SEBA Bank AG—Membre Partenaire du GSCGI*

The primary goal of a Zero-Knowledge Proof is to convince the verifier of the validity of a statement while disclosing no information other than the statement's truthfulness. This property makes ZKPs useful in various applications where privacy, security, and authentication are essential.

To understand how ZKPs work, let's break down the process into its fundamental components:

**Statement**—A ZKPs starts with a statement the prover wants to prove to the verifier. The statement can be any claim or assertion the prover wants to demonstrate as true. For example, it could be “*I possess a secret key*” or “*I know a solution to a mathematical problem*”.

**Proof Generation**—During the protocol, the prover constructs a proof based on their knowledge of the statement's truth. This proof is designed in such a way that it convinces the verifier without revealing any confidential information.

**Verification**—The verifier examines the proof provided by the prover to determine its validity. The verifier's goal is to ensure that the proof is convincing enough to demonstrate the truthfulness of the statement.

**Soundness**—A crucial aspect of ZKPs is soundness. It guarantees that an honest verifier will only be convinced if the statement is true. The prover cannot convince the verifier to believe a false statement to be valid.

**Zero-Knowledge Property**—The most significant aspect of ZKPs is their Zero-Knowledge Property. It means that the proof does not reveal any additional information about the secret knowledge the prover possesses apart from the statement's truth. The verifier gains confidence in the statement without learning anything else.

### Preserving privacy and strengthening security: Why do we need Zero-Knowledge Proofs?

In today's interconnected world, where privacy breaches and security threats loom, finding innovative solutions that protect sensitive information while establishing trust has become paramount. One such groundbreaking solution is the concept of ZKPs. ZKPs offers a way to prove a statement's truth without divulging additional information. This section will explore why ZKPs are crucial in various domains and how they reshape privacy, security, and trust in our digital landscape.

**Protecting Privacy**—Privacy has become a precious commodity in the digital age. Individuals are increasingly concerned about safeguarding sensitive information, from online transactions to personal communications. ZKPs provide a powerful tool for preserving privacy. They enable individuals to prove the validity of a claim or statement without disclosing unnecessary details, ensuring that only essential information is shared. This is particularly vital in domains like financial transactions, where privacy is a cornerstone, and in authentication protocols, where personal information needs to be protected.

**Enhancing Security**—Security breaches and unauthorized access to sensitive data pose significant threats today. ZKPs play a pivotal role in strengthening security measures. By allowing individuals to prove their knowledge or authorization without explicitly revealing confidential information, ZKPs mitigate the risk of data breaches and fraudulent activities. Applications such as cryptographic systems and secure computations benefit greatly from ZKPs, as they enable secure operations on encrypted data, protecting against malicious attacks and ensuring data integrity.

## ZERO-KNOWLEDGE GUARDIAN OF PRIVACY

*Yves Longchamp—Head of Research—SEBA Bank AG—Membre Partenaire du GSCGI*

**Building Trust and Verification**—Trust is the foundation of many interactions, whether in business transactions, audits, or voting systems. ZKPs offer a way to establish trust without complete disclosure. They allow one party to prove the truthfulness of a claim to another party without revealing any additional information beyond the claim's validity. This enhances transparency while maintaining confidentiality, ensuring that parties can verify each other's assertions without compromising sensitive data. ZKPs provide a robust mechanism for identity verification, access control, and secure computations, bolstering trust in various applications.

**Empowering Blockchain and Cryptocurrencies**—The rise of blockchain technology and cryptocurrencies has brought forth new challenges in terms of privacy and security. ZKPs have emerged as a powerful tool to address these challenges. They enable privacy-preserving transactions on the blockchain, concealing transaction details such as the sender, recipient, and amount while ensuring the transaction's validity. This breakthrough has significant implications for financial privacy, business confidentiality, and the widespread adoption of digital currencies, where maintaining transaction privacy is crucial.

### Conclusion

In an era dominated by data-driven technologies and growing privacy concerns, ZKPs have emerged as a game-changing concept. They offer a robust solution to protect privacy, enhance security, and establish trust without unnecessary disclosure of sensitive information. From financial transactions to identity verification and secure computations, ZKPs empower individuals and organizations to navigate the digital landscape confidently. As we progress, the continued development and implementation of ZKPs will be crucial in preserving privacy, strengthening security, and fostering trust in our increasingly interconnected world.

In part 2 of the Zero-Knowledge series, we will try to deep dive into ZKPs and give you a holistic understanding of how different types of ZKPs, such as a SNARK or a STARK, work, which one is better, use cases and how ZKPs can help in saving us from the haunting of quantum computers.

LIEN URL: <https://www.seba.swiss/insights/zero-knowledge-guardian-of-privacy/>



August 2023

# Zero-Knowledge Guardian of Privacy



## GOLD—Soon A CLASSIC BUY SIGNAL

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

Gold's daily chart displays a rebound from 1913 into the Upper Cloud (1974) along a rising overbought STO and a crossing up positive MACD, suggesting strong short-term momentum. This momentum is likely to soon break the descending trendline (1977) and the Cloud allowing a rise toward the Fibo target of 2018 and then to 2071. Looking at the rise from 1810 in March to 2085 in May, followed by a consolidation in a Bull flag until the low at \$1913 in August, a longer-term target of \$275 can be added to a breakout point at \$1975, suggesting \$2250.

Considering Gold is also entering the most Bullish seasonal period in September, the technical setup should produce some fireworks!

As a side effect, this also calls for the inverse correlation with the US\$ Index (green dotted line on the upper panel) and monitoring the US\$ Index, which could start declining from the top of its actual trading range of 100-104. A stronger Gold could put some pressure on the US\$ Index..

**Chart: Gold Continuous contract CME in daily candlesticks with 40-day MA and 20-day MA surrounded by 2 Bollinger Bands, and the Ichimoku Cloud which is in neutral mode. The declining Bollinger Bands have been narrowing as Gold rebounded above its 40-day MA (1956).**

**Upper panel: the ratio of Copper versus Gold (orange solid line) remains flat and the US\$ Index (dotted green line) which is pausing below 104.**

**Lower panel: momentum indicators Slow Stochastic in an overbought area and the MACD crossing up in a positive area**

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



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



**CONFÉRENCE—LAUSANNE—INVESTIR PARTNERS SA—MEMBRE DU GSCGI**

Journée Romande des Fonds Immobiliers — Jeudi 28 Septembre 2023 — 09h30/15h30

<p>Mvestir Partners SA vous invite à sa deuxième édition de</p>		<p>Die Mvestir Partners SA lädt Sie zu Zweiten Ausgabe von</p>	
<p><b>LA JOURNÉE ROMANDE DES FONDS IMMOBILIERS</b></p>		<p><b>LA JOURNÉE ROMANDE DES FONDS IMMOBILIERS</b></p>	
<p><b>Conférence sur l'évolution du Quartier du Flon à Lausanne</b></p>		<p><b>Konferenz über die Entwicklung des Quartier du Flon in Lausanne</b></p>	
<p>Informations : 28.09.2023 Cinéma Pathé Flon Accueil dès 9h30 Fin prévue 15h30</p>		<p>Informationen : 28.09.2023 Pathé Flon Kino Begrüßung ab 9.30 Uhr Ende ca. um 15.30 Uhr</p>	
<p>Inscription avant le 01.09.2023</p>		<p>Anmeldung vor dem 01.09.2023</p>	
<p><b>Programme de la journée</b></p>		<p><b>Programm der Veranstaltung</b></p>	
<p>Les présentations seront faites dans les deux langues</p>		<p>Die Präsentationen werden in beiden Sprachen gehalten.</p>	
<p>09h30 : 09h55-10h : 10h00-10h15 : 10h15-10h45 : 10h45-11h15 : 11h15-11h45 : 11h45 : 12h15 : 13h45 : 15h30 :</p>	<p>Accueil et café de bienvenue Introduction de la JRFI 2023 par Anita Horner, Présidente d'Immoday Les nouvelles du marché par Ludovic Weiss de Realstone SA Conférence sur l'évolution du Quartier du Flon à Lausanne Présentation de Comunus SICAV Présentation de Swiss Prime Site Solutions Q&amp;A Cocktail dînatoire Départ pour la visite du Quartier du Flon Fin de la manifestation</p>	<p>09h30 : 09h55-10h : 10h00-10h15 : 10h15-10h45 : 10h45-11h15 : 11h15-11h45 : 11h45 : 12h15 : 13h45 : 15h30 :</p>	<p>Türöffnung – Kaffee und Gipfeli Einführung in die JRFI 2023 bei Anita Horner, Präsidentin von Immoday Marketnews bei Ludovic Weiss von Realstone SA Konferenz über die Entwicklung des Quartier du Flon in Lausanne Präsentation von Comunus SICAV Präsentation von Swiss Prime Site Solutions Q&amp;A Stehlunch Besichtigung des "Quartier du Flon" Ende der Veranstaltung</p>
<p> </p>			

[Inscription avant le 01.09.2023](#)

Le GSCGI est partenaire de cette conférence.

**CONFÉRENCE PERFORMER—LUSENTI PARTNERS—MEMBRE DU GSCGI**  
Jeudi 12 Octobre 2023 — 09h/18h — Hôtel Mandarin Oriental — Genève

THÉMATIQUE

**Les marchés d'investissements privés**  
*Private markets investments*

Durant les deux dernières décennies, l'environnement économique, financier et bancaire s'est caractérisé par une réglementation financière relativement légère, de longs horizons d'investissements et des taux d'intérêt bas, voire négatifs – une époque de crises économiques et financières, qui ont durement affecté les activités et la profitabilité des banques. Durant cette période, l'implication des fonds du marché privé dans le financement des investissements et la restructuration des entreprises s'est sensiblement accru. Le financement externe en particulier des entreprises est de plus en plus réalisé par le biais d'intermédiaires (« gestionnaires d'actifs alternatifs ») qui ne relèvent pas des circuits traditionnels – autrement dit qui ne sont pas des banques ou des fonds cotés de placements en actions et en obligations de sociétés.

Les marchés privés ont trois caractéristiques qui les distinguent des marchés publics. Premièrement, la transformation de la liquidité est limitée, car les investisseurs institutionnels engagent des capitaux pendant de longues périodes. Deuxièmement, ces investisseurs ont tendance à être de grandes entités sophistiquées, telles que des fonds de pension ou des compagnies d'assurances, qui mettent l'accent sur les rendements à long terme. Troisièmement, la réglementation des véhicules d'investissement sur le marché privé est relativement légère.

Les marchés privés englobent un ensemble varié de types de transactions. Certaines se concentrent sur l'apport de fonds propres en prenant une participation minoritaire dans de petites entreprises en démarrage, à fort potentiel de croissance (*capital-risk*, *venture capital*), ou dans des entreprises un peu plus matures avec de bonnes perspectives ou en cours de restructuration (*capital de croissance*, *growth capital*). À leur tour, les fonds dits de capital-investissement (*private equity*) se spécialisent dans les fusions et acquisitions (*mergers & acquisitions*), visant principalement à acquérir des participations majoritaires dans des entreprises plus établies. En revanche, les actifs des fonds de crédit privé (*private credit*) consistent généralement en des prêts à de petites entreprises présentant un risque de crédit élevé. Enfin, il existe des fonds qui se concentrent sur les « actifs réels », investissant dans les infrastructures, l'immobilier, les matières premières et d'autres matériaux et ressources.

Plus récemment, en raison des pressions insistantes en particulier des caisses de pensions, les gérants spécialisés dans les placements privés ont également commencé à intégrer dans leurs placements la dimension de la gestion « durable » (critères ESG pour « environnement, société et gouvernance ») ainsi que celle de l'*impact investing*.

Lors de notre conférence « Performer », nous aborderons quelques-unes des dimensions et des solutions d'investissements les plus actuelles et les plus innovantes proposées aux institutions de prévoyance dans le marché suisse.

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

**Jeudi/Thursday 12.10.2023**  
Genève/Geneva, Hotel Mandarin Oriental

**Placements  
dans les marchés privés**  
**Private Markets Investments**

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

**PERFORMER**  
INVESTMENT CONFERENCES

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

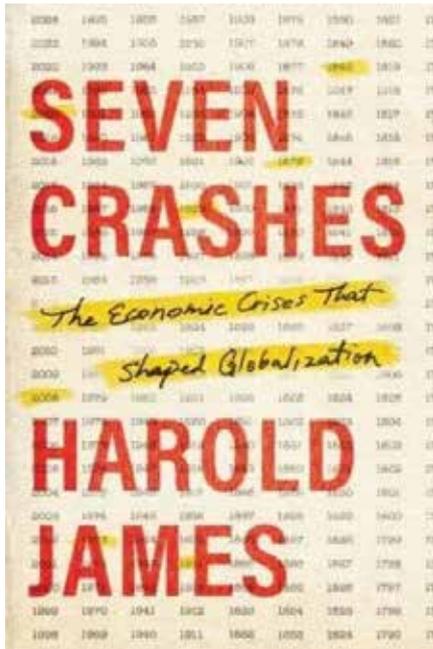
Informations et inscription / Information and registration:  
[www.performer-events.com](http://www.performer-events.com)

Participation  
**GRATUITE**  
pour les Membres du GSCGI

Le GSCGI est partenaire de cette conférence.

## SEVEN CRASHES: The Economic Crises That Shaped Globalization

by Harold James



### DESCRIPTION

A leading economic historian presents a new history of financial crises, showing how some led to greater globalization while others kept nations apart. The eminent economic historian Harold James presents a new perspective on financial crises, dividing them into “good” crises, which ultimately expand markets and globalization, and “bad” crises, which result in a smaller, less prosperous world. Examining seven turning points in financial history—from the depression of the 1840s through the Great Depression of the 1930s to the Covid-19 crisis—James shows how crashes prompted by a lack of supply, like the oil shortages of the 1970s, lead to greater globalization as markets expand and producers innovate to increase supply. By contrast, crises triggered by a lack of demand—such as the Global Financial Crisis of 2007–2008—result in less globalization as markets contract, austerity measures are imposed, and skepticism of government grows. By considering not only the times but also the observers who shaped our understanding of each crisis—from Karl Marx to John Maynard Keynes to Larry Summers—James shows how the uneven course of globalization has led to new economic thinking, and how understanding this history can help us better prepare for the future.

<https://yalebooks.yale.edu/book/9780300263398/seven-crashes/>

### A HISTORY LESSON

You may have heard history described something like this: the stories of wars and their outcomes. And when it comes to economic history, you may have heard much of the same. Of course, you don't have to know much about history to know how these two do often overlap. But they're not always so intertwined. Economic historian Harold James, who holds an endowed chair at Princeton University where he has taught since 1986, describes an economic crisis as a “turning point” or “a moment of decision.” One way to understand the world economy is to look at how these seismic events have led to each other. In his new book, *Seven Crashes: The Economic Crises that Shape Globalization*, James traces seven economic crashes and how they contributed to the globalized economic world. In May, he talked through each of them with Common Good.

#### 1845 to 1852—*The Great Famine*

Also called the Irish Potato Famine, the Great Famine occurred when Ireland's potato crop caught a disease and failed in successive years.

#### 1873 to 1879—*The Financial Crisis of 1873*

Also called the Panic of 1873, this crash triggered an economic depression in Europe and North America. (This is the event from which we get the term *krach*, anglicized as “crash.”)

#### 1914 to 1918—*The Great War*

The Great War, the First World War, was fought across the world between two massive coalitions: the Allies and the Central Powers.

#### 1929 to 1939—*The Great Depression*

The Great Depression was an economic shock, a period of economic depression that followed a major fall in stock prices in the United States.

#### 1965 to 1982—*The Great Inflation*

The Great Inflation was an extended period of economic inflation, the defining macroeconomic period of the second half of the 20th century.

#### 2007 to 2009—*The Great Recession*

The Great Recession was a global economic downturn that devastated world financial markets as well as the banking and real estate industries.

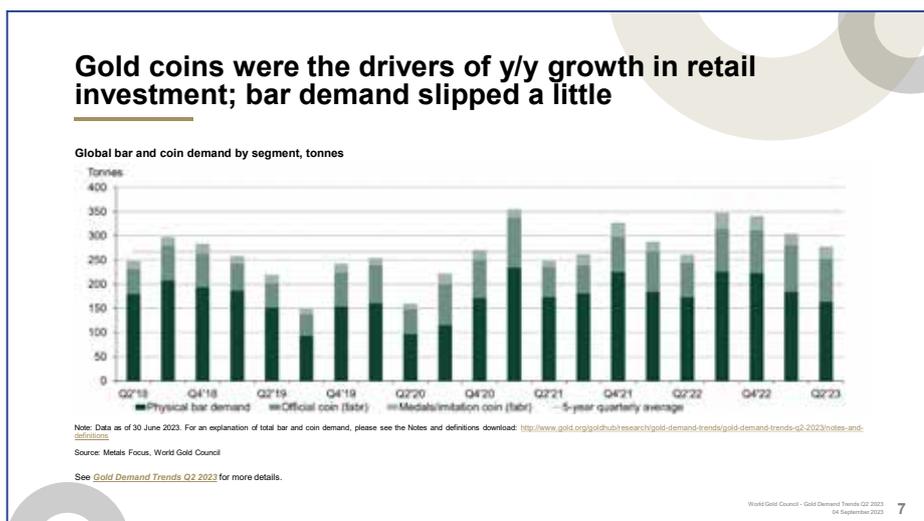
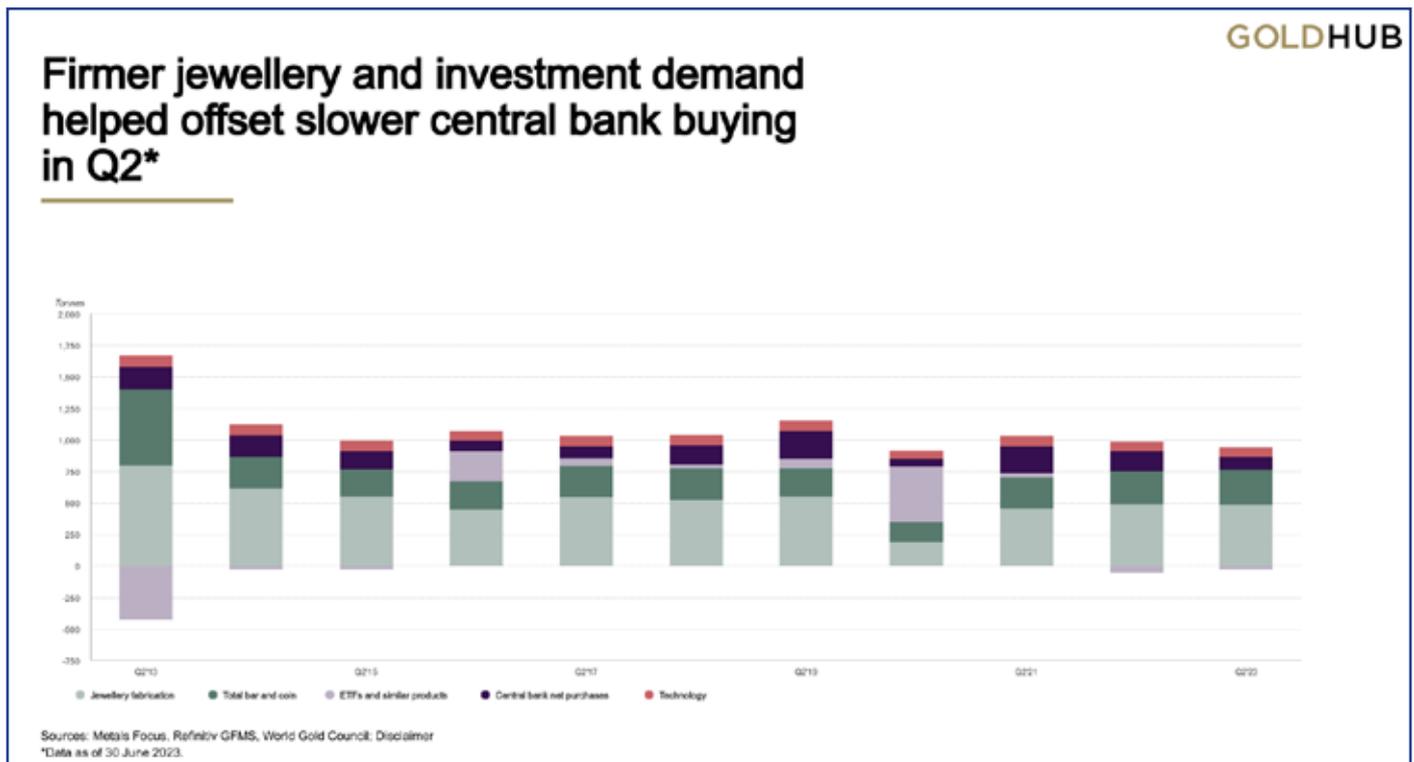
#### 2020 to 2022—*The Great Lockdown*

The Great Lockdown is an ongoing global economic recession caused by the shuttering of economic activity in response to the COVID-19 pandemic.

<https://commongoodmag.com/the-7-economic-crashes-that-reshaped-the-world/>

## GOLD: Central bank buying slowed in Q2 but remained resolutely positive

Cosima F. BARONE—FINARC SA—[www.finarc.ch](http://www.finarc.ch)



The World Gold Council data for Gold Demand Trends in Q2/2023 is out. Main takeouts are:

- ▶ Central bank buying slowed in Q2 but remained resolutely positive. This, combined with healthy investment and resilient jewellery demand, created a supportive environment for gold prices.
- ▶ Bar and coin investment increased by 6% y/y to 277t in Q2, with Turkey a major driver of growth. And while ETFs saw net outflows of 21t (concentrated in June) these were notably smaller than the 47t outflow in Q2'22.

Graphs are courtesy of [www.gold.org](http://www.gold.org)

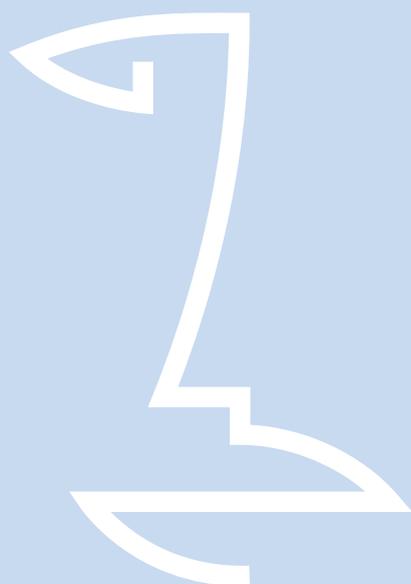
WORLD GOLD COUNCIL: Gold Demand Trends Q2 2023

<https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q2-2023#from-login=1>

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

## MISE EN ŒUVRE DES PLACEMENTS: MARGES TACTIQUES, LIQUIDITÉS, BENCHMARKS

**Lusenti  
Partners**



Optimisation, suivi et contrôle  
des placements institutionnels  
et professionnels

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

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