



# AU BOUT DU TUNNEL, LE PRINTEMPS

**GADD**  
WEALTH MANAGEMENT



Gestion patrimoniale indépendante  
depuis 1989

[www.gaddwm.com](http://www.gaddwm.com)

[www.gaddwm.com](http://www.gaddwm.com)  
Membre du GSCGI

## SOMMAIRE

3	EDITORIAL	COVID-19 et l'importance du gestionnaire de fortune indépendant <i>Le Conseil du GSCGI</i>
4-6	SPONSOR D'AVRIL 2020	AU BOUT DU TUNNEL, LE PRINTEMPS ... <i>Michel Girardin, Conseiller Economique, GADD Wealth Management, Membre du GSCGI</i>
7-9	LES MEMBRES DU GSCGI	FECIF informs... <i>Press Release-March 2020; NewsFlash 14 &amp; 4/2020, (EIOPA, ESMA)</i> CIFA informs... <i>XVIII<sup>th</sup> Intl Forum and CIFA-FFD Side Event postponed to 2021</i>
10-16	JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE	(1) Crédits COVID-19: Pas d'obligation de diligence des banques? (CDBF); (2) Dommage, allégation et contestation (CDBF); (3) Le "naming and shaming" ne constitue pas une sanction pénale (CDBF); (4) La FINMA publie un guide pour les autorisations de gestionnaire de fortune et de trustee (FINMA).
17	ASSURANCE PROFESSIONNELLE	Assurance Cadre Responsabilité Civile ... <i>pour les Membres du GSCGI</i>
18-21	IN GLOBO	<i>various by CFB</i>
22-25	ANALYSES & PLACEMENTS	(1) How the Federal Reserve Can Ease the Coronavirus Panic ... <i>Prof. Steve H. Hanke &amp; John Greenwood</i> ; (2) Eurobonds: A Further Threat to the Long-Run Viability of the European Union ... <i>Dan Mitchell, Center for Freedom and Prosperity</i>
26-27	LE COIN TECHNIQUE	(1) Risk assets sell-off—Is the worse behind us? ... <i>J.F. Owczarczak, MJT</i> ; (2) The US 30-year yield has made a historic secular low ... <i>B. Estier, BEST; both Members of GSCGI</i>
24-25	GLOBAL EVENTS & AGENDA OF GSCGI'S MONTHLY CONFERENCES	COVID-19 RUBRIQUES CONFÉRENCES ET RÉUNIONS MENSUELLES TEMPORAIREMENT INTERROMPUES
26-27	LA RÉUNION MENSUELLE DU GSCGI	
28	BOOK REVIEW	Extreme Economies: Survival, Failure, Future – Lessons from the World's Limits <i>by Richard Davies</i>
29	CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE LA PAROLE EST À VOUS	Is the S&P500 done with its selloff? <i>Cosima F. Barone, FINARC SA, Membre du Conseil du GSCGI</i>
30	SPONSOR D'AVRIL 2020	GADD Wealth Management SA — <a href="http://www.gaddwm.com">www.gaddwm.com</a> — Membre du GSCGI

## Editeur: G S C G I

Secrétariat Général:  
**NEW:**

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

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

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

Advisory Committee Director,  
Maquette & Réalisation:  
*Cosima F. Barone*  
[www.finarc.ch](http://www.finarc.ch)  
[c.barone@finarc.ch](mailto:c.barone@finarc.ch)

## ÉDITORIAL

### COVID-19 et l'importance du gestionnaire de fortune indépendant

*...article du Conseil du GSCGI*

Le premier trimestre de 2020 s'annonce comme le pire depuis la crise de 2008, alors que les efforts pour enrayer la pandémie de coronavirus ont entraîné l'arrêt de plus d'un tiers de l'économie mondiale. Les investisseurs font le point après six semaines tumultueuses qui ont vu une déroute mondiale des actions, des obligations, des matières premières et de nombreuses devises, laissant certains marchés émergents à un niveau de risque accru de 'default' sur leur dette souveraine. L'érosion de la valeur sur les marchés financiers ces dernières semaines a été exacerbée par des facteurs tels que l'utilisation accrue de modèles de négociation informatisés par les fonds spéculatifs, le fait que les investisseurs ont dû liquider d'urgence les paris risqués effectués avec des fonds empruntés et la pression des grands gestionnaires d'actifs qui veulent se défaire des actifs les plus sûrs et détenir davantage de liquidités.

Les banques centrales, afin de calmer les marchés, ont été contraintes d'intervenir d'urgence pour stimuler le financement sur les marchés du crédit et assurer un approvisionnement adéquat en dollars américains. Les gouvernements, au plan mondial, s'affairent à venir en aide de leurs citoyens, entreprises et économies, avec des stratégies extraordinaires ... car, le monde entier est 'en guerre' contre un ennemi invisible, mais destructeur: le COVID-19, ce virus qui se promène librement d'un pays à l'autre, d'un continent à l'autre et d'une personne à d'autres, dans un élan de contagion sans précédent.

Ce virus secoue sévèrement aussi l'Europe, dont la structure unique basée sur un marché unifié et la libre circulation (de personnes, biens et services), comprenant 27 États souverains (une force pendant des années), la rend maintenant plus vulnérable. Il a fallu un demi-siècle à l'Europe pour intégrer ses économies. Le nouveau coronavirus n'a mis que quelques semaines à la faire reculer, car ses États-membres ont fermé leurs frontières ... temporairement. Un certain sens de nationalisme économique est désormais palpable sur le continent.

Cela va sans dire que l'aspect le plus pernicieux du COVID-19 consiste en des mesures, qu'il est nécessaire d'adopter pour sauver des vies (confinement social strict), causant inexorablement un dommage économique maximum qui se traduit, sur les marchés financiers, dans leur course effrénée à accumuler des liquidités et à l'effondrement des valeurs boursières, des matières premières et des monnaies. La pandémie 'COVID-19' est déjà en train de redéfinir toute sorte de normes. Par exemple, les systèmes de surveillance sont devenus fort invasifs au niveau global et

mettent en danger les droits privés les plus fondamentaux. On nous déclare que les mesures seraient "strictement temporaires et proportionnées à la menace à laquelle nous sommes confrontés". Mais certaines de ces dispositions, bien similaires à celles historiquement appelées "pouvoirs d'Henry VIII" d'après le célèbre monarque du XVI<sup>e</sup> siècle, sont en train de donner aux gouvernements un pouvoir incontrôlé et inimaginable en temps de paix. En effet, en temps de 'guerre COVID-19', même les démocraties les plus robustes tendent à utiliser la pandémie pour étendre leur pouvoir.

Espérons que nos gouvernements prendront des mesures réellement "strictement temporaires et proportionnées à la menace à laquelle nous sommes confrontés". Et, afin de relancer rapidement et efficacement l'économie une fois que la menace destructrice du coronavirus aura été vaincue, il serait judicieux d'activer le levier d'une baisse importante de la charge fiscale (privés et entreprises) et d'éliminer toute bureaucratie inutile.

Dans notre monde de gestionnaires de fortune indépendants (GFI), comment oublier la dose massive de régulation que chaque crise apporte? En Suisse, on commence seulement à mettre en application des nouvelles lois générées par la crise financière globale de 2008 que déjà notre secteur est touché de plein fouet par les effets du COVID-19. Or, notre secteur est indispensable à la place financière, grâce au conseil expert et professionnel que chaque gestionnaire apporte à ses clients. Les conseillers et les intermédiaires financiers peuvent jouer, et joueront, un rôle très important dans l'atténuation de certaines des catastrophes financières personnelles qui pourraient autrement se produire. Le GFI met toujours au cœur de son activité professionnelle les intérêts de ses clients. Aider et guider les clients et leurs familles pendant cette période sera très important pour maintenir la société dans une sorte d'ordre de fonctionnement, financièrement parlant.

Le GSCGI, conscient du rôle important de ses Membres GFI, continue de les représenter activement auprès des autorités législatives et de surveillance de Berne, en les exhortant à instaurer un frein sur la mise en place des nouvelles réglementations et exigences qui affectent la communauté des GFI et le secteur des services financiers dans son ensemble. Notre secteur doit également disposer de temps pour absorber, dans cet environnement intoxiqué par le COVID-19, les réglementations et législations importantes qui ont été imposées au cours de ces dernières années. Nos autorités feront-elles preuve de flexibilité?

## AU BOUT DU TUNNEL, LE PRINTEMPS

# GADD

## WEALTH MANAGEMENT



*«La nuit tous les cygnes sont noirs»: c'est le titre de notre «Vision des marchés» de fin janvier, où nous exprimions notre crainte que le cygne noir du Coronavirus n'infecte la croissance mondiale et provoque une grave récession. Dans un contexte où les évaluations des marchés financiers étaient déjà riches avant l'apparition du virus, la prudence en matière d'investissements était de mise. Aujourd'hui, l'humeur de biens des observateurs du virus reste sombre et, sur les marchés, l'indice de la «peur» – la volatilité de l'indice S&P500 – est souvent le seul qui s'affiche en forte hausse. A l'heure de la panique qui saisit les marchés à la gorge, le moment est bien choisi pour rappeler que, dans un tunnel, c'est le noir qui domine, mais que la sortie du tunnel est certainement plus proche que la distance dictée par nos peurs.*

Le coronavirus est un cygne noir: un événement aussi fortement improbable (*Du moins dans l'hémisphère nord. En Australie et en Nouvelle-Zélande, la couleur prédominante des cygnes est ... le noir*) que dommageable. Face à ce choc exogène imprévisible, les marchés financiers ont d'abord fait preuve d'une grande complaisance et ont continué de caracoler au plus haut. Jusqu'au 24 février, date à laquelle ils ont sombré dans la panique. L'expérience nous a démontré, qu'une fois de plus, l'efficacité des marchés est toute relative et que les intervenants mettent parfois plusieurs jours, voire des semaines, pour réaliser que les signes, eux aussi, sont... couleur charbon.

Aujourd'hui, nous y sommes en plein, dans le marasme. La récession sera sévère. Sa durée? Elle est prioritairement liée à la progression du virus ainsi qu'aux actions des banques centrales et, surtout, des plans de relance budgétaire.

La récession sera brève si les mesures radicales prises dans la zone euro et la Suisse pour freiner la progression du nombre de contaminés sont généralisées au Royaume-Uni, les Etats-Unis et le reste du monde. Car finalement, les choses sont assez simples: si le monde entier pouvait rester calfeutré chez soi pendant 14 jours, le virus du Covid19 serait terrassé. Soyons clairs: l'indice du CAC 40 ne pourra trouver du répit tant que le nombre de contaminés par le coronavirus double tous les 3 jours en France.

Estimer l'impact du virus sur l'économie mondiale revient donc à suivre les désormais fameuses courbes de progression

de personnes atteintes du virus. En l'absence d'un vaccin, le seul moyen de faire en sorte que la dérivée seconde de la progression devienne négative est... le confinement. Sur ce plan, les mesures radicales prises récemment en Italie, en Suisse et dans la zone Euro sont de bon augure, même s'il faudra attendre une dizaine de jours pour voir les effets. Par contre, la stratégie dite de «l'immunité collective» adoptée par le Royaume-Uni – même si les autorités s'en défendent – à savoir de laisser le virus se propager afin de renforcer la résistance de la population nous paraît constituer un pari à haut risque. Le décret de l'Etat d'urgence aux Etats-Unis est aussi un pas dans la bonne direction.

Avant l'arrivée du virus, les prévisions de croissance de l'économie chinoise témoignaient de son plus mauvais score de ces 10 dernières années. Plutôt que de nous fonder sur les chiffres de la croissance officielle de 6% pour le PIB – avant l'apparition du Coronavirus – nous préférons regarder les variations de cette croissance et ce, afin de capter l'élan (le «momentum») de l'économie chinoise. Basé sur l'indice des directeurs d'achat, notre indicateur avancé est clair: la dérivée seconde de la croissance témoigne d'une baisse de 6% aujourd'hui, comparable à ce qu'a connu la Chine durant la crise de 2008. Si nous nous comparons à la croissance officielle de 6%, nous sommes tombés donc à 0%. Comparé à ce que nous estimons être la croissance effective de 3%, le choc du coronavirus place l'économie chinoise en décroissance de 3%.



## AU BOUT DU TUNNEL, LE PRINTEMPS

1. Le choc du coronavirus pour la Chine est comparable à 2008



Ailleurs qu'en Chine, la croissance risque d'être sérieusement ébranlée. Mais dans des pays clés comme les Etats-Unis, il ne faut pas oublier que ce choc intervient dans une économie au plein emploi: le leader mondial reste porté par la confiance des consommateurs et cette dernière s'appuie sur la solidité du marché de l'emploi.

La clé pour que dans d'autres pays comme l'Italie la récession soit sévère mais courte, c'est que le chômage n'augmente pas fortement. Et c'est ici que les banques centrales et les gouvernements jouent un rôle clé.

### Les marchés attendent un nouveau «Whatever it takes»

Les Banques centrales vont devoir reprendre le fameux «Whatever it takes» qu'avait lancé Mario Draghi quand il était Président de la BCE en 2012. A l'époque, c'était pour sauver l'euro. Aujourd'hui, c'est de l'économie mondiale qu'il s'agit.

La clé est d'éviter que la crise de liquidité à laquelle font face les entreprises ne se transforme en crise de solvabilité: pour cela la Banque centrale européenne se devra de renforcer rapidement la 4ème édition de son TLTRO («Targeted Long term Refinancing Operation») qui assure aux banques commerciales d'amples facilités de crédit: les entreprises qui font face à une disparition presque intégrale de leur clientèle (dans le secteur des loisirs par exemple) doivent pouvoir continuer de payer leur employés, en ayant recours au chômage partiel. Les baisses des taux d'intérêt comme aux Etats-Unis ont valeur de signal: elles ne vont pas enrayer la progression de la maladie ni aider les

entreprises. A part quelques exceptions comme Amazon, il ne s'agit pas de doper l'investissement des entreprises, mais bien leur survie.

S'agissant des marchés, les évaluations sont aujourd'hui moins riches qu'avant l'apparition du virus. Ils ne se trouvent pas pour autant en zone de «strong buy». Comme on témoigne le graphique 2, l'évaluation des actions mondiales (indice MSCI All countries) est à 14 fois les bénéfices attendus pour les 12 prochains mois, contre une moyenne historique de 15.7x. Et encore, c'est sans compter sur les révisions des bénéfices des quelques 3000 entreprises qui composent l'indice...

2. L'évaluation des actions mondiales est raisonnable, sans plus



### Quand la cause des crises financières se transforme en remède

C'est ma conviction: à l'origine de presque toutes les récessions et crises financières depuis la création du crédit bancaire, il y a presque toujours qu'une seule cause,

## AU BOUT DU TUNNEL, LE PRINTEMPS

celle d'un endettement excessif, qu'il émane de l'Etat, des entreprises, des particuliers, quand ce n'est pas une conjonction des trois. Et ce, depuis 1472!

1472... c'est l'année où la première banque commerciale voit le jour. Non pas en Suisse, comme on pourrait croire mais... à Sienne, en Italie: la Monte dei Paschi di Siena. La première banque commerciale à avoir vu le jour va d'ailleurs connaître elle-même de sérieux problèmes d'endettement excessif, et finira par être sauvée par... les contribuables italiens en 2017.

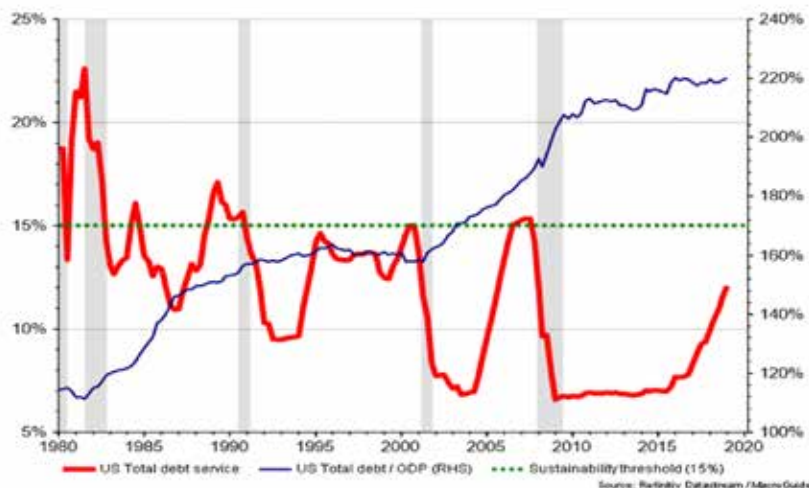
Se pose dès lors la question de savoir quand l'endettement devient excessif. Y répondre est aussi facile que d'observer la neige tomber sur les branches d'un sapin et prédire à quel moment l'une d'elles va fléchir, voir casser, sous le poids de celle-ci. Exercice périlleux s'il en est.

La preuve nous est donnée par l'observation de la dette totale aux Etats-Unis, à savoir la somme de la dette

publique, qui est de 106% du PIB, à laquelle s'ajoutent la dette des ménages (70% du PIB) et celle des entreprises (44% du PIB). Ce total atteint aujourd'hui le pourcentage vertigineux de 220% du PIB, comme le montre la courbe en bleu sur l'échelle de droite du graphique. L'observation de cette courbe nous aide-t-elle à anticiper les crises et les récessions, indiquées par les barres verticales en grisé? La réponse est négative. A l'instar de la neige qui s'accumule, il est difficile de prévoir quand le poids de la dette devient insoutenable.

L'insoutenable de la dette est nettement plus facile à mesurer par le service de la dette, soit la charge des intérêts payés sur cette dernière. La courbe en rouge le montre bien. Chaque fois que ce service dépasse 15% du PIB, une récession de l'économie américaine ne tarde pas à se manifester.

3. A l'origine des crises, la dette peut aussi nous en sortir



La bonne nouvelle, c'est qu'à 12.5%, la charge totale d'intérêts est inférieure à son seuil de crise. Autre bonne nouvelle, cette analyse que nous pourrions qualifier «d'insoutenable légèreté de la dette» ne vaut que lorsque les récessions et les crises financières ont une cause endogène: l'accumulation progressive de la dette. Lorsque nous faisons face au choc exogène imprévu de la pandémie, la dette n'est plus le problème, mais la solution. Les liquidités pour les entreprises doivent être assurées, pour éviter que la récession mue en dépression.

En conclusion, la clé de la reprise durable des marchés est liée à deux choses: le ralentissement de la progression des personnes atteintes du virus et l'assurance que tout est mis en œuvre pour éviter des faillites d'entreprises en cascade. Nous restons confiants que nous allons dans la bonne direction sur les 2 fronts et que nous devrions en avoir les premières confirmations d'ici fin mars.

**Michel Girardin**  
Conseiller économique

## LES MEMBRES DU GSCGI

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

#### FECIF informs...



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



**VANIA FRANCESCHELLI**  
FECIF's  
Vice-Chairman



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



\*\*\*

GSCGI  
is Member of  
FECIF's Board

#### FECIF Press Release / March 2020 — Coronavirus: time to work together in Europe

The world is obviously going through a tumultuous time, one that few have seen the like of before. We will all need to be adaptable, resolute, and particularly conscious of society and others, not just ourselves. Focusing on “us” and “we” rather than “I” and “me” is imperative. The need to think of others and concentrate on their requirements is a skill generally shared by the financial advisory sector – putting the client at the centre of everything is now embedded in regulation and, therefore, increasingly the core of the ethos in our industry.

**Society needs a functioning advisory sector** — Of course, the key individuals during this terrible time will predominantly be those providing medical care and expertise. However, in addition to the huge health implications of Covid-19, we are also starting to see and understand the enormous economic consequences that are going to result from this pandemic. Advisers and financial intermediaries can, and will, play a very important part in mitigating some of the potential personal financial disasters that might otherwise occur. Helping and guiding people and their families through this time will be highly important in keeping society in some sort of working order, financially speaking.

**Pragmatism not more regulation now required** — In order to do this, there needs to be something of a moratorium on further or new regulations and requirements that affect the advisory community – and the financial services industry as a whole. The industry also needs to be given time to absorb the significant regulations and legislation that have arisen and been imposed over the last year or two, including with regards to reporting requirements. FECIF therefore welcomes the recommendations issued by the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), which are addressed to national competent authorities and relate to supervisory flexibility regarding the deadlines of supervisory reporting and public disclosure, in light of the pandemic. EIOPA has issued these recommendations so that the industry can concentrate its efforts on monitoring and assessing the impact of the Coronavirus situation as well as ensuring business continuity during these difficult times. This is extremely important as, whilst the advisers can assist clients in planning appropriately, this will only be effective if the “product providers” can work with them, effectively.

**ESAs showing understanding** — In addition, the industries’ ability to input to ongoing and future regulatory developments during this time is likely to be impaired by the crisis, and therefore needs to be appreciated in that light. We therefore welcome the recent decision by the ESAs (European Supervisory Authorities) to extend the response date for all ongoing consultations with a closing date on, or after, 16th March by four weeks. We also urge them to be flexible with regards to these delayed deadlines, if circumstances mean that not all relevant submissions are able to be submitted by the new dates. Some of these processes may need to be postponed further and, in certain cases, perhaps even suspended until the world returns to some sort of normality.

**FECIF's wishes** — FECIF therefore hopes that regulators and legislators, and all relevant authorities, will now adopt emergency measures to support economies; unlike the global financial crisis this will mean huge provisions for the whole economy, not just the banking sector of course. At the same time, these institutions must think about how the economy can be given a fresh start, with regulatory relief once this crisis has been overcome. This necessary “economic miracle” must also be promoted by reducing bureaucracy. This has to now become the focus of work

...cont'd on page 7

## LES MEMBRES DU GSCGI

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

in the EU. We remain at the disposal of our members and the regulators at this time. We are in the arguably fortunate position of being able to manage all key aspects of our day-to-day activities remotely, not least as we always operate this way for much of what we do. We continue to monitor the issues that impact our membership and report on relevant matters as and when appropriate, whilst communicating regularly with regulatory authorities and all other relevant entities.

For FECIF it is thus predominantly “business as usual”. For the EU institutions this, however, cannot be the approach.

\* \* \*

#### **FECIF NewsFlash 14/2020 — EIOPA: Recommendations on supervisory flexibility regarding deadlines of supervisory reporting and public disclosure by insurers**

**Executive Summary** — The European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) has issued Recommendations addressed to national competent authorities on supervisory flexibility regarding the deadline of supervisory reporting and public disclosure in light of the Coronavirus/COVID-19 pandemic.

**Analysis** — EIOPA has issued these Recommendations so that undertakings can concentrate their efforts on monitoring and assessing the impact of the Coronavirus/COVID-19 situation as well as ensuring business continuity during these difficult times.

The Recommendations aim to offer operational relief in allowing for delays in reporting and public disclosure in the following cases:

- Annual reporting referring to year-end occurring on 31 December 2019
- Quarterly reporting referring to Q1-2020
- Solvency and Financial Condition Report referring to year-end occurring on 31 December 2019

The Recommendations also identify the current situation as a major development and therefore highlight the need for insurers to publish appropriate information on the effect of the Coronavirus/COVID-19 in the published information.

**Sources** — *The Recommendations are available upon request to either FECIF or GSCGI.*

\* \* \*

#### **FECIF NewsFlash 04/2020 — ESMA: Consultation on the new MiFIR and MiFID II regimes for third-country firms**

**New Deadline** — The European Securities and Markets Authority (ESMA), the EU's securities markets regulator, has decided to extend the response date for all ongoing consultations with a closing date on, or after, 16 March by four weeks. The outbreak of the COVID-19 impacted significantly the activities of all market stakeholders imposing a reprioritisation of efforts to address the crisis and in such circumstances, ESMA has found it appropriate to ensure that input to consultation papers is not altered by the ability of stakeholders to provide responses.

The new deadline for this consultation is **28 April 2020**

**Executive Summary** — The European Securities and Markets Authority (ESMA), the EU's securities markets' regulator, has launched a consultation on draft technical standards on the provision of investment services and activities in the European Union (EU) by third-country firms under MiFIR and MiFID II. The deadline for submission of feedback is **31st March 2020**.

**Analysis** — The new Investment Firms Regulation (EU) No 2019/2033 (IFR) and Directive (EU) 2019/2034 (IFD) introduced changes to MiFIR and MiFID II regimes for the provision of investment services and activities in the EU by third-country firms.

These changes include new reporting requirements from third-country firms to ESMA on an annual basis in accordance with Article 46 of MiFIR, and also grants ESMA the power to ask third-country firms in the ESMA register to provide data relating to all orders and all transactions in the EU, whether on own account or on behalf of a client, for a period of five years.

ESMA is mandated by the IFR and the IFD to develop draft Technical Standards (1 draft RTS and 1 draft ITS under IFR and 1 ITS under IFD) setting out the functioning of this new regime. The draft Technical Standards will be submitted to the European Commission for the adoption of the final legal text.



## LES MEMBRES DU GSCGI

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

ESMA is mandated to prepare draft technical standards in relation to the revised third-country regime under MiFIR and MiFID II.

In particular, in accordance with Article 46(7) and (8) of MiFIR, ESMA will develop:

Draft regulatory technical standards to specify the information that third-country firms must provide to ESMA for the registration in the ESMA register of third-country firms and for the information that third-country firms have to report annually to ESMA;

Draft implementing technical standards to specify the format in which the information for the registration of the firm and for the annual report to ESMA should be submitted.

While branches of third-country firms authorised under Article 39 of MiFID II remain under the supervisory responsibility of the competent authorities of the Member State where they have been authorised, the IFD amends

MiFID II to provide for further reporting obligations on such branches to the competent authorities of the Member State where they are established. In accordance with Article 41(5) of MiFID II, ESMA shall develop draft

Draft implementing technical standards to specify the format in which the new flow of information provided by MiFID II is to be reported to NCAs by branches of third-country firms.

ESMA will consider the responses to this consultation when developing the draft Technical Standards for the European Commission. The closing date for responses from stakeholders is ~~31 March 2020~~. Please submit your contributions online via 'Your input - Consultations'.

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

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

### CIFA informs...



*In light of the international public health emergency related to the Coronavirus (COVID-19), please note that all side events for the ECOSOC Forum on Financing for Development have been cancelled.*

*This includes our proposed CIFA Forum side event, titled: "What innovative economic, monetary and fiscal policies are needed to finance the massive investments to achieve the SDGs?" scheduled for 22 April 2020.*

*This decision has been taken in consultation with our host country, the Permanent Mission of Uruguay to the United Nations.*

*Consideration was given to the fact the CIFA side event is a central element in launching of the XVIIIth International CIFA Forum. The outcome of this side event would have been at the core of our interactive discussions.*

*The XVIIIth International CIFA Forum will be postponed to the next ECOSOC FFD Forum cycle in 2021.*

*We have received confirmation of the continuous and ongoing support of the Permanent Mission of Uruguay for which we are extremely grateful.*

*We look to everyone for unity and a spirit of multi-lateral cooperation in these demanding times.*

*We count on your solidarity and faith to continue our important work.*

**Jean-Pierre Diserens**  
Secreary-General

**CIFA — CONVENTION OF INDEPENDENT FINANCIAL ADVISORS — A Non-Profit Foundation**  
A Non-Governmental Organization in "general consultative status" with the Economic and Social Council (ECOSOC) of the United Nations  
[www.cifango.org](http://www.cifango.org)

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Crédits COVID-19: Pas d'obligation de diligence des banques?

...article de Luc Thévenoz & Urs Zulauf — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1119/>

Le Conseil fédéral a adopté et publié hier l'**ordonnance sur les cautionnements solidaires liés au COVID-19**. Cette ordonnance d'urgence vise l'octroi rapide et non bureaucratique de crédits pour répondre aux besoins courants en liquidités des PME affectées par l'épidémie. Elle entre en vigueur aujourd'hui, le 26 mars 2020. Les crédits sont accordés à des conditions uniformes et bénéficient du cautionnement d'une des quatre organisations de cautionnement, lesquelles reçoivent une garantie de déficit de la Confédération. L'examen et l'octroi des crédits doit être possible en 30 minutes sur la base de déclarations formelles standardisées du demandeur. La banque a-t-elle à cet égard des obligations de diligence?

Sous le titre «**Aide de transition COVID-19**», le **Conseil fédéral**, la **Banque Nationale** et la **FINMA** ont présenté hier un paquet de mesures permettant d'approvisionner en liquidités les PME touchées par la pandémie. L'instrument juridique central en est l'*«ordonnance sur l'octroi de crédits et de cautionnements solidaires à la suite du coronavirus»*, fondée sur la compétence du Conseil fédéral d'adopter des mesures urgentes *«en vue de parer à des troubles existants ou imminents menaçant gravement l'ordre public, la sécurité extérieure ou la sécurité intérieure»* (art. 185 al. 3 Cst.).

Cette ordonnance d'urgence, élaborée en seulement 10 jours en collaboration avec l'ensemble du secteur bancaire suisse et limitée à un maximum de 6 mois, prévoit le **dispositif** suivant pour fournir une aide en liquidités aux PME touchées par la pandémie. Ce dispositif n'est accessible qu'aux PME dont le chiffre d'affaires n'a pas dépassé CHF 500 millions en 2019 (art. 6 al. 2 let. a).

1. L'entreprise soumet, par courrier ou par courriel, un contrat de prêt standardisé, rempli et signé à l'une des **104 banques participant au programme** (parmi lesquelles Postfinance, art. 19) ayant signé les conditions-cadres figurant en annexe I à l'ordonnance. La PME s'adresse si possible (pas obligatoirement) à sa banque habituelle pour éviter les formalités d'ouverture de compte. Le contrat de crédit est un formulaire PDF d'une seule page qui peut être téléchargé sur le site officiel [covid19.easygov.swiss](https://www.covid19.easygov.swiss). Il comprend une série de déclarations préformulées. Toute personne qui fournit délibérément de fausses informations (par exemple sur le dernier chiffre d'affaires annuel) pour obtenir un prêt peut être condamnée à une amende pouvant aller jusqu'à CHF 100 000 (art. 23), sans préjudice d'infractions pénales plus graves (faux dans les titres, escroquerie, etc.).

2. La banque vérifie l'exhaustivité des déclarations et des informations requises dans le contrat-formulaire. Si elle considère les déclarations et informations fournies par l'entreprise comme complètes, elle verse immédiatement un montant ne dépassant pas 10 % du chiffre d'affaires annuel en 2019 mais au maximum CHF 500 000. Le taux d'intérêt est de 0%. Le prêt doit en principe être remboursé dans les 5 ans ("crédit Covid-19"). Dans le cas de demandes de crédits plus élevées (max. CHF 20 millions, "crédit Covid-19 Plus"), la banque examinera les demandes de crédit en *«se fondant sur un contrôle de crédit en usage dans la branche»* (art. 4 al. 1 lit. b). Comme la banque participe à hauteur de 15% au risque de défaut de paiement pour les prêts de plus d'un demi-million, l'ordonnance lui permet d'appliquer un taux d'intérêt de 0,5%. La banque est toujours libre de refuser un crédit sans indication de motifs (annexe 2, dernière ligne).
3. Les crédits ne peuvent pas être utilisés pour de nouveaux investissements ou des distributions aux actionnaires (article 6, al. 2 et 3)
4. Les contrats de crédit Covid-19 acceptés par la banque comme complets bénéficient *ex lege*, sans acte juridique supplémentaire, du cautionnement de l'un des quatre organismes reconnus par le Département fédéral de l'économie, de la formation et de la recherche (art. 3 al. 3). Pour les crédits supérieurs à CHF 500 000, un contrat de cautionnement doit être conclu (annexe 3).
5. La Confédération couvre les pertes des organismes de cautionnement et leurs frais administratifs (articles 8 et 9). Le Conseil fédéral a l'intention de demander au Parlement un crédit d'engagement urgent de CHF 20 milliards.
6. Les banques peuvent céder les prêts Covid-19 de manière informelle à la Banque nationale suisse afin de se refinancer (art. 20 ss.).

Quelles sont les **obligations de diligence** des banques lors de l'octroi et pendant la durée de ces crédits? L'entreprise doit indiquer dans le contrat Covid-19 (annexe 2) ou Covid-19 Plus (annexe 4) le chiffre d'affaires qu'elle a réalisé ou estime avoir réalisé en 2019. Elle doit notamment confirmer:

- qu'elle n'a pas déjà demandé un crédit Covid-19 à une autre banque ou reçu un tel crédit,

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Crédits COVID-19: Pas d'obligation de diligence des banques?

...article de Luc Thévenoz & Urs Zulauf — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1119/>

- qu'elle a été créée avant le 1er mars 2020,
- qu'elle n'est pas en procédure de faillite ou de concordat ou en liquidation au moment du dépôt de la demande,
- qu'elle est substantiellement «affectée sur le plan économique en raison de la pandémie de COVID-19, notamment en ce qui concerne son chiffre d'affaires» (art. 3 al. 1).

Le dernier point est particulièrement important pour les crédits jusqu'à 500 000 CHF, qui sont intégralement garantis par la Confédération et ne comportent aucun risque de contrepartie pour les banques.

Selon le Commentaire de l'ordonnance (p. 6), les crédits Covid-19 ne doivent pas être utilisés pour compenser une diminution du chiffre d'affaires qui ne serait pas imputable à la pandémie. Les banques doivent-elles vérifier ou du moins contrôler la plausibilité de ces informations? Dans le cas contraire, les organismes de garantie peuvent-ils refuser de rembourser la banque en cas de défaillance de l'emprunteur?

Sur la base d'un premier examen de l'ordonnance, nous arrivons à la conclusion que dans le cas des crédits Covid-19 (jusqu'à 500 000 CHF), les banques sont seulement tenues de vérifier l'exhaustivité formelle des déclarations. Les conditions-cadres signées par les banques (annexe 1) ne contiennent pas d'autres obligations de contrôle à leur charge. De telles obligations compromettraient le versement rapide du crédit-relais, qui est l'un des principaux objectifs de l'ordonnance.

Ainsi, les représentants du Conseil fédéral et des autorités ont-ils précisé lors de la conférence de presse que les abus devaient être combattus notamment par le biais des dispositions pénales applicables aux emprunteurs et que des contrôles *ex ante* limités sont acceptables dans l'intérêt d'un déboursement rapide.

## BIOGRAPHIE DES AUTEURS



**Luc Thévenoz** est professeur ordinaire à la Faculté de droit de l'Université de Genève et directeur de son Centre de droit bancaire et financier. Ses recherches et ses enseignements portent sur le droit des obligations (et notamment les contrats), le droit bancaire, des marchés et des services financiers, ainsi que sur le droit des trusts et des fiducies. Luc Thévenoz est membre du comité éditorial de la Revue suisse de droit des affaires et de Trust Law International. Luc Thévenoz est également membre du conseil d'administration de la Banque Mirabaud & Cie SA.



**Urs Zulauf** est professeur titulaire à l'Université de Genève et professeur adjoint à l'Université de Cornell. Il est également expert et consultant indépendant en matière de réglementation, de surveillance et d'enforcement dans le domaine des marchés financiers. Pendant 30 ans Urs Zulauf a exercé au sein de la Commission fédérale des banques (CFB) et son successeur, la FINMA. En son sein, il était membre de la direction et General Counsel, responsable des fonctions juridiques centrales et de la coordination de la réglementation et de la politique, ainsi que de la coopération internationale et des procédures internationales complexes d'enforcement.

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Domage, allégation et contestation

...article de Célian Hirsch — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1112/>

Il ne suffit en principe plus de formellement contester un allégué, il faut désormais motiver la contestation. Une banque l'a appris à ses dépens en contestant l'allégué du client relatif à son dommage, mais en ne contestant ni la méthode de calcul ni les dates déterminantes invoquées par le client pour apprécier l'étendue du dommage. En l'absence d'une contestation motivée, le Tribunal fédéral a considéré le dommage allégué par le client comme un fait admis par la banque (TF, 4A\_126/2019 du 17 février 2020). Le client n'avait ainsi en réalité pas besoin de le prouver (art. 150 CPC).

Un client turc actionne sa banque notamment en raison de plusieurs transactions exécutées sans droit. Celui-ci réclame, par un seul allégué, un montant global de USD 1'770'153.19 correspondant à la différence entre l'état de ses avoirs au 4 juin 2009 et celui au 30 septembre 2010. Dans sa réponse, la banque conteste cet allégué en se référant à l'absence de violation contractuelle.

Après un arrêt cantonal annulé par le Tribunal fédéral pour des motifs procéduraux (cf. TF, 4A\_54/2017 du 29 janvier 2018, commenté in Célian Hirsch, [cdbf.ch/1003/](https://www.cdbf.ch/1003/)), la Cour de justice du canton de Genève se retrouve à nouveau saisie de la cause. Elle doit notamment déterminer l'étendue du dommage invoqué par le client. La seconde instance cantonale considère que «même si [le client] n'a pas détaillé dans ses écritures chacune des opérations contestées, il ressort des pièces du dossier, lesquelles ne font que concrétiser des faits déjà suffisamment allégués, que les opérations (...) effectuées sans autorisation sur le compte D\_\_\_\_\_ entre juillet 2009 et février 2010 se sont soldées par une perte totale de USD 842'568.65» (ACJC/56/2019 du 15 janvier 2019). La Cour de justice admet ainsi la demande du client à hauteur de cette perte.

La banque saisit le Tribunal fédéral en invoquant le fait que le client n'a ni suffisamment allégué son dommage ni ne l'a suffisamment prouvé. La Cour de justice aurait

ainsi violé les règles relatives au fardeau de l'allégation et au fardeau de la preuve.

Le demandeur doit suffisamment motiver chaque fait pertinent allégué. Cette «charge de la motivation des allégués» permet au défendeur de clairement admettre ou contester chaque allégué. Elle permet également au tribunal de distinguer les faits admis des faits contestés. Seuls ces derniers devront être prouvés selon les règles du fardeau de la preuve (art. 8 CC cum art. 150 CPC).

Le défendeur ne supporte en principe pas une «charge de la motivation de la contestation». Il peut ainsi se contenter de contester les faits allégués puisqu'il ne supporte pas le fardeau de la preuve. Toutefois, et «[d]ans certaines circonstances exceptionnelles», le Tribunal fédéral a récemment considéré que le défendeur supporte une «charge de la motivation de la contestation» afin que le demandeur puisse savoir quels allégués précis sont contestés (ATF 144 III 519 c. 5.2.2.3). Cette charge s'applique en particulier lorsque le défendeur conteste une facture ou un compte détaillé afin que le demandeur puisse comprendre quels postes de la prétention sont contestés.

Qu'en est-il lorsque le demandeur allègue, comme dans le cas d'espèce, un dommage correspondant à la différence de l'état de son portefeuille entre deux dates déterminées ?

Le Tribunal fédéral tranche singulièrement cette question en généralisant la «charge de la motivation de la contestation». Alors que celle-ci s'appliquait «[d]ans certaines circonstances exceptionnelles» selon l'ATF susmentionné, le Tribunal fédéral convertit implicitement cette exception en une règle: lorsque le demandeur a respecté la charge de la motivation des allégués, le défendeur supporte désormais la charge de la motivation de la contestation.

En l'espèce, le Tribunal fédéral considère implicitement que le client a respecté la charge de la motivation des allégués





## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Domage, allégation et contestation

...article de Célian Hirsch — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1112/>

en indiquant la méthode de calcul choisie, soit la différence entre les deux états de ses avoirs, ainsi que les deux dates déterminantes. De son côté, la banque n'a pas respecté la «charge de la motivation de la contestation». En effet, bien qu'elle ait contesté l'allégué relatif au dommage, elle n'a ni contesté la méthode de calcul ni les dates déterminantes invoquées par le client pour apprécier l'étendue du dommage. Le Tribunal fédéral en conclut que la banque n'a pas suffisamment contesté le dommage allégué, ce qui équivaut à son admission. Le dommage allégué par le client étant réputé admis par la banque, celui-ci n'avait pas à être prouvé (art. 150 CPC). Partant, le Tribunal fédéral rejette le recours de la banque.

D'un point de vue pratique, cet arrêt engendre à notre avis une certaine insécurité juridique sur la charge de la motivation de la contestation. En effet, le Tribunal fédéral étend la très récente jurisprudence qui avait retenu l'existence de cette charge dans certaines circonstances exceptionnelles, sans toutefois en préciser les nouveaux contours. Les conseils des défendeurs devraient désormais être extrêmement précautionneux en motivant chaque contestation lorsque l'allégué contesté est un minimum

motivé. En effet, en l'absence d'une telle motivation, l'allégué risque d'être considéré comme admis.

D'un point de vue dogmatique, cet arrêt n'est pas convaincant. Il crée par voie jurisprudentielle une nouvelle charge pour le défendeur qui n'est pas prévue par notre Code de procédure civile. Le CPC impose au défendeur uniquement d'indiquer clairement quels allégués il conteste. Une exigence de motivation de la contestation est étrangère au CPC, dans les limites des règles de la bonne foi (art. 52 CPC). Peut-être qu'en l'espèce le Tribunal fédéral a en réalité été guidé par ces règles en considérant que la banque n'était probablement pas de bonne foi lorsqu'elle contestait l'existence du dommage allégué par le client.

### BIOGRAPHIE DE L'AUTEUR



*Célian Hirsch a obtenu son Bachelor of Law à l'Université de Fribourg avec mention bilingue et droit européen (magna cum laude) en 2013. Il a ensuite poursuivi ses études avec un Master of Law en Business Law à l'Université de Zürich (magna cum laude) en 2015. Il a enfin perfectionné sa formation à l'Université de Genève en obtenant le Certificat de spécialisation en matière d'avocature en juin 2016. Après avoir effectué son stage au sein de l'étude d'avocats CMS von Erlach Poncet à Genève, Célian Hirsch a obtenu le brevet d'avocat en mars 2018. Il rédige actuellement une thèse de doctorat et travaille comme assistant auprès du Centre de droit bancaire et financier à l'Université de Genève. Célian Hirsch est également co-fondateur du site LawInside.ch et membre de la Commission de formation permanente de l'Ordre des avocats de Genève. Il a été sélectionné par Le Temps parmi les personnalités romandes 2020 pour le Forum des 100.*

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Le “naming and shaming” ne constitue pas une sanction pénale

...article de Katia Villard — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1111/>

La publication de la décision de la FINMA, basée sur l'**art. 34 LFINMA**, ne revêt pas le caractère de sanction pénale. La procédure d'*enforcement* ayant abouti au prononcé de la mesure n'est donc pas une accusation en matière pénale au sens de l'**art. 6 CEDH**.

Dans un arrêt du 31 janvier 2020 destiné à la publication (TF, 2C\_92/2019), le Tribunal fédéral confirme ainsi sa position adoptée dans une décision antérieure (TF, 2C\_177/2019 du 22.7.2019, c. 5.1) et la jurisprudence «dominante» du Tribunal administratif fédéral (notamment TAF B-5274/2015 du 22.5.2018, c. 10.3; *contra* TAF B-3759/2014 du 11.5.2015, c. 4.1.2). Cette décision s'inscrit par ailleurs dans la droite ligne de la jurisprudence relative à l'interdiction d'exercer au sens de l'**art. 33 LFINMA**, à teneur de laquelle cette dernière mesure ne tombe pas dans le champ d'application de l'**art. 6 CEDH** (ATF 142 II 243, c. 3.4 commenté in *Abrar*, cdbf.ch/946). La position de la jurisprudence ne fait toutefois de loin pas l'unanimité en doctrine (cf. par ex. *Iffland*, *Niggli/Maeder*, *Villard*).

L'arrêt du 31 janvier 2020 a pour trame une procédure d'*enforcement* de la FINMA à l'encontre de la société C. SA, à l'issue de laquelle le régulateur a constaté une violation grave de la loi sur les banques pour acceptation de dépôts du public à titre professionnel sans autorisation. La décision en constatation a été étendue à l'individu A., en raison de sa qualité d'administrateur et de gérant des activités de C. SA. Ordre a été donné à A., sous la menace de la peine prévue à l'**art. 48 LFINMA**, de s'abstenir d'exercer toute activité sujette à autorisation. La FINMA a ordonné la publication de cette injonction pour une durée de deux ans.

Devant le Tribunal fédéral, A. invoque deux griefs. Premièrement, la formulation de la clause lui faisant interdiction d'exercer une activité soumise à autorisation serait source de confusion. Secondement, son devoir de

coopérer avec la FINMA violerait le principe *nemo tenetur se ipsum accusare* consacré notamment à l'**art. 6 CEDH**.

L'arrêt du Tribunal fédéral s'articule essentiellement autour de cette deuxième problématique, qui pose la question de savoir si la publication d'une décision en vertu de l'**art. 34 LFINMA** revêt le caractère pénal nécessaire pour déclencher l'application des garanties du procès équitable de l'**art. 6 CEDH**.

L'examen des juges de Mon Repos repose sur les trois critères «Engel», dégagés par la CourEDH en 1976 dans l'affaire éponyme (c. 5.2 ss). Le premier commande de déterminer si la norme définissant le comportement transgresseur prend place, sur le plan systématique, dans un corps de règles que le droit national qualifie de «pénales». Dans la négative, le deuxième critère impose d'analyser si la règle, de nature formellement administrative, relève matériellement du domaine pénal. Le troisième critère se rattache à la sévérité de la sanction encourue. Les trois critères sont alternatifs.

En ce qui concerne le premier, le Tribunal fédéral observe que l'**art. 34 LFINMA** fait partie des instruments du droit de la surveillance. La disposition n'est donc pas pénale selon l'ordre juridique suisse. Dans une perspective comparatiste, les juges de Mon Repos notent que, dans le droit européen, la publication des décisions constatant des violations du droit des marchés financiers est considérée comme une sanction administrative. Ainsi, une telle mesure ne remplit le premier critère «Engel» ni en droit suisse ni en droit européen.

S'agissant du deuxième critère, le Tribunal fédéral retient que l'**art. 34 LFINMA** n'a pas vocation à s'adresser à la collectivité de manière générale mais à une certaine catégorie de professions, sujettes à autorisation, reconnaissance, agrément ou enregistrement. La disposition vise un cercle déterminé de personnes, qui font l'objet d'une surveillance



CENTRE DE DROIT  
BANCAIRE ET FINANCIER

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### Le “naming and shaming” ne constitue pas une sanction pénale

...article de Katia Villard — Centre de Droit Bancaire et Financier, <https://www.cdbf.ch/1111/>

étatique particulière. Elle revêt un caractère disciplinaire et sort donc (en principe) du champ d'application de l'**art. 6 CEDH**. À cela s'ajoute, dicit le Tribunal fédéral, que l'**art. 34 LFINMA**, selon une conception moderne de la loi, vise à la transparence du marché bien plus qu'à la punition de l'auteur sous l'angle réputationnel. Ce faisant, les juges de Mon-Repos relativisent la composante répressive de la mesure.

Quant au troisième critère, le potentiel désavantage économique qui pourrait résulter de l'information publiée qu'une personne ne disposant pas de l'autorisation nécessaire n'a pas le droit d'être active sur les marchés financiers, n'atteint pas le degré de sévérité nécessaire pour que la mesure puisse être qualifiée de pénale.

L'**art. 34 LFINMA** ne remplissant aucun des critères «Engel», l'**art. 6 CEDH** ne trouve pas à s'appliquer en l'espèce.

Le raisonnement du Tribunal fédéral apparaît a priori conforme à la jurisprudence – certes incertaine – de la CourEDH (cf. par ex. **Décision Biagioli c. San Marino** du 13 septembre 2016, § 49 ss).

Le Tribunal fédéral a en revanche admis le grief du recourant relatif à la formulation de la décision publiée. L'injonction faite par la FINMA ne constitue pas une mesure autonome d'interdiction d'exercer mais un simple rappel à l'ordre. Elle doit donc être reformulée en ce sens qu'il est fait interdiction à A. d'exercer une activité soumise à la surveillance des marchés financiers sans disposer de l'autorisation nécessaire à cet effet.

## BIOGRAPHIE DE L'AUTEUR



*Katia Villard est docteure en droit (summa cum laude) et titulaire du brevet d'avocat (2011; 2ème meilleur brevet). Après avoir pratiqué le métier d'avocat durant trois ans et demi, d'abord en qualité de stagiaire puis de collaboratrice, au sein de l'Etude Keppeler & Associés, Katia Villard rejoint l'Université de Genève pour y effectuer un doctorat, achevé en 2017. Au bénéfice d'une bourse du Fonds national suisse, elle part ensuite effectuer deux séjours de recherche à Freiburg Im Breisgau (10 mois) et à Londres (huit mois). Elle est actuellement maître-assistante au Centre de droit bancaire et financier et chargée d'enseignement à l'Université de Genève.*

## JURISTES, FISCALISTES & JURISPRUDENCE

### La FINMA publie un guide pour les autorisations de gestionnaire de fortune et de trustee

...Communiqué de presse, FINMA, 07 février 2020

La FINMA a mis en place une plateforme électronique pour:

1. l'annonce à la FINMA ... délai au 30 juin 2020 pour les gestionnaires de fortune et les trustees actifs au 1er janvier 2020;
2. préparer les documents requis pour la demande d'affiliation à l'Organe de Surveillance;
3. le dépôt de la requête en autorisation/FINMA de gestionnaire de fortune et de trustee.

L'autorité de surveillance a également publié des informations additionnelles sur la procédure d'autorisation (gestionnaires de fortune/trustees), dont une version "dépliée" du formulaire de requête en format .PDF ... ces documents donnent un aperçu utile des informations qui devront être fournies dans la procédure de demande d'autorisation/FINMA.

#### Informations et formulaires

Les modèles de requête pour les gestionnaires de fortune sont disponibles sur la [plateforme de saisie et de demande de la FINMA \(EHP\)](#). Un modèle de requête complètement déplié (ouvert) est également disponible et sert en tant que guide. Ce document donne un aperçu complet et ne peut être utilisé en tant que requête.

	<b>Ouvert - Formulaire Autorisation pour les établissements selon la LEFin</b>	
	Dernière modification: 28.02.2020    Taille: 0,32 MB    Langue(s): >DE >FR >IT	
	<b>Ouvert - Formulaire Garantie d'une activité irréprochable</b>	
	Dernière modification: 28.02.2020    Taille: 0,23 MB    Langue(s): >DE >FR >IT	
	<b>A1 - Déclaration concernant les détenteurs de participations qualifiées</b>	
	Dernière modification: 28.02.2020    Taille: 1,58 MB    Langue(s): >DE >FR >IT	
	<b>A2 - Formule concernant la déclaration des détenteurs de participations qualifiées</b>	
	Dernière modification: 01.01.2020    Taille: 1,17 MB    Langue(s): >DE >FR >IT	
	<b>A3 - Déclaration par les détenteurs de participations qualifiées directes</b>	
	Dernière modification: 28.02.2020    Taille: 1,17 MB    Langue(s): >DE >FR >IT	
	<b>A4 - Déclaration par les détenteurs de participations qualifiées indirectes</b>	
	Dernière modification: 28.02.2020    Taille: 1,17 MB    Langue(s): >DE >FR >IT	
	<b>B1 - Déclaration concernant les procédures en cours et terminées</b>	
	Dernière modification: 01.01.2020    Taille: 1,2 MB    Langue(s): >DE >FR >IT	
	<b>B2 - Déclaration concernant les participations qualifiées</b>	
	Dernière modification: 01.01.2020    Taille: 1,2 MB    Langue(s): >DE >FR >IT	
	<b>B3 - Déclaration concernant d'autres mandats</b>	
	Dernière modification: 01.01.2020    Taille: 1,6 MB    Langue(s): >DE >FR >IT	

liens URL utiles:

#### Plateforme ETH

<https://www.finma.ch/fr/finma/extranet/plateforme-de-saisie-et-de-demande/>

#### Documents dépliés en .PDF

<https://www.finma.ch/fr/autorisation/vermoegensverwalter-und-trustees/vermoegensverwalter/>



## ASSURANCE PROFESSIONNELLE

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

Le GSCGI offre à ses membres une couverture cadre d'assurance exclusive, négociée avec les assureurs 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.



## Gold's hidden role in diagnosing disease; COVID-19

by Trevor Keel  
Consultant  
World Gold Council

[...] There is another aspect to gold's role in our society which tends to receive much less attention: it is a critical component in many diagnostic test kits. Having worked in the healthcare sector for several years prior to joining the mining and metals industry, I have always enjoyed discussing the subtle (and often unknown) links between the two. I consider medical diagnostics to be one of the most important of these links; to cut a long story short, tiny spherical particles of gold have been used as "indicators" in lateral flow assays (LFAs) for over 40 years. You may not recognise the terminology, but 'LFA' technology is in everyday use all over the world in staggering numbers. [...]

[...] To contextualise this statement, the WHO estimate that 412 million malaria LFAs were sold in 2018 ... Tests are produced for dozens of life-threatening illnesses, meaning that the total annual number of LFAs is likely to comfortably exceed half a billion. And the vast majority of these contain a tiny quantity of gold. [...]

[...] But what has all of this got to do with COVID-19? Well, given the nature of the current pandemic, quick and

accurate diagnosis is absolutely critical to help understand, track and tackle the outbreak. Increasing numbers of first-generation biomarker LFAs are being registered and evaluated, many of which are gold-based. One of the first companies to do so was US-based BioMedomics, whose COVID-19 rapid test identifies the presence of biomarkers from the body's immune response to COVID-19 instead of looking for the virus itself, and can help determine if a person has been infected with COVID-19 even after the virus is no longer present. [...]

[...] The financial sector has always regarded gold as a safe and stable store of value, particularly during times of stress. Similarly, gold has been the material of choice in the LFA diagnostics space for 40 years because of its unique physical properties, and gold particles are likely to be at the heart of many of the new COVID-19 LFAs we see certified for use around the world in the coming weeks and months. [...]

Read on: <https://www.gold.org/goldhub/gold-focus/2020/03/golds-hidden-role-diagnosing-disease-covid-19>

Source: World Gold Council - March 17, 2020

CFB

## Bond ETFs Flash Warning Signs of Growing Mismatch

[...] ETFs of BlackRock, Vanguard and others traded at large discounts to net asset value in recent days as coronavirus roiled markets. [...]

[...] BlackRock's iShares iBoxx USD Investment Grade Corporate Bond ETF closed down at a discount of over 5% late last week, a record since 2008. [...]

[...] The abnormal gap is reigniting a debate about the resilience of the ETFs if there is a prolonged rout. [...]

[...] The invention of the ETF allowed millions of investors to trade entire markets almost instantaneously. Bond ETFs, which surpassed \$1 trillion in assets last year, are used by everyone from the smallest day traders to the biggest sovereign-wealth funds. [...]

[...] Bond ETFs have always been susceptible to moving out of step with their underlying investments ... The

majority of ETF trading involves existing ETF shares changing hands on exchanges. But behind the scenes, an army of Wall Street traders carries out a different kind of trade just as critical to the orderly functioning of the \$6 trillion ETF industry. [...]

[...] As investors have scrambled to sell assets and unwind trades, correlations between financial instruments have broken down and liquidity has vaporized in parts of the bond market once seen as a haven. [...]

[...] The Federal Reserve signaled Monday it would finance government purchases of U.S. bond ETFs as part of many measures to calm markets. [...]

Read on: <https://www.wsj.com/articles/bond-etfs-flash-warning-signs-of-growing-mismatch-11584964801>

Source: The Wall Street Journal - March 23, 2020

CFB

## The Fed Goes All In With Unlimited Bond-Buying Plan

[...] The Federal Reserve, determined to try to keep the spread of the coronavirus from devastating the American economy, rolled out a series of sweeping new programs on Monday meant to shore up large and small businesses and keep markets functioning. [...]

[...] *"The speed of the response has been unprecedentedly fast,"* said Roberto Perli, a partner at Cornerstone Macro and former Fed economist. *"It is a 'whatever it takes' moment, but backed by actions."* [...]

[...] The central bank, which restarted its giant bond-buying program eight days ago, said it would expand well beyond the *"at least"* \$700 billion in Treasury and \$200 billion in mortgage-backed securities it initially committed to buying. [...]

[...] The program, which the policy-setting Federal Open Market Committee supported unanimously, is a nod to the fact that crucial markets at the center of the financial system have struggled to function. [...]

[...] Because the Fed cannot take on substantial credit risk itself, the Treasury Department backs its emergency lending, using money from a fund that contains just \$95 billion. Treasury Secretary Steven Mnuchin on Sunday suggested that the new money in the Republican bill could be leveraged by the Fed to back some \$4 trillion in financing. [...]

Read more: <https://www.nytimes.com/2020/03/23/business/economy/coronavirus-fed-bond-buying.html>

Source: *The New York Times* - March 23, 2020

CFB

## The Federal Reserve has gone well past the point of 'QE infinity'

[...] Ever since the big stock market crash of 1987, investors have grown to depend on the US central bank. [...]

[...] Another notable measure is the Fed's entry into the universe of investment-grade credit, with the central bank launching a facility that will enable the purchase of corporate debt. [...]

Read on: <https://www.ft.com/content/11b338a2-6d0c-11ea-89df-41bea055720b>

Source: *Financial Times* - March 23, 2020

CFB

## The Fed Steps Up but Can't Save Economy on Its Own

[...] The Federal Reserve took more extraordinary measures to keep the economy from seizing up, but it can't soften the blow to household finances without fiscal action, too. Now it needs the rest of the government to play along by enacting fiscal stimulus. [...]

[...] In the last four months of 2008, when the financial crisis struck, the U.S. shed nearly 2 million jobs. The hit the country is receiving now appears far worse, with a number of economists now penciling in second-quarter gross-domestic-product forecasts that have the economy contracting at annual rates in excess of 20%. [...]

Read on: <https://www.wsj.com/articles/the-fed-steps-up-but-cant-save-economy-on-its-own-11584980510>

Source: *The Wall Street Journal* - March 23, 2020

CFB

## Stephanie Kelton: Just Use 'the Computer' to Give People More Money

[...] Congress has all the firepower it needs. It just needs to send spending instructions to the Federal Reserve, as it always does. [...]

[...] With the Covid-19 pandemic now threatening to last for up to 18 months, Congress this week passed, and Mr. Trump signed, a bipartisan emergency relief bill worth billions of dollars. The White House is pushing another bill with \$1 trillion in new expenditures; that package would almost certainly push the federal deficit above \$2 trillion. [...]

[...] After one of these announcements, I tweeted an eight-second video from 2009 showing Ben Bernanke, the Fed chair at the time, explaining how the central bank comes up with the money to pull off these trillion-dollar maneuvers. *"It's not tax money,"* Mr. Bernanke explained on "60 Minutes." *"We simply use the computer to mark up the size of the account."* Heads exploded. [...]

[...] The most fiscally responsible way for Congress to support the economy now is with higher deficit spending until it is no longer needed. [...]

Read more: <https://www.nytimes.com/2020/03/21/opinion/coronavirus-stimulus-trillion.html>

Source: *The Wall Street Journal* - March 21, 2020

CFB



## Globe-Spanning Volatility Trade Is Hit Hard by Market Slump

[...] Aimed at boosting returns during the long bull market, the idea functioned well until the coronavirus pandemic sent markets into turmoil. The global market rout has dealt a particular blow to a trade that intertwines Silicon Valley stock-market favorites with cautious Asian savers and European asset managers. [...]

[...] Designed to boost returns during the 11-year bull market, Wall Street's hunt for yield hatched a multibillion-dollar business betting on volatility itself. The idea functioned well, until the coronavirus pandemic blindsided investors and sent markets swinging at levels unseen since the financial crisis. [...]

[...] The Cboe Volatility Index, or VIX—Wall Street's fear gauge—surged above 80 from 13 over the past month, the S&P 500 and other major indexes plunged and even the Treasury market, usually a stalwart in market turmoil, faced disruptions so severe that the Federal Reserve intervened to prevent further chaos. [...]

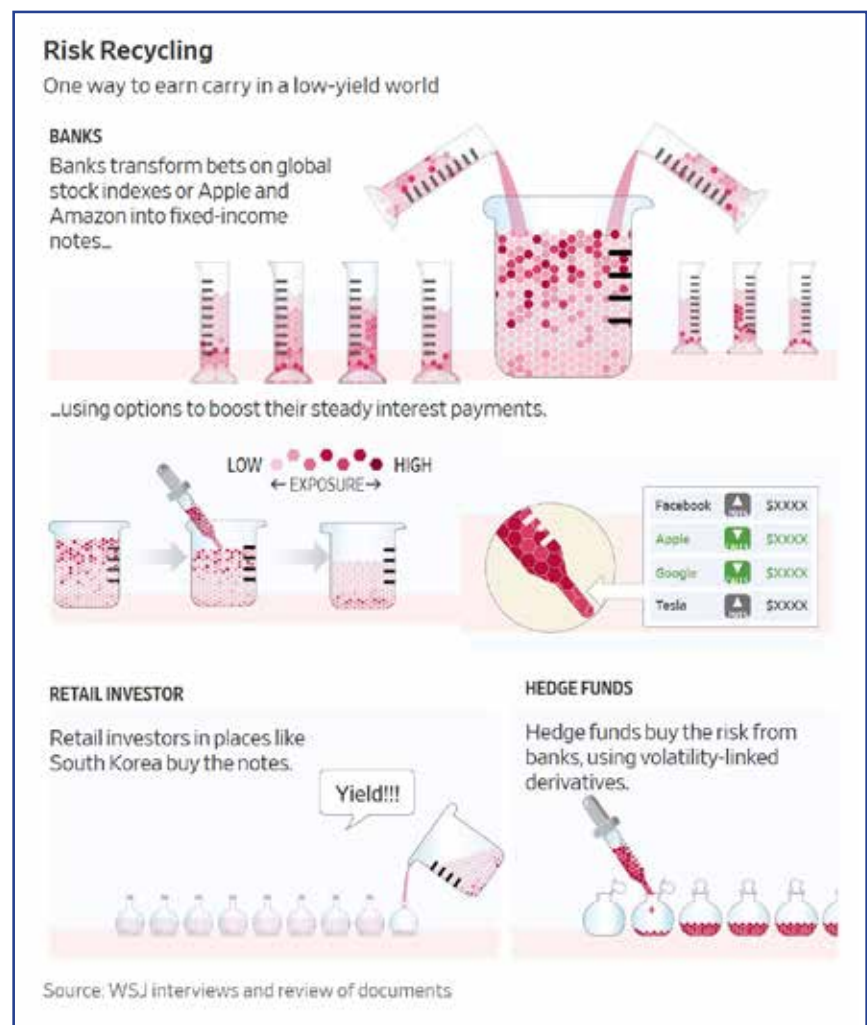
[...] As the declines force banks and money managers to sell assets to raise cash, hedge funds such as La Française Investment Solutions and LMR Partners are pulling back from one particular once-hot trade, with losses estimated in the hundreds of millions across Wall Street. La Française and LMR didn't respond to requests for comment. [...]

[...] Salespeople at banks familiar with pricing say it can cost such funds millions at a time to exit. Unwinding one bespoke deal alone could run over \$5 million. There is little public data available because trades are executed bilaterally between hedge funds and dealers rather than through an exchange. Many also expect the pain to hit savers as far away as Japan. [...]

[...] Known by the innocuous-sounding name "risk recycling," the practice was the latest concoction of financial engineers at

banks including Bank of America Corp., Citigroup Inc. and Société Générale SA. [...]

[...] Here is how it works: Dealers transform bets on global stock-market indexes and tech darlings such as Apple Inc. and Amazon.com Inc. into fixed-income notes paying low but steady interest. They market them to individual investors in Asia through outlets including Japan Post Bank Co. Sales of these structured notes amounted to more than \$10 billion in Japan alone last year. [...]



Read more: <https://www.wsj.com/articles/globe-spanning-volatility-trade-is-hit-hard-by-market-slump-11584876909>

Source: The Wall Street Journal - March 22, 2020

CFB



## Extreme market stress puts \$6.4tn ETF sector under acute pressure

[...] Legendary corporate raider Carl Icahn warned ... *"the world's largest asset manager had created an illusion of liquidity in high-yield bond ETFs"*. [...]

[...] High-yield ETFs have seen acute selling pressure. [...]

[...] Global assets held by exchange traded funds have doubled in size in less than four years, reaching a \$6.4tn record at the end of 2019. [...]

[...] Regulators worry that ETFs could intensify market turmoil. [...]

[...] *"ETFs are not Harry Potter products. They can't create magical liquidity,"* Hector McNeil, co-founder of HANetf, a fund incubator, says. [...]

Read more: <https://www.ft.com/content/10adc3d5-d38b-4594-8fc0-5e55302c6afa>

Source: *Financial Times* - March 18, 2020

CFB

## BlackRock's black box: the technology hub of modern finance

[...] As toxic mortgage-backed securities tore through the financial system more than a decade ago, the US government turned to Larry Fink, one of their earliest pioneers, for help. [...]

[...] Mr Fink made a fortune packaging mortgages together and selling off slices of the combined pools in the 1980s ... before founding BlackRock. [...]

[...] The arrangement (between the US government and Larry Fink) would net BlackRock tens of millions of dollars in government contracts, awarded largely without a tender process ... and put it at the forefront of the fintech revolution and cement Mr Fink's standing at the intersection of politics and finance. [...]

[...] At the heart of this exchange was Aladdin, BlackRock's vast technology platform. [...]

Read more: <https://www.ft.com/content/5ba6f40e-4e4d-11ea-95a0-43d18ec715f5>

Source: *Financial Times* - Feb. 24, 2020

CFB

## Federal Reserve Taps BlackRock to Purchase Bonds for the Government

[...] World's largest money manager by assets to purchase agency CMBS on behalf of New York Federal Reserve—a reflection of the influence of the world's largest money manager. [...]

[...] BlackRock also will manage two large bond-buying programs. It will be in charge of a Fed-backed facility to buy new investment-grade bonds from U.S. companies. [...]

[...] The firm also will oversee another vehicle for buying already-issued investment-grade bonds. Bond purchases will be the focus of that effort. But the firm has latitude to buy U.S. investment grade bond ETFs—including exchange-traded funds of its own. BlackRock is the largest provider of bond ETFs. [...]

[...] The mandate is expected to be significant. [...]

[...] The tasks place BlackRock in a potentially controversial position of implementing the administration's response to the spreading coronavirus pandemic. The firm's roughly \$7-trillion reach extends into everything from equities to bonds to private equity.

Read more: <https://www.wsj.com/articles/federal-reserve-taps-blackrock-to-purchase-bonds-for-the-government-11585085843>

Source: *The Wall Street Journal* - March 24, 2020

CFB

## Why the US Federal Reserve turned again to BlackRock for help

[...] The exigencies of fighting Covid-19 trumped any potential conflicts of interest. [...]

[...] As wild policy experiments unfold, a familiar figure is also back in the frame: Larry Fink, chief executive of BlackRock, the \$7tn asset management behemoth. [...]

[...] What is more notable is that BlackRock received this mandate without a contest. Moreover, his asset management firm has such a humungous footprint that it will inevitably collide with those Fed vehicles. [...]

Read on: <https://www.ft.com/content/f3ea07b0-6f5e-11ea-89df-41bea055720b>

Source: *Financial Times* - March 26, 2020

CFB

## ANALYSES & PLACEMENTS

### How the Federal Reserve Can Ease the Coronavirus Panic

*...article by Prof. Steve H. Hanke & John Greenwood — as published by WSJ on March 9, 2020*

*Rate cuts won't do much good, but the bank can calm panicky markets and avoid recession by supplying liquidity.*

The spread of the new coronavirus has already wreaked economic havoc. China's economy virtually came to a standstill in February. Elsewhere, tourist and business travel has collapsed, conferences and sporting events are being canceled, and supply chains for the production of goods have been hit. These demand and supply-side shocks—and the expectation of more to come—have led to panic in the financial markets. In the past two weeks, equity markets have fallen steeply and volatility has soared, the 10-year U.S. Treasury yield has collapsed to an all-time low, and liquidity in the market for U.S. government securities—normally the world's most liquid market—has dried up.

These knee-jerk reactions are understandable. After all, nobody can know the duration and course of this scourge, and markets hate uncertainty. But if one takes a longer view with clear eyes, the American economy is in good shape. The longest expansion in U.S. history is set to continue. Balance sheets are sound, and there is ample monetary support for continued growth. The broad money supply measured by Divisia M4 is growing at an annual rate of 6.9%, up from 4.2% a year earlier.

Asia is the epicenter of the Covid-19 outbreak. It's also the epicenter of the supply-chain problems. Supply chains are nothing more than payment chains in reverse. Typical supply chains consist of a supplier of raw materials, a maker of basic industrial goods, a manufacturer of semifinished or partly assembled items, and the maker and distributor of final products. At each stage there is a payment flowing in the other direction.

Key links in the physical supply chains are heavily concentrated in Asia. Trade finance—the “financial supply chain”—which underpins the production supply chains, is U.S. dollar-denominated and supplied by banks in Japan, Korea, Taiwan, China and Hong Kong. But these Asian banks' access to dollar funding is limited. When dollar-funding stresses occur in Asian financial markets, they ricochet toward U.S. banks and finally to the Federal Reserve as the ultimate supplier of dollars or dealer of last resort.

These funding problems have already started to show up in the U.S. money markets. The term repo auction



**Steve H. Hanke**

*is a Professor of Applied Economics  
at the Johns Hopkins University  
and is one of the world's leading experts on  
troubled currencies and hyperinflation.*

conducted by the New York Fed on March 5 was three times oversubscribed. Bids were \$72.55 billion compared with the \$20 billion offered. In other words, dealers are concerned that over the next two weeks they may need cash to meet demand from their correspondent banks in Asia or to ensure they can bid in the coming U.S. Treasury auctions.

How should the Fed respond? Last Tuesday, the Federal Open Market Committee decided to cut the range for the fed-funds rate by 50 basis points. The world's major central bankers and commentators fetishize interest rates. They cheered the Fed's move because they believe that changes to interest rates are an indicator of the central bank's monetary-policy stance. In times of trouble, they think, lower fed-funds rates are countercyclical and therefore desirable. But now the central bankers think they are out of, or nearly out of, ammunition, since interest rates are near zero, or even negative. In an unexpected twist, central bankers have become the loudest proponents of fiscal stimuli.

The focus on interest rates originated with John Maynard Keynes and has been propagated by antimoney Keynesians ever since. Consider: During the Depression, the Fed's discount rate was 6% when the stock market crashed in October 1929. By April 1931, it had plunged to 1.5%. This signaled to many that monetary policy had been loosened.

## ANALYSES & PLACEMENTS

### How the Federal Reserve Can Ease the Coronavirus Panic

...article by Prof. Steve H. Hanke & John Greenwood — as published by WSJ on March 9, 2020

But interest rates weren't the only things plunging. So was the money supply, indicating that monetary policy was actually too tight. Interest rates as a gauge of the Fed's monetary-policy stance were—and are—no better than flying blind.

Monetary policy today has become detached from reality and the needs of markets. It is driven by misleading theories about what interest rates can achieve. Contrary to popular belief and the wisdom of crowds, monetary policy isn't about interest rates. It is about providing the right amount of funding—the right quantity of money.

The right response to the current volatility is to follow Walter Bagehot's classic dictum: Supply ample funds at a penalty rate against decent collateral. In other words, the Fed needs to supply liquidity to deal with the panic—whether by quantitative-easing purchases of long bonds, by Treasury bill purchases, by repos or, most important, by increasing the amounts of U.S. dollar swaps available to the central banks of Japan, China, South Korea, Taiwan and Hong Kong.

If the Fed acts to remove the financial stresses in the market via liquidity injections, the panic will subside and a recession can be avoided. The injections can then easily be withdrawn so that they don't later generate inflation.

Though the coronavirus pandemic poses serious short-term problems, it need not exacerbate the financial panic or tip the global economy into a recession. But the right strategy is crucial. The Fed and other central banks must let go of their interest-rate fetish. They must do what central banks have traditionally done to tamp down and extinguish panics. Ample liquidity—read: money—must be supplied at penalty rates.

## ABOUT THE AUTHORS

### Steve H. HANKE

*Professor of Applied Economics, Johns Hopkins University*

*Steve H. Hanke is a Professor of Applied Economics and Founder & Co-Director of the Johns Hopkins Institute for Applied Economics, Global Health, and the Study of Business Enterprise.*

*He is a Senior Fellow at the Cato Institute in Washington, D.C., a regular contributor to the Wall Street Journal Opinion pages, a well-known currency reformer, and a currency and commodity trader.*

*Prof. Hanke served on President Reagan's Council of Economic Advisers, has been an adviser to five foreign heads of state and five foreign cabinet ministers, and held a cabinet-level rank in both Lithuania and Montenegro.*

*He has been awarded seven honorary doctorate degrees and is an Honorary Professor at three foreign universities.*

*He was President of Toronto Trust Argentina in Buenos Aires in 1995, when it was the world's best-performing mutual fund.*

*In 1998, he was named one of the twenty-five most influential people in the world by World Trade Magazine.*

### John GREENWOOD

*Chief economist at Invesco in London*

*John Greenwood is based in London and is Chief Economist of Invesco, with responsibility for providing economic analysis and forecasts to Invesco portfolio managers and clients. Additionally, Mr. Greenwood is a Director for Invesco Hong Kong Limited and Invesco Asset Management Singapore Ltd. Mr. Greenwood started his career in 1970 as a visiting research fellow at the Bank of Japan. In 1974, he became chief economist with GT Management plc (acquired by Invesco in 1998) and was initially based in Hong Kong, and later San Francisco. As editor of the Asian Monetary Monitor in 1983, he proposed a currency board scheme for stabilizing the Hong Kong dollar. Mr. Greenwood was a director of the Hong Kong Futures Exchange Clearing Corp. for four years until 1991. In 1992, he became a council member of the Stock Exchange of Hong Kong, a position he held for a year. During that time, he was also an economic advisor to the Hong Kong government. Mr. Greenwood has been a member of the Committee on Currency Board Operations of the Hong Kong Monetary Authority since 1998. He is also a member of the Shadow Monetary Policy Committee in England and serves on the board of the Hong Kong Association in London. He earned an MA from the University of Edinburgh in addition to an honorary PhD he holds from the university. Mr. Greenwood is the author of Hong Kong's **Link to the US Dollar—Origins and Evolution**, which was published in 2007. He is also an Officer of the Order of the British Empire.*



## ANALYSES & PLACEMENTS

### Eurobonds: A Further Threat to the Long-Run Viability of the European Union

...article by Dan Mitchell, Center for Freedom and Prosperity

Motivated in part by a sensible desire for free trade, six nations from Western Europe signed the Treaty of Rome in 1957, thus creating the European Economic Community (EEC). Sort of a European version of the North American Free Trade Agreement (now known as USMCA).

Some supporters of the EEC also were motivated by a desire for some form of political unification and their efforts eventually led to the 1992 Maastricht Treaty, which created the European Union – along with increased powers for a Brussels-based bureaucracy (the European Commission).

There are significant reasons to think that this evolution – from a Europe based on free trade and mutual recognition to a Europe based on supranational governance – was an unfortunate development.

Back in 2015, I warned that this system would “*morph over time into a transfer union. And that means more handouts, more subsidies, more harmonization, more bailouts, more centralization, and more bureaucracy.*”

A few years earlier, when many of Europe’s welfare states were dealing with a fiscal crisis, I specifically explained why it would be a very bad idea to have “eurobonds,” which would mean – for all intents and purposes – that reasonably well governed nations such as Germany and Sweden would be co-signing loans for poorly governed countries such as Italy and Greece.

Well, this bad idea has resurfaced. Politicians from several European nations are using the coronavirus as an excuse (“never let a crisis go to waste”) to push for a so-called common debt instrument.

Here are the relevant parts of the letter.

*[...] we need to work on a common debt instrument issued by a European institution to raise funds on the market on the same basis and to the benefits of all Member States, thus ensuring stable long term financing... The case for such a common instrument is strong, since we are all facing a symmetric external shock, for which no country bears responsibility, but whose negative consequences are endured by all. And we are collectively accountable for an effective and united European response. This common debt instrument should have sufficient size and*

*long maturity to be fully efficient... The funds collected will be targeted to finance in all Member States the necessary investments in the healthcare system and temporary policies to protect our economies and social model. [...]*

Lots of aspirational language, of course, but no flowery words change the fact that “collectively accountable” means European-wide debt and “social model” means welfare state.

I wrote last year that globalization is good whereas global governance is bad. Well, this is the European version.

The Wall Street Journal opined against the concept. Here’s some background information.

*[...] Bad crises tend to produce worse policy... We speak of proposals for “corona bonds,” an idea floated as a fiscal solution to Europe’s deepening pandemic. Italian Prime Minister Giuseppe Conte launched the effort, and French President Emmanuel Macron this week joined Mr. Conte and seven other leaders in backing such a bond issue for health-care expenditures and economic recovery. Some 400 economists have joined the chorus. ...The bonds would be backed collectively by member governments. The proceeds could be allocated to members such as Italy that otherwise couldn’t borrow from private markets. ...Calls for euro bonds last hit a crescendo during the debt crises of 2010-12, when they were pitched to fund bailouts of Greece and others. But the idea has never gone anywhere because it would transform the eurozone into something voters didn’t approve when the currency was created in the 1990s. [...]*

And here’s the editorial’s explanation of why eurobonds would be a very bad idea.

*[...] Europeans were promised the euro would not become an excuse or vehicle for large fiscal transfers between member states. ...Proponents say corona bonds are a special case due to the unfolding economic emergency. But the Italian government that now can’t finance its own recovery was also one of the worst fiscal offenders before Covid-19... Claims that the corona bond would be temporary aren’t credible because European elites have wanted such a facility for years... Voters can assume that, if they get these bonds in a crisis, they’ll be stuck with this facility forever. ...euro bonds would create profound governance problems. ...With corona bonds, German and Dutch taxpayers for the first time are being asked to write a blank check to Italy and perhaps others.[...] Amen.*

Sophie Wilmès, Prime Minister of Belgium  
Emmanuel Macron, President of the French Republic  
Kiriakos Mitsotakis, Prime Minister of Greece  
Leo Varadkar, Taoiseach of Ireland  
Giuseppe Conte, President of the Council of Ministers of Italy  
Xavier Bettel, Prime Minister of Luxembourg  
António Costa, Prime Minister of Portugal  
Javier Sánchez, Prime Minister of Spain



## ANALYSES & PLACEMENTS

### Eurobonds: A Further Threat to the Long-Run Viability of the European Union

...article by Dan Mitchell, Center for Freedom and Prosperity

Once the camel's nose is under the tent, it would simply be a matter of time before eurobonds would become a vehicle for bigger government in general and more country-to-country transfers in particular.

Hopefully this terrible idea will be blocked by nations such as Germany, Sweden, and the Netherlands (this [satirical video](#) will give you an idea of the tension between the European nations that foot the bills and the ones looking for handouts).

Some advocates for eurobonds say there's nothing to worry about since the European Commission and related pan-European bureaucracies currently don't spend much money, at least when measured as a share of overall economic output.

Which is why I sometimes warn my European friends that the United States is an example of why they should be vigilant.

For much of American history, the central government in Washington was very small, as envisioned by the Founders.

DECADE	Population Growth	REAL ESTIMATED GDP & GDP GROWTH Annual Average Growth Rate	TOTAL REVENUE Annual Average as a % of Est. GDP / GDP	TOTAL SPENDING Annual Average as a % of Est. GDP / GDP	NON-INTEREST SPENDING Annual Average as a % of Est. GDP / GDP	PUBLIC DEBT Annual Average as a % of Est. GDP / GDP	YEARS OF SURPLUS	YEARS OF DEFICIT
1790s	34.82%	6.31%	1.90%	1.95%	1.01%	24.33%	6	4
1800s	32.28%	3.71%	2.32%	1.59%	0.93%	13.07%	9	1
1810s	29.34%	3.11%	2.63%	2.85%	2.24%	10.78%	5	5
1820s	30.33%	4.41%	2.57%	1.93%	1.44%	9.40%	8	2
1830s	28.94%	3.59%	2.27%	1.76%	1.73%	0.80%	7	3
1840s	32.07%	4.95%	1.44%	1.68%	1.60%	1.46%	4	5
1850s	30.79%	5.39%	1.66%	1.63%	1.55%	1.43%	7	3
1860s	23.87%	3.13%	3.62%	6.64%	5.63%	22.98%	5	5
1870s	22.56%	5.28%	3.67%	3.19%	1.94%	25.57%	10	0
1880s	22.52%	5.21%	2.94%	2.12%	1.69%	12.55%	10	0
1890s	18.10%	3.27%	2.36%	2.46%	2.22%	6.91%	4	6
1900s	19.11%	2.49%	2.12%	2.08%	1.99%	4.18%	5	5
1910s	13.42%	2.72%	3.30%	6.46%	6.19%	10.40%	4	6
1920s	13.50%	3.14%	4.56%	3.67%	2.70%	22.65%	10	0
1930s	6.52%	2.12%	5.19%	8.47%	8.73%	38.41%	0	10
1940s	14.14%	5.96%	14.82%	24.08%	22.75%	78.41%	3	7
1950s	16.65%	3.91%	17.08%	17.35%	16.10%	53.35%	4	6
1960s	11.63%	4.40%	17.35%	18.15%	16.91%	35.48%	1	9
1970s	9.42%	3.21%	17.37%	19.61%	18.13%	25.66%	0	10
1980s	8.72%	3.24%	17.65%	21.59%	18.78%	35.14%	0	10
1990s	11.90%	3.34%	18.17%	19.65%	16.82%	43.80%	3	7
2000s	8.70%	1.73%	16.57%	19.97%	18.44%	39.26%	1	9
2010s	2.24%	1.95%	16.17%	21.71%	20.33%	70.81%	0	4

But beginning with the so-called Progressive Era and then dramatically accelerating under the failed policies of Hoover and Roosevelt, the federal government has expanded dramatically in both size and scope.

The lesson to be learned is that more centralization is a very bad idea, particularly if that centralized form of government gains fiscal power.

That's especially true for Europe since the burden of government spending at the national level already is excessive. Eurobonds

would exacerbate the damage by creating a new European-wide method of spending money.

\* \* \*

*P.S. While eurobonds are a very bad idea, it would be even worse (akin to the U.S. approving the 16th Amendment) if the European Union somehow got the authority to directly impose taxes.*

## ABOUT THE AUTHOR

**Daniel J. Mitchell** is Chairman of the Center for Freedom and Prosperity (<http://www.freedomandprosperity.org>), a pro-market public policy organization he founded in 2000. His major research interests include tax reform, international tax competition, the economic burden of government spending, and other fiscal policy issues. Having also worked at the Heritage Foundation and Cato Institute, he has decades of experience authoring

papers, writing editorials, working with the public policy community, and presenting the free-market viewpoint to newspaper, television, and radio media. Dan has spoken to a wide variety of groups in dozens of cities and more than 50 foreign countries. He also serves on the editorial board of the Cayman Financial Review, and holds a Ph.D. in economics from George Mason University. Dan is Member of CIFA's Advisory Board.

## LE COIN TECHNIQUE

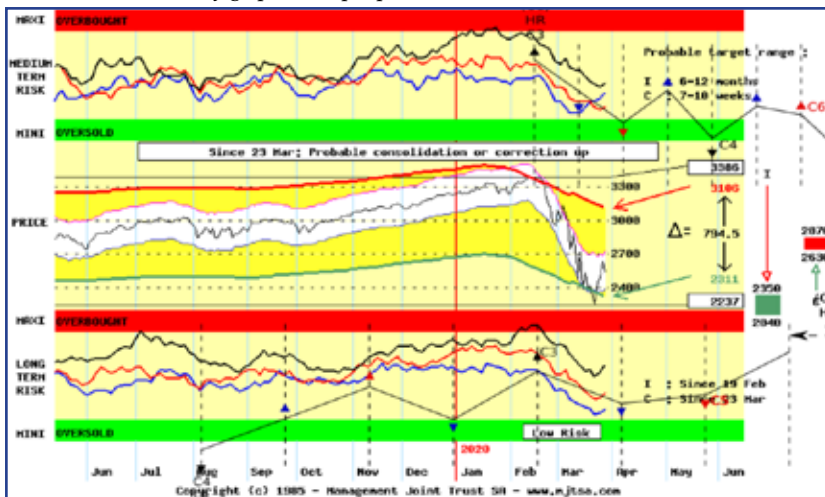
### Risk assets sell-off—Is the worse behind us?

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



Since the third week of March (early in the 4th week in the US), Equity markets and more generally risk assets have started to bounce. This rally ("Bear market rally"?) has been quite dynamic registering circa 20% performance on both the S&P500 and the EuroStoxx50 Index. Despite this strong rebound, however, both indexes are still circa 25% below their February highs. In this article, we briefly analyze both these indexes, in terms of timing and levels in order to evaluate if the worse is behind us, or what additional risks may still lie ahead.

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

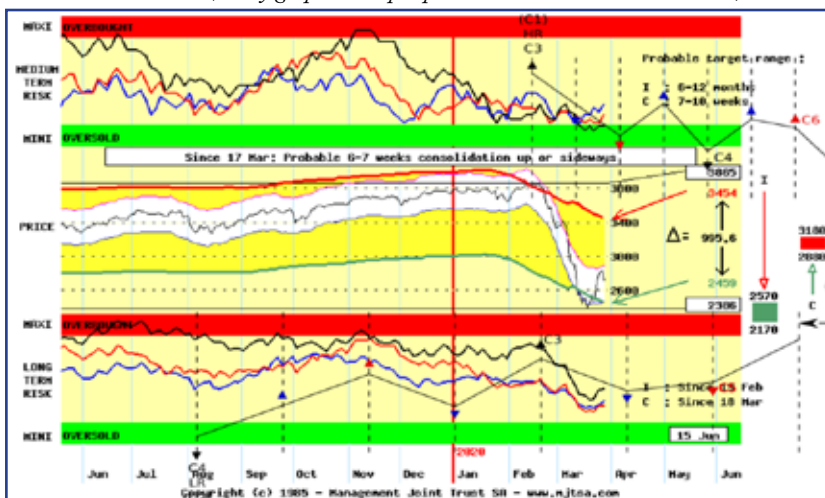


From the tops made the 3rd week of February, both oscillator series (lower and upper rectangles) suggest a further support point towards early April (probably during the 2nd week of April). Although, this may seem reassuring, it also implies that a downside retest may materialize until then. Indeed, our I Impulsive targets to the downside (right-hand scale) are pointing to further downside risk in the 2'350-2'040. Although, the upper end of this range would not imply new lows, we cannot exclude, given current volatility, another sell-off towards their lower end, to somewhere in the 2'100 and 2'000 range. Following that, we expect a bounce into late-April/early-May. It may also be quite dynamic and could reach back up to the 2'630-2'870 range. Finally, although a further downside retest could still materialize into late-May (probably without new lows), we believe the S&P500 could then rally into the Summer. As a rule of thumb, we would theoretically remain in a downtrend as long as the S&P500 stays below the upper end of our C Corrective targets to the upside around 2'870. If/once, this resistance is taken out, we will then be able to consider a retest of this year's highs, perhaps at some point during Summer/Fall.

For more information on our services and methodology, please visit [www.mjtsa.com](http://www.mjtsa.com) or contact us.

All opinions, news, research, analyses, prices or other information in the article above are provided as general market commentary and do not constitute any financial advice.

EuroStoxx50 Index (Daily graph or the perspective over the next 2 to 3 months)



From the tops made the 3rd week of February, both oscillator series (lower and upper rectangles) suggest a further support point towards early April (probably during the 2nd week of April). Although, this may seem reassuring, it also implies that a downside retest may materialize until then. Indeed, our I Impulsive targets to the downside (right-hand scale) are pointing to further downside risk in the 2'570-2'170. Although, the upper end of this range would not imply new lows, we cannot exclude, given current volatility, another sell-off towards their lower end, to somewhere in the 2'200 and 2'100 range. Following that, we expect a bounce into late-April/early-May. It may also be quite dynamic and could reach back up to the 2'880-3'180 range. Finally, although a further downside retest could still materialize into late-May (probably without new lows), we believe the EuroStoxx50 could then rally into the Summer. As a rule of thumb, we would theoretically remain in a downtrend as long as the EuroStoxx50 stays below the upper end of our C Corrective targets to the upside around 3'180. If/once, this resistance is taken out, we will then be able to consider a retest of this year's highs, perhaps at some point during Summer/Fall.

**CONCLUDING REMARKS:** The worse may indeed be behind us in terms of downside potential. Yet, following the rebound over the last couple of weeks some retracement/downside retesting is still expected into the 2nd week, perhaps mid-April. Given current volatility levels, we unfortunately

cannot exclude that marginal new lows could be made. Following that, another rebound will probably materialize into late-April/early-May. Late-May could then see a further downside retest before a rally into the Summer finally concludes this slow U-shaped recovery.



## LE COIN TECHNIQUE

### The US 30-year yield has made a historic secular low

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

October 2019 was the start of a rising quarterly candle for the US 30-year yield and many had expected the low spike just near 2% to be the final low of a declining period which started in the 1980s. However, the pullback in the early weeks of January was a clear divergence to the performance of the US equity markets and, as the health crisis exploded, the black down candle of the first quarter of 2020 is going to retain historic proportions on the log scale chart from 1977.

However, the low spike toward 1% is most likely becoming a secular historic low for the US 30-year yield as a rebound has already started, and the upcoming next quarter will probably become a white candle. Here we are likely influenced in our expectation by the huge stimulus package by the US Congress and by the Fed, which should ultimately have some kind of a reflationary impact. From a technical analysis viewpoint, a rise from 1.29% toward 1.78% is needed to confirm a reversal. Currently, only the resumption of the steepening between the

30-year and the 10-year maturity is an early confirming sign of the ongoing rebound of the US yield. Such a rise would not only create a monthly reversal, but allow the yield to re-enter the former descending wedge that has been in the making since 2009.

The speed of the rebound, or the absence of it, will be a good indicator of the type of economic regime (reflationary or deflationary) we are going to get in coming years.

#### Graph:

US 30-year yield in quarterly candlesticks with moving average 20-months surrounded by 2 Bollinger bands.

Further is displayed the Ichimoku cloud which is still capping the downtrend in yield and a tentative Wave count with a final spike low in March 2020, suggesting a potential secular low for US interest rates.

On the upper panel is represented the spread 30-year minus 10-year yield in black line, which gives information about a recent steepening of the yield curve between these 2 maturities.

On the lower panel are the momentum indicator Slow Stochastic hitting oversold area as in 2016 and, below it, the MACD, which will remain negative for a few quarters.

Source: Stockcharts.com / Support lines & parameters are provided by BEST.

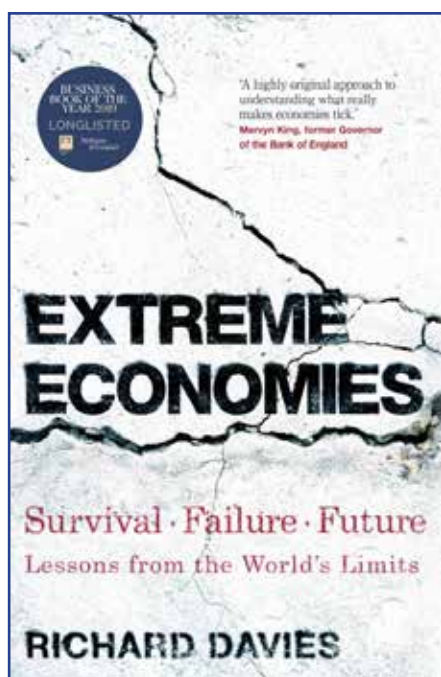


This information is being provided to you solely for your information, as an example of theoretical technical analysis and coaching, and does not constitute a recommendation to purchase or sell any security. Neither this document and its contents, nor any copy of it, may be altered in any way. This document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

## BOOK REVIEW

### Extreme Economies: Survival, Failure, Future – Lessons from the World's Limits

by Richard Davies



#### What Life at the World's Margins Can Teach Us About Our Own Future

An adage in the legal profession holds that hard cases make bad law. The premise of Richard Davies's "Extreme Economies" is that, at least with respect to economics, this notion is mistaken and strange outlier cases like the tsunami-ravaged Indonesian province of Aceh or the severe urban decline of Glasgow can teach us valuable general lessons about the world we live in.

Davies, a former economics editor of *The Economist* who's also done stints as an adviser at the Bank of England and to the chancellor of the Exchequer, brings that magazine's signature virtues to bear.

His book is divided into three parts — survival, failure, future — each of which subdivides into three case studies about specific places. All nine studies are engagingly written and genuinely interesting, each a dive into a corner of the world ... you not only learn about life in Kinshasa, for example, but get a good introduction to a range of basic economics concepts, from agglomeration theory to currency.

But while the book is simultaneously entertaining, informative and balanced, one may be left wondering exactly what it amounts to. "People like to trade and are

good at it," Davies writes in the final paragraph, "but the markets we create can destroy value — the only way forward is a new middle way." This call for a middle path between command-and-control planning and total marketization of everything has the virtue of being correct.

Read more: <https://www.nytimes.com/2020/01/14/books/review/extreme-economies-richard-davies.html>

\* \* \*

#### Going to extremes

Richard Davies obviously made the kind of road trip many of us only dream of to write *Extreme Economies*: from Akita in Japan to Santiago in Chile, from Glasgow to Kinshasa. The locations he chose illustrate one of three characteristics — survival (refugee camps in Jordan, post-tsunami Aceh, a US prison in Louisiana), failure (Panama's Darien Gap, Kinshasa in DRC, and post-industrial Glasgow), and the future (ageing Japan, digital Estonia, unequal Chile). As the book sums it up: "The year 2030, for most people on earth, will be a cocktail of these three cities: an urban society that is old, technologically advanced, and economically unequal."

Social capital features in all the examples here, either as a source of resilience or a cause of failure. Davies picks this up in the conclusion: "The biggest gap in economics is the way it completely ignores social capital."

Read more: <http://www.enlightenmenteconomics.com/blog/index.php/2019/09/going-to-extremes/>

\* \* \*

#### ABOUT THE AUTHOR

*Richard Davies is an economist based in London. He is a fellow at the London School of Economics and Political Science, and has held senior posts in economic policymaking and journalism. He has been Chair of the Council of Economic Advisers at HM Treasury, an economist and speechwriter at the Bank of England, and economics editor of The Economist. In addition to Extreme Economies, Richard has published widely on economics. He was the editor of The Economist's recent guide to economics (Profile, 2015; CITIC 2018) and his articles have featured in The Guardian, The Sunday Times, The Times and 1843 Magazine. He is the author of numerous research papers and is a founding trustee of CORE, a charity which provides open-access resources for economics teachers and students in universities across the world.*





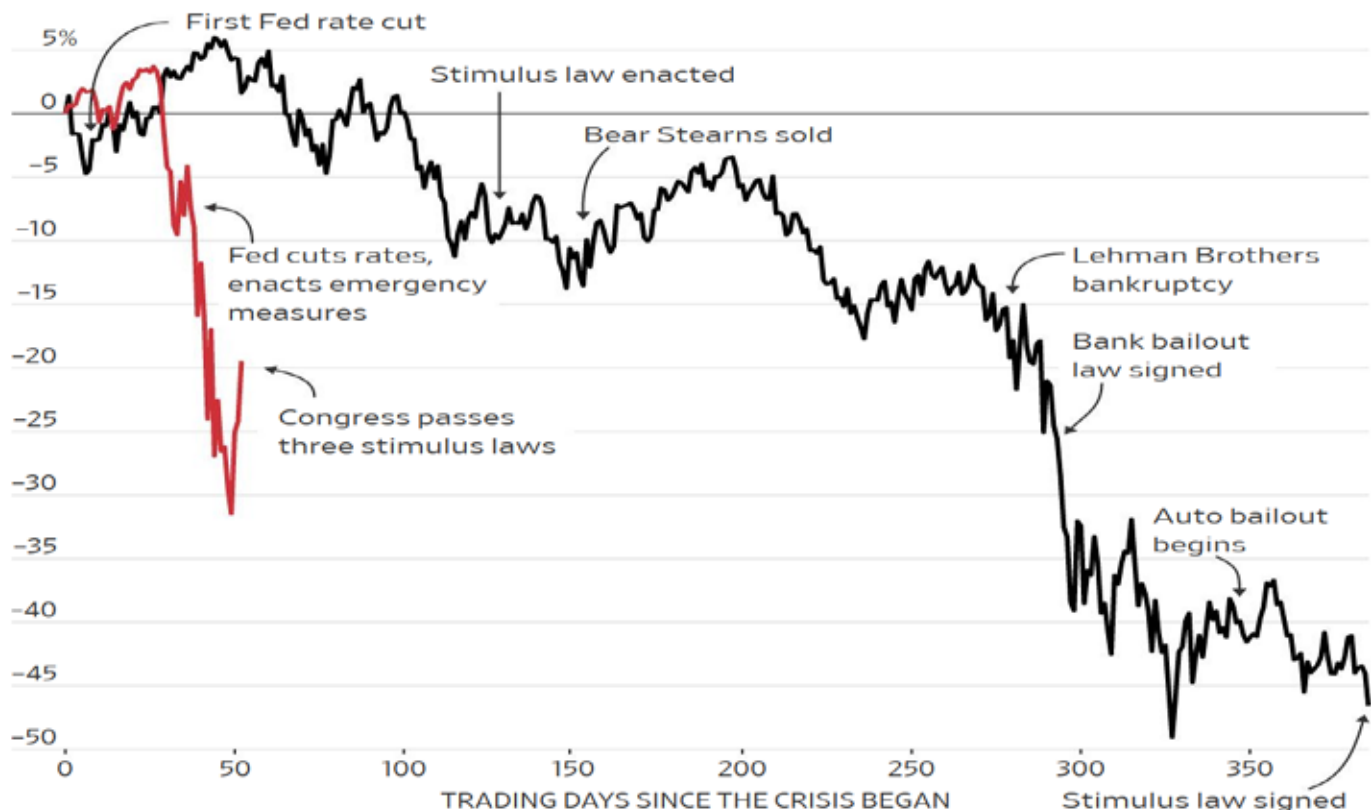
## CLIN D'OEIL À L'HISTOIRE

### Is the S&P500 done with its selloff?

#### S&P 500 performance

■ Since China reports first death from coronavirus (Jan. 11, 2020)

■ Since early signs of the financial crisis (Aug. 7, 2007)



Source: FactSet

Although Washington speed and size of action has been unprecedented, it may not be able, however, to stop the selling.

Historical Graph: courtesy of WSJ article a/o March 27, 2020

URL: <https://www.wsj.com/articles/how-fast-the-economy-crashed-and-washington-responded-in-charts-11585334137> URL

Cosima F. Barone, FINARC SA  
Membre du Conseil du GSCGI,  
[www.finarc.ch](http://www.finarc.ch) -- [c.barone@finarc.ch](mailto:c.barone@finarc.ch)



## LA PAROLE EST A VOUS

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

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

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

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

## LE SPONSOR D'AVRIL 2020

**GADD WEALTH MANAGEMENT SA — [www.gaddwm.com](http://www.gaddwm.com)**

Membre du GSCGI

**GADD**  
WEALTH MANAGEMENT



Gestion patrimoniale indépendante  
depuis 1989

[www.gaddwm.com](http://www.gaddwm.com)

**GADD WEALTH MANAGEMENT SA**

Rue de Lausanne, 20 bis, 1201 Genève  
T. +41 22 518 85 00 | Fax +41 22 518 85 01  
[info@gaddwm.com](mailto:info@gaddwm.com) | [www.gaddwm.com](http://www.gaddwm.com)