

# LE TEMPS *Finance*



Quels atouts reste-t-il  
aux places financières  
traditionnelles?

## Table ronde

Les banquiers privés suisses parlent des changements

pages 3 à 8

## Londres, Liechtenstein, New York, Luxembourg, Monaco

Reportages dans les places financières historiques

pages 9 à 13

## Réglementation

Les contraintes fiscales et anti-blanchiment et leurs effets sur l'activité des banquiers

pages 8, 15, 17, 29, 31

## Tendances

La gestion discrétionnaire monte en puissance

page 17

## Portraits

Bill Gross et Marc Faber, deux «gourous» du monde de l'investissement

pages 20 et 21

## Placements

Taux d'intérêt  
Capital-risque  
Immobilier  
Commodities  
Dérivés  
Petites valeurs  
Hedge funds  
Immobilier

pages 18 à 29

## Métier

Les femmes, une exception dans la banque privée

page 14

## La Suisse, adresse de choix du client «multi-domestique»

### ÉDITORIAL



Par Myret Zaki

**B**ienvenue dans l'ère des places financières régulées. La gestion de fortune traditionnelle vit un changement de mentalités, de cultures, de structures. Tel a été l'effet majeur, en cinq ans, de la transparence accrue, devenue le maître mot, la condition de survie. Et avec elle la poussée onshore, soit le déplacement progressif de la gestion de fortune des centres historiques transfrontaliers vers le domicile des clients. Face à cette donne, la consolidation

du secteur se poursuit en Suisse. Elle tirera peut-être d'affaire la banque Julius Bär, qui, avec 270 milliards sous gestion désormais, mise sur l'atout de la taille critique. Pour les banques privées genevoises, le mot d'ordre est la différenciation par le service. Elles veulent occuper les niches inaccessibles aux géants UBS et Credit Suisse. Face aux autres places financières, elles jouent sur les deux tableaux: irréprochabilité réglementaire et compétitivité industrielle.

Les «tradition» et «discrétion» ressassées jadis cèdent la première place aux concepts de «positionnement ciblé», de «performance» et «gestion de la marque». Clairement, la notion de centre de gestion helvétique cède le pas à celle de centre de compétence. Car la Suisse est l'héritière naturelle d'un savoir privilégié. Elle est le dépositaire mondial de l'expertise fiscale multi-juridictions, l'adresse de choix pour les clients «multi-domestiques» d'aujourd'hui et de demain. Ces patrimoines

touchés par divers régimes fiscaux pourront assembler ici les plus judicieuses structures. En fait de navigation fiscale et de structuration patrimoniale, les Suisses n'ont rien à apprendre. Un nouveau modèle d'affaires se dessine donc: il reposera sur la mobilité complète de la gestion et de la distribution de produits, vendues «à domicile», tandis que le centre historique de la Suisse restera comme l'incubateur de solutions patrimoniales. ■

# Introduction

2 • LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005

## A l'ère de la transparence fiscale, l'image d'une place est la clé

Cette année, le hors-série Finance du Temps s'est penché sur les mutations parfois radicales qu'ont connues les places financières traditionnelles pour s'adapter aux nouvelles règles du jeu internationales. A travers des reportages, les places de Luxembourg, Liechtenstein, Monaco mais aussi Londres

et New York ont été explorées pour répondre à la question suivante: à l'ère de la transparence fiscale et de la tendance à l'onshorisation des nouvelles fortunes, quels arguments peuvent mettre en avant ces places pour attirer des avoirs transfrontaliers?

Il ressort de manière frappante que les plus petites places, Liech-

tenstein et Monaco, ont dû opérer un virage à 180° pour troquer leur image associée à l'argent gris ou noir contre celle de places transparentes et compétitives au plan des produits. Le Liechtenstein a ainsi renoncé à ses fiduciaires et ses «Anstalt» (holdings) pour poursuivre de nouvelles ambitions dans les fonds de placement ciblant les

petits clients, et dans l'offre de trusts. La Principauté, comme le Grand-Duché, mettent en avant un avantage par rapport à la Suisse: toutes deux ont accès au marché intérieur de l'UE sans encombre, tout en bénéficiant, grâce à la position de la Suisse, d'une protection de leur secret bancaire (pp. 10-13).

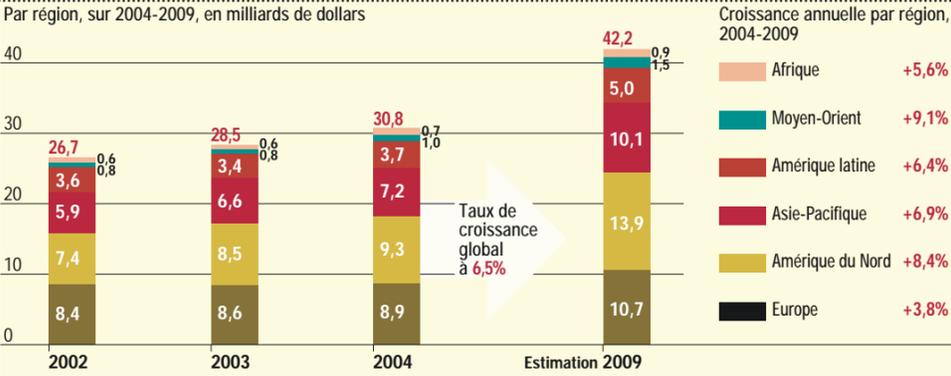
Dans la table ronde qui suit, organisée en juillet à Genève, des banquiers privés suisses réfléchissent ensemble aux stratégies gagnantes de demain.

Le second volet du supplément s'adresse aux investisseurs. Il offre un survol des dernières tendances dans la gestion, des avis d'experts et de «gourous» mondiaux sur la plu-

part des classes d'actifs, et des placements échappant à la Directive sur la fiscalité de l'épargne.

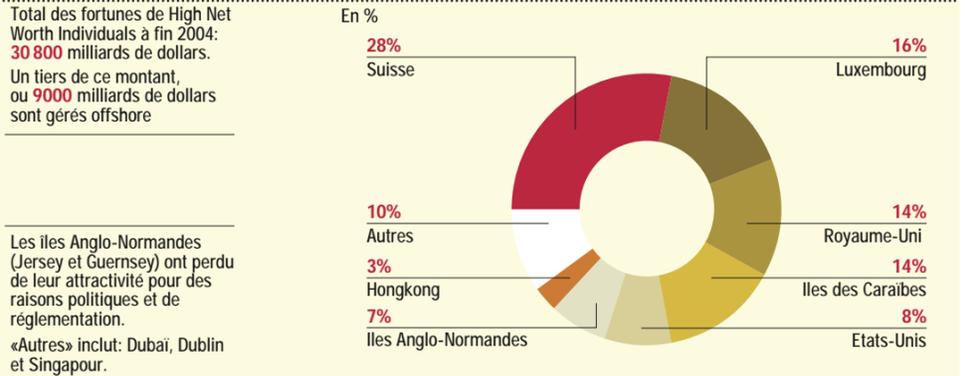
Enfin, des spécialistes commentent sans langue de bois l'effet des réglementations (blanchiment, fiscalité de l'UE) sur le travail du banquier, sur les nouveaux modes de gestion, et sur l'évolution des logiciels bancaires (pp. 8, 15, 17, 31). ■

### Prévisions de la croissance des fortunes de millionnaires



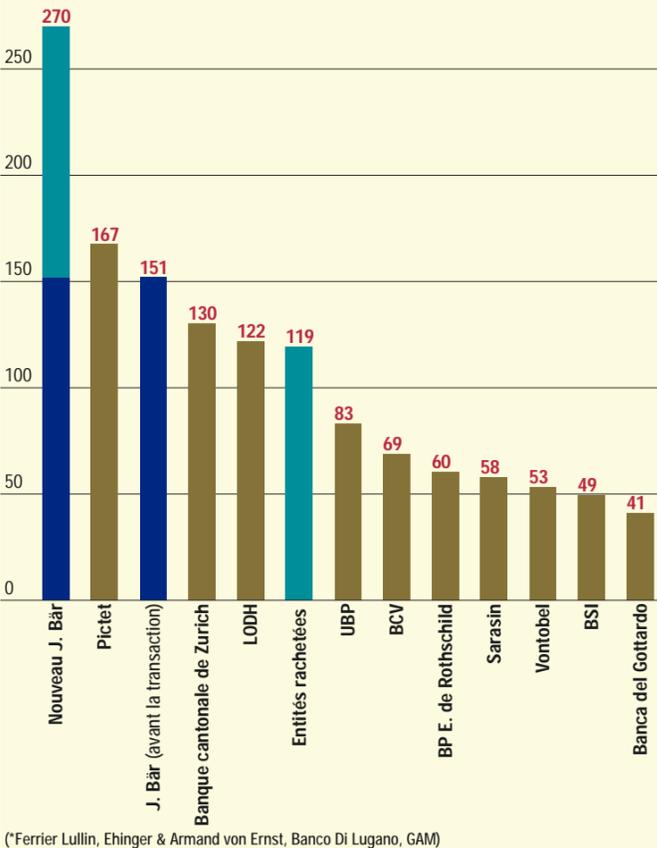
SOURCE: WORLD WEALTH REPORT 2005 DE MERRILL LYNCH/CAPGEMINI

### Parts des places financières dans les avoirs offshore globaux

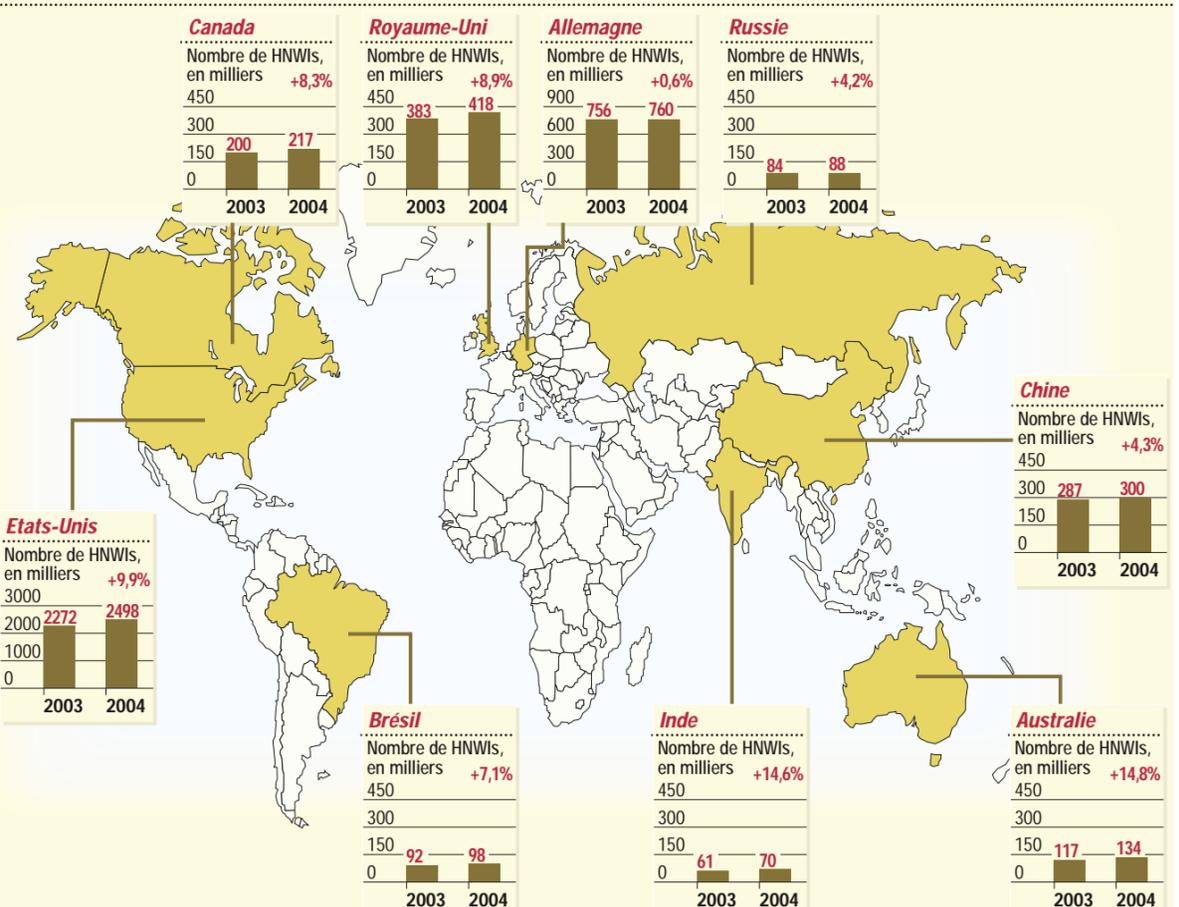


### Comparaison des banques privées suisses

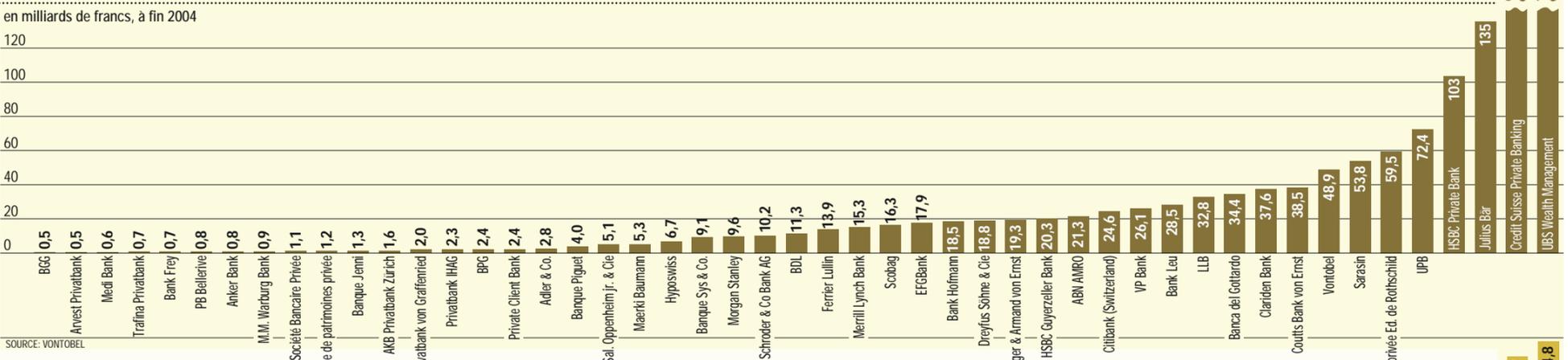
après le rachat par J. Bär des entités de UBS (SBC Wealth Management\*)



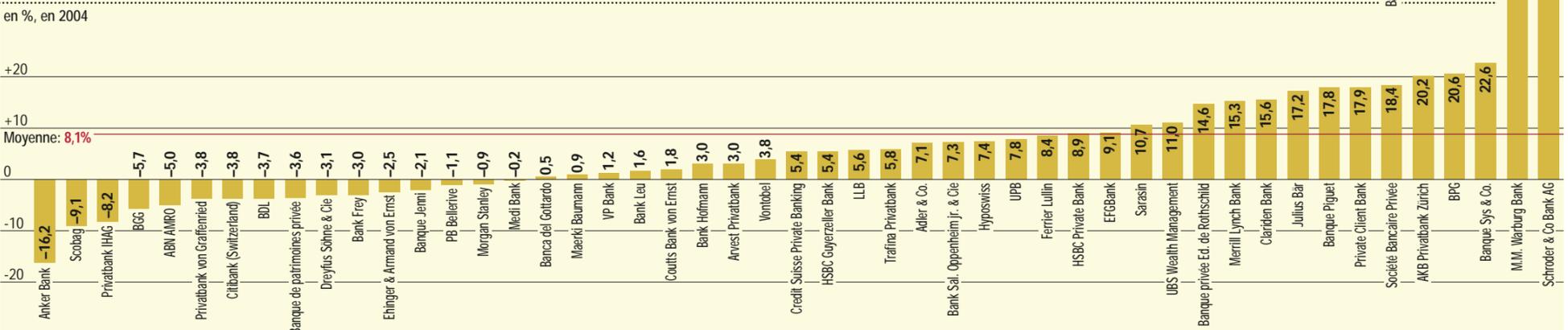
### Croissance du nombre de High Net Worth Individuals



### Fonds sous gestion des banques privées suisses



### Croissance des fonds sous gestion



JOËL SUTTER

# Table ronde à Genève

LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005 • 3



### INTERVENANTS (de haut en bas)

**Anne-Marie de Weck**, associée-gérante, Lombard Odier Darier Hentsch & Cie

**Nicolas Pictet**, associé-gérant, Pictet & Cie

**Peter E. Merian**, CEO, banque Sarasin & Cie

**Alfredo Piacentini**, associé, Banque Syz & Co

**Brian Schroeyens**, directeur général, Petercam Private Bank (Suisse), filiale de la banque belge Petercam

### MODÉRATEURS

**Carlo Lombardini**, avocat au barreau de Genève, spécialiste du droit bancaire

**Michel Juvet**, membre du comité de direction, Bordier & Cie

## «Le secret bancaire est «sauvé». Passons à une logique d'attaque»

La stratégie «onshore» consiste, pour une banque privée, à gérer les avoirs des clients chez eux, dans leur pays de résidence. Elle marque l'avènement d'une ère de transparence fiscale accrue, où le client européen aspire moins à mettre son argent à l'abri du fisc dans une place financière lointaine, qu'à accéder près de chez lui à des services et produits de gestion de qualité et générant des rendements attrayants. En 2005, ce thème arrive largement en tête des préoccupations des banquiers privés suisses.

Lancée en 1999-2000 par les deux grandes banques suisses, la stratégie onshore n'est certes

pas encore rentable dans leurs comptes de pertes et profits, mais elle fait rentrer chaque trimestre des milliards de francs de nouveaux avoirs dans les coffres de UBS et de Credit Suisse. Les deux colosses helvétiques se sont, depuis, nettement distancés en termes d'afflux d'argent frais de clients privés, par rapport à leurs plus petits concurrents helvétiques, toujours axés sur une gestion depuis la Suisse, ou «offshore».

Table ronde sur les atouts et les faiblesses de la place financière suisse, à l'ère de la transparence fiscale accrue et de l'«onshorisation» des nouvelles fortunes

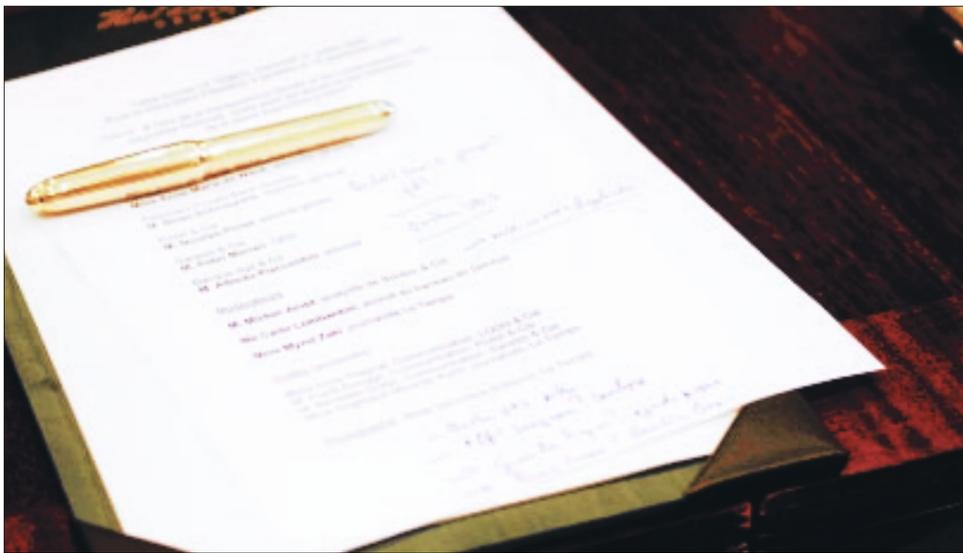
Par Myret Zaki  
Photos: Véronique Botteron

Au vu de ce succès des grandes banques, les plus petits acteurs de la place suisse élaborent actuellement une stratégie similaire, mais adaptée à leur positionnement différent, à leurs contraintes de coûts, soit aux caractéristiques d'établissements petits et moyens. Ces axes de réflexion ont été

développés lors d'une table ronde organisée à Genève par *Le Temps*. Des responsables de banques privées et des spécialistes de la place ont échangé leurs vues. En voici le compte-rendu.

**Thème: A l'ère de la transparence fiscale et de l'onshorisation des nouvelles fortunes, quels sont les atouts et les faiblesses de la place financière suisse? Quels effets constatez-vous depuis l'application de l'accord Suisse-UE sur la fiscalité de l'épargne? Par quels avantages particuliers se démarqueront ces prochaines années les banques privées suisses, et quels éléments attireront les nouvelles fortunes (qui se créent ou s'héritent) vers la Suisse plutôt qu'ailleurs?**

Lire en bas à gauche



### Table ronde

**Anne-Marie de Weck:** La cohérence d'un modèle d'affaires et la qualité d'exécution sont deux facteurs clés. Pour autant qu'une banque définisse clairement ce qu'elle veut, et qu'elle s'y tienne de manière systématique et cohérente, elle a sa place sur le marché et l'avenir de la place financière suisse est assuré. On ne peut pas s'accorder des dispersions et on doit concentrer nos efforts de façon structurée.

Si l'on aborde maintenant la fiscalité de l'épargne, nous l'avons mise en place comme nous l'avons fait pour beaucoup d'autres réglementations. Et nous sommes devenus presque coutumiers du fait depuis plusieurs années. Le Luxembourg, qui a aussi opté pour la retenue à la source, a connu une situation tout à fait comparable et s'est bien préparé.

Un dernier point concernant la place financière, nous devons mieux communiquer. Nous constatons en effet que nous sommes souvent mieux perçus à l'étranger que chez nous, ce qui constitue une réelle préoccupation.

Pour mener cette tâche à bien, nous avons besoin du soutien de tous les acteurs économiques et politiques de notre pays.



**Nicolas Pictet:** La Directive sur la fiscalité de l'épargne n'est pas un souci particulier. Ma première préoccupation concerne le développement onshore: comment réussir cette stratégie et la mener vers la rentabilité? On peut se demander pourquoi tous les établissements se sont précipités dans cette voie. Les exigences réglementaires n'y sont probablement pas étrangères. Je pense à l'Allemagne, par exemple, qui a rendu extrêmement difficile le démarchage de ses citoyens sur le territoire allemand pour les banques non établies dans ce pays, mais aussi à l'Italie, où il y a clairement avantage à ouvrir un compte auprès d'un établissement transalpin pour des questions de responsabilité dans le reporting fiscal.

Il est assez frappant de voir que, bien que nous vivions dans un monde global, les gens restent sensibles à la proximité géographique. Dans ce monde très concurrentiel, il faut que chaque banque trouve sa niche et sache clairement à qui elle veut s'adresser. Se lancer sur un marché sans avoir une idée très précise des objectifs poursuivis constitue une source de risque assez importante.

Deuxième point: la performance de gestion. Aujourd'hui, ●●●

PUBLICITÉ

JB  
**BLANCPAIN**  
MANUFACTURE DE HAUTE HORLOGERIE

*On ne réussit pas le change point;  
prendre son change est un luxe rare et précieux...*

*Philippe RoCHAT*  
Philippe RoCHAT, Cuisinier. Crissier.  
★★★

Réveil GMT  
Date, réserve de marche du réveil,  
double fuseau horaire, automatique.



Blancpain - 1094 Paudex - Suisse

www.blancpain.com

# Table ronde à Genève

4 • LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005

●●● les clients montrent une volonté très claire de performance absolue, – pour ce que cela veut dire –, et qui explique d'ailleurs, en tout cas jusqu'à récemment, le succès des hedge funds. Il y a là une réflexion à conduire sur une gestion décorrélée des marchés. C'est un style de gestion, une approche différente de ce qui a été fait par le passé.

La qualité du service: nous sommes toujours très en avance en Suisse sur ce point, mais il faut veiller à ne pas tomber dans une mentalité produits.

Les marges: c'est une chose à laquelle nous devons être vigilants, car les investissements que nous devons faire aujourd'hui pour satisfaire les clients sont beaucoup plus importants que par le passé. Les clients demandent une prise en charge beaucoup plus globale, sans compter cet effort onshore de proximité, la vive concurrence, et le fait que beaucoup d'établissements cherchent à gagner des parts de marché en faisant du dumping.

Ensuite, la réglementation: les conditions-cadres dans lesquelles nous évoluons se sont détériorées et nous souffrons de certains de leurs aspects, devenus très lourds.

Dernier élément: jamais autant, la marque n'a joué un rôle aussi important. La gestion de la marque et la reconnaissance d'un établissement sont devenues plus qu'auparavant une préoccupation importante pour chacun.

**Peter Merian:** La fiscalité de l'épargne nous a quand même créé beaucoup de travail, même plus que pour les accords Qualified Intermediary (ndlr: avec le fisc américain). C'est un devoir qui occupe une personne par jour, pour nous, et qui nous a coûté plus d'un million. Les changements réglementaires, les amnisties fiscales, et les pressions de l'UE ont conduit à un accroissement de la transparence fiscale. Ils ne signifient toutefois pas la disparition de la confidentialité à l'égard des clients, et il faut convaincre les clients tous les jours que notre travail préserve le respect de la sphère privée.

Au vu de l'internationalisation de la clientèle, les banques doivent être à jour en matière de réglementation fiscale en vigueur dans leurs pays d'origine. Il y a donc un besoin de produits d'optimisation fiscale, et cela est aussi un devoir des banques.

**Alfredo Piacentini:** En ce qui concerne la Directive, la place financière a dû trouver un équilibre entre la situation antérieure et nos privilèges liés au secret bancaire, sans être exclue du concert européen. Les priorités varient selon les institutions. Mais nous pensons que l'onshore est la première des solutions. La performance est vitale dans la concurrence au niveau international: on ne peut plus se barricader derrière des privilèges, on joue en terrain ouvert. Mais la place financière a des avantages de technicité et de compétence internationale que l'on ne trouve pas dans les différents pays européens, qui sont extrêmement concentrés, malgré tout, sur leurs marchés nationaux.

**Brian Schroyens:** Nous avons connu ce petit phénomène l'année dernière, qu'est la DLU, l'amnistie fiscale belge, et qui biensûr nous a affectés plus que la majorité des banques suisses. Néanmoins, cela a offert une opportunité, pour un certain nombre d'établissements, de faire la démarche inverse et de accompagner des clients sur leur marché domestique. En termes d'onshore, la création d'une antenne locale a même permis d'aller plus loin que le simple «accompagnement» des clients existants: de se profiler sur des marchés dont ils connaissent bien la clientèle, et sur laquelle ils ne sont pas toujours aussi pointus en termes de réglementation locale. Ces démarches d'amnistie, qui ont l'air de se multiplier, ont donc été une manière un peu oblique,

pour des institutions basées en Suisse, de s'internationaliser et de s'étendre à partir d'un noyau de clients que l'on connaît, dans le pays d'accueil. La Suisse a là une occasion d'adopter une optique plus internationale, plutôt que d'être simplement repliée sur son territoire national.

**Carlo Lombardini:** On parle beaucoup d'onshore. Mais UBS, par exemple, a déclaré que ses activités onshore en Europe restent déficitaires. Est-ce que l'onshore peut à terme être profitable? Ou est-ce que c'est un exercice de marketing pour avoir une enseigne dans un pays?

**Nicolas Pictet:** La question de Me Lombardini sur le succès du modèle onshore est une grande question. Il reste à démontrer que l'on peut bâtir un certain succès sur place, sans pouvoir réaliser les économies d'échelle que l'on réalise en attirant tous les capitaux vers un centre, que ce soit Genève, Londres, ou Singapour. La réponse dépendra essentiellement de la stratégie de chaque établissement. On peut imaginer l'onshore à la façon des grandes banques, c'est-à-dire une énorme présence à l'étranger, avec quantité de bureaux et de services. Et on peut imaginer, à notre échelle, une présence onshore qui sera davantage, au fond, une manière d'offrir un confort au client, avec la possibilité de rencontrer son gérant sur place, dans des bureaux équipés aux meilleurs standards, mais sans que l'on ne développe sur place des services spécialisés. Les activités de gestion et de banque dépositaire seraient, elles, effectuées ailleurs. C'est le modèle que nous avons choisi, avec les dépôts centralisés dans notre banque européenne de Luxembourg, et le service fourni par la maison mère, qui met ses spécialistes à disposition. Nous verrons qui a raison.

**Anne-Marie de Weck:** Dans le domaine du développement des activités onshore, je pense que nous, banquiers privés, pouvons nous différencier avant tout dans la manière de nous établir à l'étranger et d'y servir nos clients. Pour utiliser une métaphore, lorsqu'une grande banque veut ouvrir un bureau extérieur, elle engage deux grandes équipes de football. Il lui faudra peut-être du temps pour que ces équipes jouent bien ensemble et qu'elles soient «compétitives», mais c'est une manière d'occuper le terrain.

Les intervenants réunis autour de cette table sont plutôt des acteurs de niche, qui ne partagent pas forcément la philosophie des grands établissements.

Pour nous, c'est la qualité des collaborateurs qui fera la différence: si l'on choisit le bon responsable d'un bureau extérieur, généralement celui-ci fonctionne. L'inverse est également vrai, quelles que soient les sommes que la banque a investies.

En conclusion, les implantations onshore ne constituent pas un exercice alibi, de façade, à des fins marketing. Avec les bonnes personnes et le bon modèle, on peut y arriver.

**Peter Merian:** Nous n'avons pas les moyens d'investir les sommes que consentent les grandes banques. Alors qu'elles, en effet, achètent une équipe de football, nous grandissons pas à pas. A la banque Sarasin, nous avons commencé petits à Londres, par exemple, et à présent nous gérons 20% des avoirs depuis la City. Mais il faut avoir les personnes que le client privé apprécie, et ce n'est pas toujours facile. Il faut réussir à composer une équipe stable et acceptée par le marché. Les grandes banques ont peut-être plus de succès en Asie, car les clients privés de la région aiment la grandeur, la marque. UBS par exemple investit beaucoup dans la région. Mais cela prendra quand même beaucoup de temps, car leur stratégie là-bas est d'acheter une partie du marché. Pour des



PHOTOS: VERONIQUE BOTTERON.COM

acteurs de niche comme nous, il faut convaincre les clients par notre produit, nos services et la qualité des gens. Il faut toujours faire un peu plus d'efforts lorsque l'on est moins connu.

**Alfredo Piacentini:** Il y a des banques qui ont choisi une troisième voie: de ne pas installer des bureaux sur place, mais d'onshore avec des produits, en enregistrant un maximum de produits sur un maximum de juridictions, et de les distribuer à travers des acteurs des différentes places. Sans être vraiment présents sur place. Cette troisième voie est moins intensive en capital.

Reste qu'il y a toujours la nécessité de ressources internes sur place. Une présence qui va donc mobiliser malgré tout une partie du management. Nous avons choisi une voie mixte en nous installant sur place dans certains marchés, comme l'Italie et l'Autriche, et en nous développant ailleurs à travers nos fonds enregistrés onshore.

**Carlo Lombardini:** Au plan des évolutions réglementaires, n'estimez-vous pas que les grandes banques ont un poids trop im-

«Lorsqu'une grande banque veut ouvrir un bureau extérieur, elle engage deux grandes équipes de football»

portant dans les discussions qui concernent la place financière suisse?

Je pense notamment à l'Ordonnance de la CFB sur le blanchiment d'argent (OBA). Il semble que si les grandes banques avaient assuré à la CFB qu'il n'y a pas besoin de ce texte, il n'aurait vraisemblablement pas été adopté, car cette réglementation ne semblait pas indispensable, au vu de l'important dispositif anti-blanchiment qui existait déjà. Est-ce que les grandes banques ne poussent parfois pas à la sur-réglementation, pour écarter des acteurs moins importants, parce que notamment, elles ont pu ainsi obtenir des allègements en

matière de fonds propres, dans le cadre de Bâle II?

**Alfredo Piacentini:** Il est clair que nous sommes un peu otages des grands acteurs de la place dans les discussions réglementaires. En ce qui concerne la Banque Syz, il faut dire que par notre taille, notre structure et notre niche, nous sommes peut-être moins touchés par les conséquences réglementaires.

**Nicolas Pictet:** D'après ce que j'observe, toutes les places ont finalement des règles anti-blanchiment comparables.

Les places anglo-saxonnes, qui sont en retard, sont sous pression pour se mettre à la page. Le problème est souvent moins la sur-réglementation qu'un excès de zèle dans l'application: il y a une espèce de course à celui qui sera le plus «compliant». C'est très lourd, très cher, et cette spirale a des effets très néfastes.

Une prise de conscience doit se faire au niveau politique: je suis très frappé de voir que les politiques n'ont souvent pas une bonne connaissance de l'importance de la place financière et de ses problèmes. Il y a un effort à faire dans ce sens. Nous nous étions par

exemple donné la peine d'organiser des déjeuners d'information pour les autorités genevoises, et avions parfois l'impression qu'ils découvriraient, là aussi, la place cruciale qu'occupe le secteur financier dans l'économie du canton.

Donc il y a mille et un efforts que l'on doit faire pour encourager les autorités à rendre la vie un peu plus facile pour la place financière. Si l'on parle de Singapour, que je connais un peu, le contraste est assez saisissant. Les autorités locales y sont ouvertes à tous les conseils qui pourraient faire de cet Etat l'une des premières places financières au monde. Donc je ne crois pas qu'il faille montrer du doigt les grandes banques.

**Myret Zaki:** La Suisse a tout de même amorcé la tendance à la réglementation, poussant les autres places à suivre le mouvement. Il reste vrai que si la Suisse ne s'était pas montrée aussi zélée, les autres places n'auraient pas insisté pour se hisser au même niveau. Et les grandes banques en Suisse, échappant à la problématique du secret bancaire et de la transparence fiscale, et voyant leur avenir à l'extérieur des frontières domestiques, en tant que banques universelles et globales, n'ont pas forcément pris comme cheval de bataille cette défense d'enjeux, propres, au fond, aux acteurs suisses domestiques.

**Peter Merian:** Comme l'a dit Nicolas Pictet, les règles sont très semblables d'une place à l'autre. En outre, les autorités de Berne sont en étroite contact avec les autres autorités. Les banques ne peuvent pas vraiment les pousser dans une direction ou une autre. C'est un fait, et c'est comme ça.

**Michel Juvet:** On se plaint de la réglementation, et pourtant les affaires sont bonnes, non seulement grâce à la bonne tenue des marchés, mais nous voyons des afflux de fonds de clientèle. Reste à savoir s'il s'agit d'un phénomène temporaire, ou si c'est un signe de dynamisme qui prouve que la place financière réussit à se développer car elle s'est adaptée, malgré toutes les entraves qu'on lui pose.

Comment comptez-vous réorganiser votre structure traditionnelle de private banking pour faire fonctionner ce business model onshore de banquier privé, au niveau des rôles du gestionnaire, du conseiller en investissement?

**Anne-Marie de Weck:** Nous n'avons pas la même approche des marchés que UBS, par exemple. Si l'on tente la comparaison avec le milieu médical, coexistent les grands hôpitaux, les cliniques privées, les médecins. Cela n'a jamais nui aux uns et aux autres. Si une grande banque jouit d'une forte reconnaissance de sa marque à l'étranger, tant mieux.

Nous pensons pour notre part apporter quelque chose de différent: le service. Un très gros établissement peut difficilement gérer autre chose que des produits. En revanche, une structure plus petite peut capitaliser sur le service. Celui-ci implique une écoute et un travail d'équipe.

A l'intérieur de nos institutions, nous redéfinissons les rôles de nos spécialistes sous la direction d'un «chef d'orchestre» capable de les mettre en musique.

**Myret Zaki:** En tant que banque moyenne, on peut donc avoir une stratégie onshore, mais très ciblée et axée sur une nette différenciation par rapport aux grandes banques, qui ne peuvent occuper tous les segments de marché.

**Carlo Lombardini:** On voit de nouvelles places offshore proactives, comme Singapour. Comment estime-t-on que l'on ressent la présence de ces places? A Singapour et aux Bahamas, un citoyen de l'UE peut ouvrir un compte en banque sans devoir détenir de société offshore, et ces places offrent un service de qualité. ●●●



**L'argent fait le bonheur (N° 32).** L'argent fait le bonheur lorsqu'on a planifié une bonne prévoyance. Et lorsqu'on dispose d'un revenu complémentaire suffisant pour maintenir son train de vie habituel au moment de la retraite, en cas d'incapacité de travail ou pour ses survivants en cas de décès. Les prestations des premier et deuxième piliers sont à cet égard une base essentielle. Cependant, il reste souvent des lacunes que Swisscanto peut combler à l'aide de diverses solutions attrayantes. Le conseiller à la clientèle de votre Banque Cantonale les connaît bien.

# Table ronde à Genève

6 • LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005



PHOTOS: VERONIQUE JERON.COM

Est-ce que nos autorités n'auraient pas dû insister pour que ces places soient insérées dans l'accord sur la fiscalité de l'épargne? Et est-ce que les autorités n'ont pas fermé les yeux sur le jeu subtil de concurrence entre places financières?

**Nicolas Pictet:** Le succès d'une place comme Singapour n'est pas lié, à mon avis, à la fiscalité de l'épargne. Singapour se développe pour des raisons autonomes: les gens se disent que c'est une région dynamique du monde, et ont envie d'y placer une partie de leur épargne. Les clients non asiatiques qui ouvrent des comptes là-bas le font pour avoir une compétence de gestion dans cette région. Ce facteur de diversification géographique, selon notre expérience, est plus important que la fiscalité.

**Alfredo Piacentini:** Je pense qu'en se concentrant sur les aspects fiscaux et juridiques, on se cantonne à une logique défensive. A partir du moment où l'on sait que le secret bancaire est «sauvé» pour quelques années, il faut avoir une logique d'attaque. La question qu'il faut vraiment se poser est de nature industrielle ou économique, à savoir: la place financière suisse est-elle capable de se battre à armes égales? Il faut se demander si nos produits sont compétitifs partout dans le monde. L'expérience montre que nous sommes extrêmement compétitifs en Europe, aussi bien au niveau des produits que du private banking classique.

**Myret Zaki:** La Banque Syz est souvent citée comme ayant une focalisation sur les produits, la performance, la compétitivité, la gestion alternative, et moins sur les aspects de réglementation. Mais cette dernière reste un facteur évident de concurrence d'une place financière. Et si vous avez connu une forte croissance jusqu'ici, cela ne va peut-être pas durer à ce rythme...

**Alfredo Piacentini:** Il est vrai qu'à nos débuts, le secret bancaire nous préoccupait peu. Mais même aujourd'hui notre approche reste industrielle. Le cadre réglementaire devient un problème secondaire face aux préoccupations de concurrence industrielle. Orienter tout le débat sur cela est trop défensif.

**Michel Juvet:** Dans quel domaine investiriez-vous aujourd'hui pour pérenniser les marges? Dans le chargé de relation, le conseil fiscal, juridique, successoral, l'informatique, ou la performance de gestion (analyse, produits, modèle d'allocation d'actifs), ou encore dans l'image de la banque?

**Nicolas Pictet:** Si vous êtes un gérant indépendant, vous privilégieriez un seul de ces domaines. Pour un acteur plus important, vous investiriez probablement dans chacun d'entre eux.

**Anne-Marie de Weck:** Je suis d'accord avec Nicolas Pictet. La ques-

tion est de savoir si l'on cherche les compétences à l'interne ou à l'externe. L'important est de disposer de la meilleure compétence où qu'elle se trouve. Nous avons par exemple la chance d'avoir un très bon réseau d'avocats à Genève, ce qui permet d'externaliser une grande partie des aspects patrimoniaux. Il n'en reste pas moins que nous devons être capables de poser le diagnostic à l'interne.

**Brian Schroyens:** On note en général une faiblesse au niveau des gérants dans le conseil patrimonial, ou dans la capacité à offrir un conseil pointu sur un certain nombre de pays tels que l'Angleterre, la France ou l'Espagne. Il faut couvrir une palette de juridictions beaucoup plus large dans le cadre d'une clientèle réellement internationale. C'est là où l'on peut avoir une valeur ajoutée déterminante, car s'il existe de très bons spécialistes des marchés locaux, on trouve bien moins de spécialistes pouvant traiter avec des patrimoines répartis dans diverses juridictions de la planète.

«Il ne faut pas se cantonner à une logique de défense. La question qu'il faut vraiment se poser est de nature industrielle: la **place financière** est-elle capable de se battre à armes égales?»

**Michel Juvet:** L'évolution suisse vers l'outsourcing, à savoir la délégation aux plus compétents que nous, n'est-elle pas justement devenue une force de la place suisse par rapport à d'autres places, comme Singapour?

**Anne-Marie de Weck:** J'irais même plus loin: une des forces de la Suisse est d'avoir été «localement internationale». Nous avons effectué les premiers transferts internationaux à une époque où il était plus facile de le faire depuis Genève et Zurich que depuis Londres ou Los Angeles. Et nous avons mené les premières recherches en actions sur le plan international, alors que les meilleures banques françaises suivaient encore uniquement le CAC 40. Aujourd'hui, nous devons être capables d'accompagner nos clients sur un plan international. Sinon, nous perdrons notre facteur de différenciation.

**Alfredo Piacentini:** A la Banque Syz, nous avons une nette orientation sur l'outsourcing, par choix, mais par nécessité aussi, qui nous a permis de contrôler les coûts. Nous avons gardé un service juridique interne extrêmement léger par rapport à nos concurrents, et un système informatique acheté sur le marché. En ce qui concerne la gestion, nous avons gardé à l'interne les domaines où notre gestion est véritablement compétitive et avons confié à des gestionnaires externes les classes d'actifs où nous n'avons pas de compétence particulière. Pour ce faire, nous sommes devenus de bons sélectionneurs de gérants externes. Il est indispensable de gérer les actifs suisses à l'interne. Ainsi, 60% des fonds Oyster sont gérés à l'externe. Nous avons obtenu ainsi des résultats que l'on n'aurait pu obtenir en gérant le tout à l'interne.

**Myret Zaki:** Jusqu'où peut-on outsourcer? Au départ, on parlait de fonctions non stratégiques, comme le back-office, mais on voit des banques parler d'outsourcer la gestion du risque, et le middle of-

fice. Plusieurs banques privées développent en commun la plateforme informatique bancaire d'Avaloq, qui touche aussi à des fonctions du cœur de métier. La sous-traitance ne va-t-elle pas toujours plus loin?

**Anne-Marie de Weck:** Nous avons opté pour l'externalisation de certaines compétences dans le domaine juridique ou dans celui de l'investissement. En Asie par exemple, l'intégration de produits tiers et la multi-gestion figurent parmi nos approches. En revanche, nous avons décidé de ne pas sous-traiter l'informatique, tandis que d'autres établissements ont externalisé leur informatique auprès de nous. Et nous n'envisagerions pas de sous-traiter l'analyse d'actions suisses.

**Nicolas Pictet:** Pour nous, il n'est pas concevable d'outsourcer le dépôt ou encore l'informatique, car l'indépendance dans ces fonctions est étroitement liée au statut de banquier privé: elle permet de conserver une complète maîtrise de la relation avec le client.

«Il est préoccupant de voir une **dérive** au niveau de la **surenchère des salaires**, qui ne va pas dans le sens d'un service objectif, neutre, à long terme»

**Peter Merian:** On ne peut pas outsourcer la relation personnelle, cela est sûr. Mais l'on peut établir une architecture ouverte dans le domaine des produits. Nous n'outsourçons pas en revanche le back-office, car nous avons une certaine taille. Mais les gestionnaires de fortune peuvent outsourcer ces fonctions liées au bouclage des transactions

chez nous, car nous avons l'infrastructure de haut niveau pour l'exécution des transactions de Bourse, qui offre une garantie de qualité et de confidentialité aux clients.

**Michel Juvet:** Ne tournons-nous pas en rond avec l'outsourcing? En sélectionnant des gestionnaires, il faut des gens qui contrôlent cet outsourcing. Car cela oblige à réintroduire de nouvelles compétences. Il faut engager des analystes pour sélectionner les fonds. Cela crée-t-il forcément plus de valeur ajoutée? Je ne suis pas sûr que ce soit une démarche optimale, sauf pour les petites banques qui n'ont pas le choix.

**Nicolas Pictet:** C'est le client qui mène le jeu. Lorsqu'il a une demande, de conseil fiscal par exemple, elle peut être d'une complexité qui nécessite d'aller chercher la réponse à l'extérieur. En gestion, il ne faut pas mélanger notre rôle de distributeur avec celui de fabricant. Le client attend de nous un conseil neutre, objectif, une évaluation des meilleures solutions. Nous rendons plus crédibles et plus attrayants les produits de la maison en les mettant en concurrence avec d'autres.

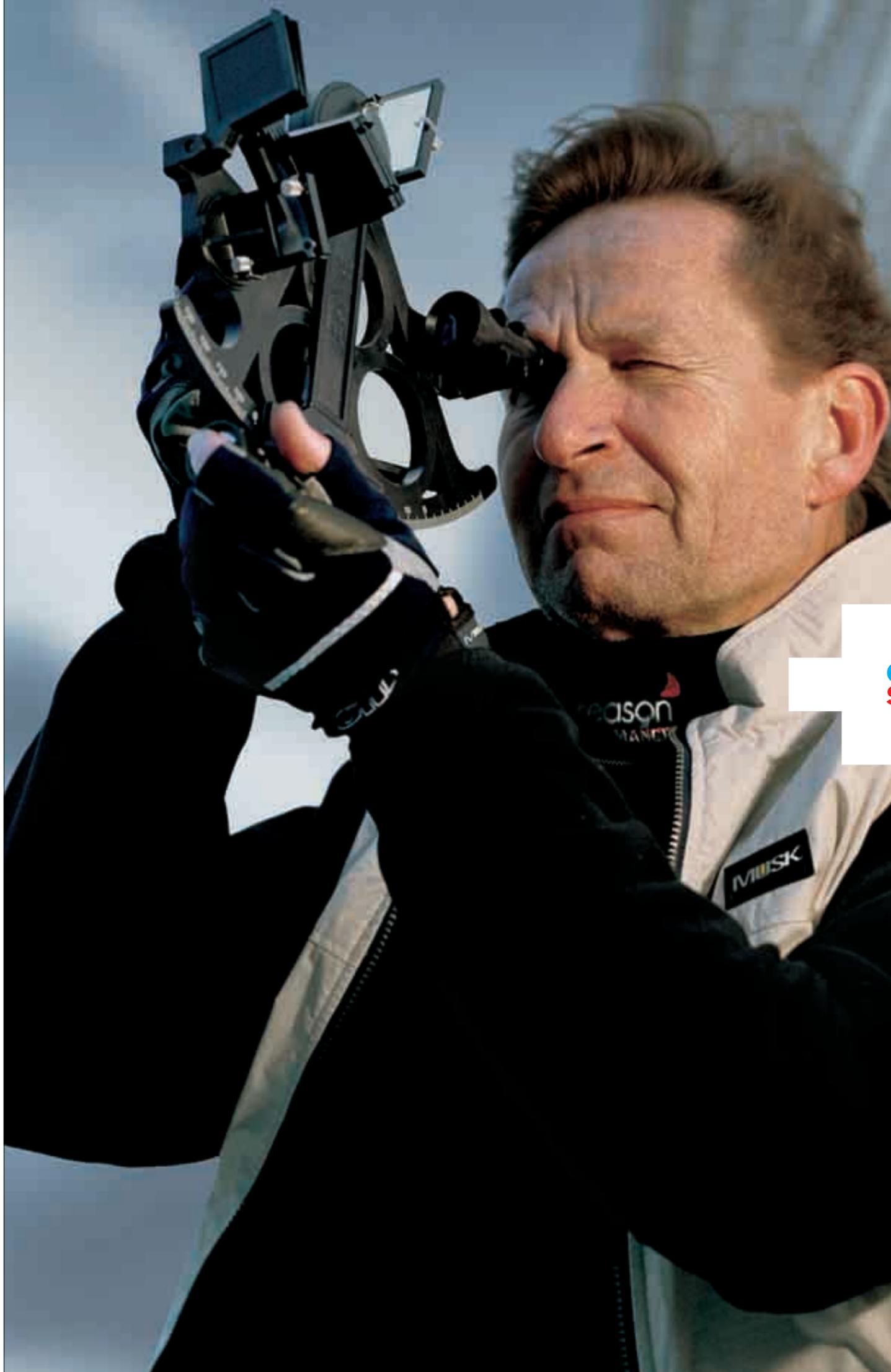
**Anne-Marie de Weck:** Il est possible de recourir aux compétences de gérants externes et internes sur un même pays ou secteur. Parfois, il est important de privilégier la recherche de petites équipes, où qu'elles soient. Cette combinaison de talents n'est pas seulement un modèle d'économies, mais une façon optimale de servir le client.

**Carlo Lombardini:** Est-ce que les banques récoltent vraiment de l'argent frais hors de Suisse ou est-ce une valse des avoirs et des équipes entre les banques? On a en effet l'impression que c'est un jeu à somme nulle sur la place. Qu'il y a une concurrence sauvage menant les banques à se prendre des gestionnaires et des équipes. Les gestionnaires adoptent des comportements agressifs.

**Nicolas Pictet:** Nous sommes très clairement dans une phase de consolidation. Je crois qu'on peut faire le pari - en tout cas, beaucoup de gens le disent - qu'à l'avenir il y aura moins d'acteurs, mais plus costauds. Nous avons tous admis autour de cette table que les talents sont la clé, et que la capacité à attirer les meilleurs éléments fera la différence à l'avenir. «Brader le marché» n'a pas de sens: je ne vois pas pourquoi ceux qui luttent pour attirer des talents subventionneraient ceux qui sont négligents ou n'ont pas fait les investissements nécessaires. Il est en revanche préoccupant que l'on assiste à une dérive au niveau de la surenchère des salaires, à l'anglo-saxonne. La rémunération s'accompagne souvent d'un intérêt du collaborateur à ce qu'il produise, qui ne va pas dans le sens d'un service objectif, neutre, à long terme. On se trouve donc dans une phase difficile. Nous souhaitons à tout prix maintenir notre culture de service, et non pas faire passer les intérêts de la maison avant ceux du client.



# Credit Suisse Bond Fund (Lux) Inflation Linked. L'inflation augmente? Votre rendement aussi!



**CREDIT  
SUISSE** | ASSET  
MANAGEMENT

Obtenir un revenu fixe en investissant dans des obligations, c'est bien. Le protéger contre les risques d'inflation, c'est encore mieux. Tel est l'avantage inédit que vous offrent les fonds Credit Suisse Bond Fund (Lux) Inflation Linked (Euro), (Sfr) et (US\$). Des produits financiers hautement innovants qui compensent les poussées inflationnistes par une hausse des rendements. Vous souhaitez vous aussi protéger plus efficacement votre futur pouvoir d'achat? Pour de plus amples informations sur ces fonds et sur tous nos autres produits, visitez sans plus tarder notre site web [www.csam.com/ch](http://www.csam.com/ch).

# Table ronde à Genève

8 • LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005

●●● **Alfredo Piacentini:** Je pense malgré tout qu'il y a de la place pour tout le monde. Mais la relation a changé entre gérants et banques. Il y a vingt ou trente ans, la fidélité était beaucoup plus grande. Il y a une mercenarisation des équipes et des gérants.

**Myret Zaki:** Selon la BNS, la place financière continue à récolter des avoirs transfrontaliers. Mais si on ôte la contribution des grandes banques, ces avoirs progressent nettement moins. Il faut le reconnaître. Dans cet éclairage, l'agressivité entre banques paraît logique.

**Anne-Marie de Weck:** Pour répondre à ce défi, la fidélisation des clients à un établissement est de moins en moins liée à la présence d'un gérant en particulier. Elle repose également sur une équipe de spécialistes mis à sa disposition. Cette organisation est d'ailleurs souhaitable pour répondre à la complexité croissante des demandes des clients.

**Myret Zaki:** En même temps que l'escalade des débauchages d'équipes, et des exigences salariales, les banques auraient donc développé en parallèle les moyens de mieux souder leurs équipes de gestion, et d'éviter de concentrer la relation de la clientèle entre un petit nombre d'individus.

**Anne-Marie de Weck:** Oui. Mais j'ajoute que ce mode d'organisation sert aussi l'intérêt des clients.

**Michel Juvet:** Les clients citent toujours la performance comme l'un des facteurs les plus importants pour eux. Donc manifestement, s'il est un

domaine où les banques devraient investir massivement, c'est dans la performance...

**Alfredo Piacentini:** Nous en sommes la preuve vivante, dans le sens où nous misons beaucoup sur la performance, tandis que nous avons un service de qualité certes, mais avec une palette de prestations annexes moins poussée que nombre de nos concurrents. Le client moyen en Suisse ne s'est jamais plaint du service, mais plutôt du résultat.

**Myret Zaki:** Justement, les fortunes du Golfe, avec la flambée du pétrole, ont généré des recettes considérables. Elles reportent plus leurs investissements dans leur région, semble-t-il, parce que les rendements y sont meilleurs. On voit donc ici le problème, à savoir: cette clientèle traditionnelle des banques suisses peut-elle encore en attendre de bonnes performances? Est-ce que vous constatez des afflux d'avoirs de cette région, l'intérêt reste-t-il le même?

**Nicolas Pictet:** Cela dépend du but poursuivi, de ce que le client veut faire de son argent. Il est certain que les possibilités d'investissement et les performances enregistrées par les marchés boursiers du Golfe, mais aussi l'immobilier, ont incité nombre de ressortissants de ces pays à réinvestir leurs capitaux là-bas. Tout le monde parle aujourd'hui de Dubaï et des investisseurs de la terre entière y acquièrent des propriétés. La performance est naturellement un élément important. Mais il me semble que l'on se jette parfois sur la performance comme sur un médicament. Or il faut d'abord faire un

«Proposer une **gestion tout à fait classique** à un investisseur qui réalise des performances remarquables sur son marché ne suscitera pas son intérêt»

diagnostic adapté à ce que le client recherche. La performance doit être ajustée en fonction du profil de risque, défini à travers un travail d'analyse approfondi s'inspirant du modèle institutionnel.

**Myret Zaki:** Estimez-vous avoir les arguments pour attirer une clientèle assez sophistiquée privée dans des pays à forte croissance, dont les marchés locaux offrent de bonnes opportunités d'investissement?

**Peter Merian:** Oui, en Asie par exemple. Sauf que c'est un type de client difficile, qui exige beaucoup d'attention. S'il nous donne un mandat de gestion, il doit être contacté le plus souvent possible. Sarasin gère 4 milliards de francs là-bas avec l'entité de Rabobank.

**Michel Juvet:** Il ne faut pas craindre la concurrence des actifs financiers du marché saoudien ou d'autres



marchés émergents, car ils pourraient très bien chuter à l'avenir. Ce qu'il faut craindre, c'est la concurrence des places financières de Dubaï ou de Singapour, que les clients du Moyen-Orient pourraient privilégier sur la nôtre à l'avenir.

**Myret Zaki:** Dans le cadre des stratégies onshore ciblées que vous avez définies, quels sont les marchés clés où vous devriez être?

**Anne-Marie de Weck:** Il y a des marchés à forte croissance qui ne peuvent nous laisser indifférents. Mais il faut les approcher avec un concept de gestion susceptible de séduire le client. Proposer une gestion tout à fait classique à un investisseur qui réalise des performances remarquables sur son propre marché ne suscitera pas son intérêt. Mais s'il est prêt à envisager qu'une partie définie de sa fortune soit gérée selon des critères plus conservateurs, nous offrons cette alternative. Dans un concept d'allocation d'actifs, nous définissons la proportion qui peut être gérée sur place et celle qui peut l'être par d'autres acteurs. Dans ce cadre, nous pourrions lui offrir nos services depuis Genève, Londres ou Tokyo. Nous menons en outre une réflexion sur la mise en place de nouveaux «booking centers», notamment depuis Dubaï. Mais cela ne sert à rien de démarrer une activité avant de disposer des bonnes personnes. Je ne crois pas à l'urgence, qui consiste à ouvrir un bureau à l'étranger pour suivre une mode. Nous devons avoir un bon concept et la combinaison adéquate des facteurs de succès. C'est ainsi que l'on évitera de faire des investissements surdimensionnés. ■



Par **Barbara Lambert**

Partner Financial Services, Ernst & Young



et **Jérôme Desponds**

Senior Manager Financial Services, Ernst & Young

## La définition du blanchiment s'élargit, exigeant des adaptations

Pour les banques, la gestion du risque de blanchiment est de plus en plus lourde en pratique

Entrée en vigueur en 1998, la Loi sur le blanchiment d'argent est, depuis janvier 2005, l'objet d'un projet de révision du Conseil fédéral, visant à adapter le régime légal aux quarante Recommandations du GAFI, révisées en 2003. Il est également destiné à régler la pratique de l'autorité de contrôle et à préciser le contenu de ses tâches. Bien qu'il ne s'agisse que d'un projet, son caractère de «best practice» devrait inciter les banques à considérer dès aujourd'hui des mesures d'adaptation.

Le Code pénal suisse définit le blanchiment par rapport à la nature du délit (un crime) dont proviennent les valeurs patrimoniales. Pour le GAFI (Groupe d'action financière

sur le blanchiment de capitaux), il se résume à un catalogue d'infractions préalables. Pour adapter le droit suisse aux Recommandations révisées, le Conseil fédéral a «promu» une série d'infractions au rang de crime, parmi lesquelles la contrefaçon organisée, la falsification de marchandises, le trafic illicite de migrants, les opérations d'initiés et la manipulation de cours.

Particulièrement concernées par les deux derniers points (y compris dans le cas de profit warnings), les banques devaient jusqu'à présent en tenir compte pour garantir une activité irréprochable. Dorénavant, elles devront également les intégrer à leur gestion du risque de blanchiment.

La banque doit en priorité identifier les personnes qui sont susceptibles de bénéficier d'un fait confidentiel concernant une société cotée: membres du conseil d'administration, de la direction, de l'organe

de révision, ainsi que leurs proches. Si les PEP («Politically Exposed Persons») sont aujourd'hui systématiquement recensés dans des bases de données, cela n'est pas encore le cas des TEP («Transactions Exposed Persons») dont l'identification s'annonce plus difficile.

Le **Conseil fédéral** a «promu» au rang de crime une série d'infractions

Deuxième impératif: la surveillance des transactions. La banque doit considérer comme «à risques accrus» les opérations sur les titres d'une société cotée effectuées par les organes de celle-ci. A ce titre, la banque obtiendra des clarifications complémentaires sur la nature

de la transaction (p. ex. acquisition de titres dans le cadre d'un plan de participation ou de rémunération) et les corroborera avec les annonces de la société en matière de transactions du management ou les comparera avec les périodes d'interdiction de traitement des titres prévues par la société.

De par ses activités (crédits commerciaux, opérations d'émission, analyse financière, etc.), la banque et ses collaborateurs sont exposés à gérer des informations privilégiées.

Par conséquent, elle doit non seulement veiller aux «Chinese Walls» qui peuvent se dresser entre ses différents départements, mais également s'assurer de l'existence de contrôles sur les opérations de ses collaborateurs qui ont accès à des informations confidentielles, en considérant par exemple la nécessité de leur imposer le regroupement de leurs relations bancaires en son sein.

Les modifications de l'organisation et des processus de la banque nécessiteront une forte implication du département chargé de la compliance, assisté de spécialistes informatiques. Doivent également être impliquées les personnes en charge des opérations nostro et du contrôle des transactions des collaborateurs.

Sous l'effet de la criminalisation du délit d'initié et pour adapter sa gestion du risque de blanchiment élargi, une banque doit ainsi:

- Redéfinir le périmètre des relations d'affaires et des transactions considérées comme «à risques accrus» au sens de l'OBA-CFB;
  - Développer des outils d'identification et de suivi;
- Et, selon l'adage *homo homini lupus*, considérer les nouveaux risques de blanchiment qu'elle, ses organes et ses collaborateurs sont susceptibles de générer («Know Your Employees!»).

Lire aussi p. 31

PUBLICITÉ

# ASTON MARTIN V8 VANTAGE



ASTON MARTIN

Depuis 1960 à votre service

2, rue du Grand-Pré  
1202 Genève

Garage P. KELLER s.a.

www.garage-keller.ch  
Tél. 022 919 05 00



Power, Beauty and Soul

# La banque privée britannique face à ses exigences

**P**erry Littleboy, chef du marketing et du développement des affaires pour Coutts à Londres, est jeune, décontracté et souriant. D'emblée, il donne à l'établissement de 300 ans une image bien plus sympathique que celle qu'elle continue d'offrir au public anglais avec sa cliente la plus célèbre: la reine d'Angleterre. Le hall d'entrée de la banque, gardé par des huissiers en redingotes, donne sur un immense atrium garni de plantes vertes et surplombé d'un toit en verre. Une architecture moderne qui en dit long sur les efforts de l'institution, confrontée à une concurrence féroce, pour cibler une clientèle plus jeune mais potentiellement tout aussi lucrative, comme les entrepreneurs.

Plus grand marché onshore en Europe avec 2000 milliards de dollars d'avois sous gestion, le Royaume-Uni aurait moins souffert que d'autres pays de la réglementation accrue des territoires offshore

Par Annick Noirfalisse  
Londres

«Coutts est perçu comme une institution mais en réalité, nous avons environ 1000 propriétaires fonciers et 9 300 entrepreneurs», explique Perry Littleboy. Afin de se différencier de la concurrence, la banque affirme être la seule à avoir réparti sa clientèle en huit groupes (entrepreneurs, professionnels, cadres, propriétaires fonciers, sports/divertissements, résidents en Grande-Bretagne non-domiciliés, commerciaux et internationaux) pour mieux en comprendre les besoins.

La banque privée en Grande-Bretagne, le plus grand marché onshore en Europe avec 2000 milliards de dollars d'avois sous gestion, présente aussi le deuxième plus grand marché offshore après la Suisse. «Historiquement et à l'inverse des marchés continentaux, les avois au Royaume-Uni sont principalement restés onshore et sont servis par différents business models», explique Jeremy Marshall, CEO de Credit Suisse UK dans un entretien par e-mail au *Temps*. En raison de cette prédominance onshore, certains experts s'accordent à penser que le

Royaume-Uni a moins souffert que d'autres pays de la réglementation accrue des territoires offshore.

Stockbrokers, conseillers financiers indépendants, banques privées, gérants, compagnies d'assurances ou encore family offices se disputent âprement une partie des avois du secteur. Car ce dernier recèle encore du potentiel, entre autres dans le segment du multifamily office avec la clientèle ultrariche, qui possède des avois supérieurs à 25 millions de livres sterling



**John Pottage**  
Responsable adjoint  
de UBS Wealth Management UK



UBS a installé ses activités à **One Curzon Street**, à proximité de Mayfair, le quartier des hedge funds.

et que Londres attire de plus en plus, selon Sebastian Dovey, fondateur de la société de conseil Scorpio Partnership.

«Dans un marché aussi concurrentiel, il est vital de trouver son point fort et de s'y tenir», poursuit Jeremy Marshall. Les clients cherchent aujourd'hui une approche intégrée de la gestion et sont surtout intéressés, au Royaume-Uni, par la capacité des banques privées à exécuter les ordres ainsi qu'à trouver et à structurer des produits. CSFB cherche donc à se profiler en offrant le concept de banque unique ('one bank'), qui allie banque privée et banque d'affaires.

L'offre de produits alternatifs à une clientèle de plus en plus exigeante et sophistiquée est également devenue cruciale pour les gérants

privés de Londres. «Le choix de nos produits dépend du goût du risque de nos clients et de leurs objectifs de rendement», explique John Pottage, responsable adjoint de UBS Wealth Management UK. Nous avons accès à un nombre de produits qui peuvent les aider à remplir ces objectifs, dont les hedge funds, l'immobilier et le private equity.»

UBS n'a pas seulement décidé d'installer ses activités de banque privée à proximité de Berkeley

Square dans le prestigieux quartier de Mayfair car ses clients trouvent l'endroit agréable. Mais aussi car une grande partie de la concurrence, ainsi que les hedge funds et les fonds de private equity y sont présents. Selon John Pottage, UBS était en 2001 parmi les premières banques privées à Londres à offrir des produits alternatifs. Le pourcentage d'investissements alternatifs dans le portefeuille des clients privés de la banque varie entre 0 et

25% maximum en fonction du client et de son profil de risque, avec une moyenne de 10%.

La concurrence élevée et la fragmentation du secteur de la banque privée britannique, où les plus gros acteurs possèdent au maximum 4 à 5% de part de marché, ont déjà engendré une certaine consolidation. En 2003, la banque Barclays a racheté Gerrard pour 210 millions de livres, et UBS a repris Laing & Cruickshank pour 160 millions en 2004.

## L'exécution et la structuration de produits, points forts de la City

Mais comme partout ailleurs en Europe, l'industrie du private banking au Royaume-Uni n'échappe pas à une réglementation et à des exigences de transparence accrues. «Cela signifie plus de paperasse et davantage de coûts», remarque Peter Charrington, directeur exécutif à Londres de Citigroup Private Bank. Mais nous pouvons être transparents tout en restant confidentiels. Le terrorisme et les problèmes de sécurité font désormais partie de la vie et les clients le comprennent.»

Pour certains observateurs, la culture anglo-saxonne du Royaume-Uni a servi de fer de lance à la réglementation du secteur et la Grande-Bretagne est un pays plus contraignant dans ce domaine que la Suisse. ■

## «Les Britanniques ne possèdent pas de lobby unifié comme en Suisse»

Pour Sebastian Dovey de Scorpio Partnership, l'absence d'association ne permet pas de faire front commun face aux problèmes, tels que les pressions sur le secret bancaire

«Les choses ont beaucoup changé depuis cinq ans», assure David Cliffe, porte-parole de la FSA, l'organisme de surveillance des institutions financières britanniques. Car si les banquiers privés britanniques n'aiment pas aborder le sujet de blanchiment d'argent, les scandales de fonds déposés par des dictateurs dans les coffres d'établissements renommés de la City ne datent pas d'il y a si longtemps.

Il est vrai, comme le fait remarquer David Cliffe, que cela s'est déroulé avant l'introduction fin 2001 par l'organisme d'une nouvelle approche envers la réglementation des organismes financiers, appelée le «single rule book». Cette dernière a imposé les mêmes règles d'identification de la clientèle et de blanchiment d'argent pour tous les établissements. Le «money laundering sourcebook» de la FSA requiert également que les banques forment leurs employés afin de détecter les clients suspects et désignent un responsable chargé de s'occuper du problème de blanchiment d'argent. Cependant, invoquant le fait que les banques connaissent mieux leurs affaires et sont donc plus aptes à les gérer, la FSA a récemment proposé la suppression totale du «money

laundering sourcebook» pour donner plus de contrôle aux établissements financiers dans la gestion de ce problème. Confrontée à une législation anti-blanchiment de plus en plus contraignante depuis le 11 septembre et à plus de 800 banques étrangères à surveiller, il n'est pas étonnant que la FSA en vienne d'elle-même à de telles propositions. «Le problème des banquiers privés britanniques est qu'ils ne possèdent pas de force de lobby unifiée comme en Suisse. C'est une terrible erreur de leur part, qui force la FSA à prendre des décisions à l'aveuglette», confie Sebastian Dovey, fondateur de Scorpio Partnership.

### Une réputation fragile

Plus généralement et bien que louables, les efforts du gouvernement afin de contrôler le problème du blanchiment ne suffisent pas, relevait Transparency International dans un rapport en 2003. Et la réputation de Londres pourrait bien en souffrir si des mesures plus drastiques ne sont pas prises. D'après le Home Office, l'argent sale en Grande-Bretagne représentait 2% du produit intérieur brut en 2003, soit environ 18 milliards de livres.

La place financière britannique, connue pour les fiducies ou trusts, est déjà vue d'un mauvais œil par les partisans de la transparence, suite à l'exemption que l'Union européenne a accordée aux sociétés et trusts discrétionnaires avec plus d'un million de dollars des paradis fiscaux offshore telles que les îles de la Manche dans la Directive sur la fiscalité de l'épargne. Jersey par exemple possédait 200 000 trusts et plus de 33 000 sociétés offshore fin 2002.

### Exode de capitaux?

Selon certains observateurs, il n'y a pas de preuve jusqu'à présent que les gens profitent de la Directive pour créer davantage de trusts et échapper aux impôts. L'exemption des trusts de la Directive n'est pas une raison pour que la demande augmente, affirme Perry Littleboy, chef du marketing et du développement des affaires chez Coutts. La possibilité de se cacher derrière un trust ou une structure corporative n'est pas un grand facteur de motivation au Royaume-Uni.

Un article du *Financial Times* de juillet notait toutefois que certains investisseurs avaient déjà redirigé leurs avois vers des places offshore échappant à la Directive, comme Singapour, et que d'autres avaient investi dans des produits exempts, comme les trusts ou les obligations structurées. Mais bien qu'une partie du capital se soit enfuie, l'exode n'aurait pas été celui attendu.

Quant à la question du secret bancaire, dont les îles hors-UE de Jersey, Guernesey et l'île de Man continuent de bénéficier, certains observateurs en Grande-Bretagne s'accordent à penser qu'il ne disparaîtra pas en dépit des assauts extérieurs.

«Tout le monde a droit à la confidentialité, que ce soit onshore ou offshore», affirme Paul Mathews, CEO de Julius Bär à Londres et à Guernesey. Je n'aime pas l'appeler secret bancaire. Est-ce que les gens veulent que les autres soient au courant de leurs affaires? Non. C'est ça la confidentialité et je n'y vois pas de problème. L'utilisation du secret bancaire à des fins illégales est différente.»

A. N., Londres

PUBLICITÉ

**Savoir...**  
... faire équipe, écouter,  
comprendre, anticiper, conseiller,  
construire et gagner!

**BDO**  
BDO Visura  
Financial Services

Place Pépinet 1  
1002 Lausanne  
Tél. 021 310 23 23  
www.bdo.ch

BDO Visura est le partenaire privilégié des moyennes et petites entreprises et offre des prestations de haut niveau dans les domaines de l'audit, de la fiduciaire, de la fiscalité, du conseil d'entreprises, y compris pour les banques et les prestataires de services financiers.

# Reportage au Liechtenstein

10 • LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005

## Le Liechtenstein a subi deux mini-révolutions

La Principauté de 34 000 habitants a opéré un virage stratégique radical pour miser sur d'autres atouts que ceux liés à son statut antérieur de paradis fiscal

Par Thomas Thöni, envoyé spécial au Liechtenstein

Liechtenstein: argent sale et évasion fiscale. Ces deux qualificatifs caractérisent encore pour beaucoup de personnes la position financière de la Principauté. Et pourtant, le «petit pays», comme aime à l'appeler ses 34 000 habitants, a subi deux mini-révolutions en l'espace d'une décennie. Comme par le passé, le Liechtenstein vient d'adapter sa stratégie sous la pression extérieure. Encore tributaire du système qui a forgé son succès, la faible taxation de capital étranger organisé en sociétés particulières, la Principauté connaît une évolution majeure. Elle vient de se doter d'une instance de contrôle intégré, tandis que ses banques vont «on shore», et que l'industrie des fonds de placement se développe à grande vitesse.

De sorte que les avantages du Liechtenstein comme place financière sont à trouver actuellement en grande partie ailleurs que dans le fond de commerce habituel qui fonde sa réputation.

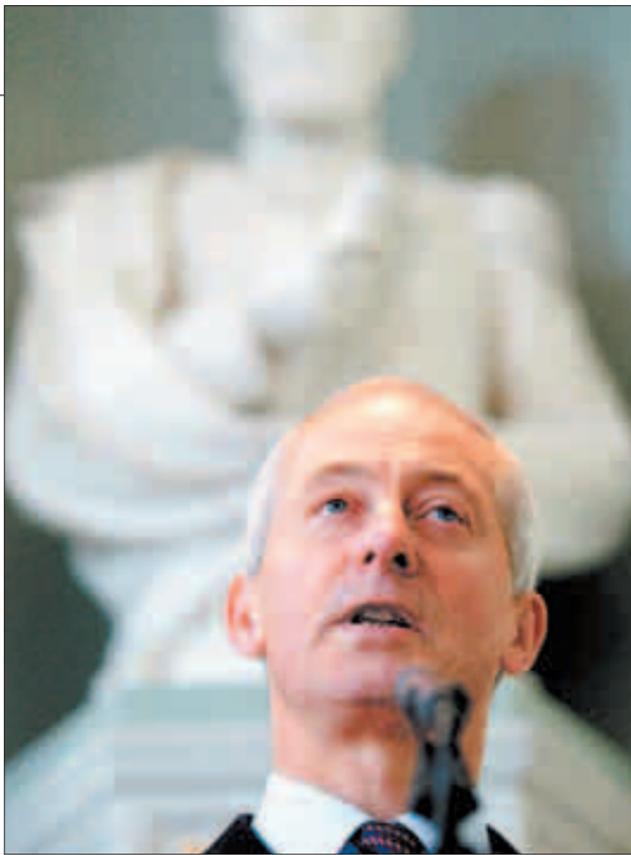
Petit bout de terre agricole coincé sur la rive droite du Rhin entre la Suisse et l'Autriche, la Principauté du Liechtenstein s'est taillé une place de choix dans la finance internationale dès les années 1950. Sa capacité à développer des produits de niche et son habilité politique à ex-

ploiter au mieux sa situation lui ont procuré des avantages dans la gestion de fortune.

En toile de fond du développement de la place liechtensteinoise comme place de services financiers, l'accord douanier (1924) et monétaire (1980) avec la Suisse. Mais de fait, la Principauté fait partie intégrante de l'espace économique suisse depuis l'entre-deux guerres. Elle a pu largement profiter de la stabilité de la politique monétaire helvétique et de sa bonne réputation. A l'inverse, la Suisse, et particulièrement la finance zurichoise, ont accueilli à bras ouverts les capitaux étrangers administrés depuis le Liechtenstein à travers ses différentes formes de socié-

tés. Son rattachement à la Suisse lui a aussi permis d'y externaliser à moindres coûts la production d'une grande partie de ses biens communs (armée, représentation politique internationale, système éducatif et de transport). A cet avantage économique, qui participe de la compétitivité des produits proposés, s'ajoute celui de la commercialisation de sa souveraineté. Le développement financier du Liechtenstein a commencé par la vente des droits de bourgeoisie à des étrangers nantis, dont l'extension naturelle a consisté à fermer un œil sur ses prérogatives fiscales. La création de la loi sur les impôts et les sociétés des années 1920 a permis l'arrivée de capitaux étrangers faiblement taxés dans des sociétés ad hoc, et le véritable lancement de l'activité financière du Liechtenstein. La famille princière joue un rôle de représentation de premier plan. Elle a tous les attributs d'un label de qualité dans les affaires financières du Liechtenstein, dont elle est aussi un acteur incontournable.

Le 1er mai 1995, le Liechtenstein entrait dans l'Espace économique européen (EEE), tout en restant attaché au marché suisse. Difficile de prévoir combien de temps encore la Principauté pourra jouer sur ces deux tableaux. Ce qui est par contre certain, c'est que l'appartenance du Liechtenstein à l'EEE la protège de



La personne du prince Hans Adam II, label de qualité pour les affaires.

remises en question trop pressantes sur ses avantages comparatifs comme le secret bancaire et la politique fiscale. Elle «fait partie du club», de sorte que toute la pression politique dans ce domaine repose en Europe sur la Suisse. D'autre part, la Principauté a accès à cet immense marché et peut développer ses activités financières dans l'ensemble des pays européens selon le principe du «single licence», à l'opposé de son voisin helvétique.

Finalement, de par sa petite taille et son faible poids économique, elle jouit des avantages d'une quantité négligeable pas véritablement concurrente, et des conditions parti-

culières qu'est prêt à lui accorder Bruxelles. Mais à l'inverse d'autres places financières comme Monaco avec la France, elle ne peut pas véritablement compter sur le soutien d'un grand frère, qu'il soit suisse ou autrichien.

Été 2000, la crise. Du jour au lendemain, la Principauté figure comme Etat non coopératif sur la liste du GAFI (Groupe d'action financière), l'organe rattaché à l'OCDE dans la lutte contre le blanchiment de l'argent sale. Les répercussions économiques ne se font pas attendre. En deux ans, la masse sous gestion du private banking diminue de 15%. Cet épisode est le résultat

d'un processus mal abouti du début des années 1990, sous la pression de la Suisse et dans la perspective de l'entrée dans l'EEE. Le Liechtenstein s'était alors doté d'un outil juridique de contrôle de l'activité bancaire, des fiduciaires et des bureaux d'avocats (1996). Le but étant d'apporter une plus grande transparence dans ses activités financières.

### L'appartenance à l'EEE protège ses avantages comparatifs comme le secret bancaire

La crise qui a suivi a montré l'insuffisance de ces mesures dans un contexte international de plus en plus attentif à la question de l'argent sale. Le Liechtenstein a dû réagir. Il s'est lancé dans une politique active de communication afin de regagner la confiance perdue, particulièrement en Allemagne.

Une autorité de contrôle indépendante, intégrée et coordonnée (FMA) a été mise sur pied début 2005. «A côté de l'application des directives de l'étranger, il existe encore assez de liberté de mouvement pour l'amélioration autonome de notre place financière», indiquait Tomas Piske, directeur de la banque LGT du Liechtenstein, dans le rapport de l'Association des banquiers.

Et c'est là tout le défi du «petit pays», arriver à se démarquer de la concurrence en continuant à inventer des instruments spécifiques taillés sur mesure. Les nouvelles lois sur les entreprises d'investissement (fonds de placement) et sur la gestion de fortune devraient être un moyen d'y parvenir.

PUBLICITÉ

**Banque PASCHE**  
**CTC Private Banking**  
 A new private banking for your way of life  
 www.cic-banquepasche.com

## «Objectif: 30 milliards d'ici à trois ans»

Encore petit par rapport au Luxembourg ou à l'Irlande, le Liechtenstein ne commence pas moins à se faire un nom dans la gestion des fonds de placement. Ce commerce connaît un développement exponentiel depuis l'introduction de la Loi sur les entreprises d'investissement (IUG) de 1996, qui lui avait donné un cadre juridique. En moins de dix ans, la fortune gérée dans les fonds passe de 0,5 à quelque 18 milliards de francs en juillet 2005. Cette activité a véritablement pris son envol en 2003. Elle occupe actuellement 120 personnes réparties dans 26 sociétés.

Matthias Voigt, président de l'Association des fonds de placement du Liechtenstein, dresse un tableau de la situation. Ce pionnier du secteur prévoit que la fortune gérée atteindra 25 milliards de francs dans une année, et que l'objectif des 30 milliards sera atteint autour de 2007-2008. Ce chiffre en avait fait rire plus d'un lorsqu'il l'avait articulé il y a quelques années.

### Le Temps: La gestion de fonds n'a-t-elle pas été lente à démarrer au Liechtenstein?

**Matthias Voigt:** Non. Les conditions légales n'ont été créées qu'en 1996. Jusqu'en 1999, nous nous trouvions dans une phase de test et d'apprentissage. Une fois que les clients ont pu se rendre compte que les conditions étaient stables, ils ont commencé à investir massivement, même pendant les mauvaises années boursières. Le montant sous gestion a pris véritablement de l'ampleur dès 2001, période où les banques du Liechtenstein ont rapatrié leurs fonds déposés dans des places «off shore», partant du fait que la gestion de fonds devenait concurrentielle ici. Le saut à 15 milliards en 2004 est par contre lié à la croissance naturelle. Par rapport au Luxembourg ou à l'Irlande, la fortune sous gestion est relativement faible. Mais il ne faut pas oublier que ces deux pays évoluaient à l'époque sans concurrence.

### Quels avantages a le Liechtenstein dans la gestion des fonds?

Le cadre légal et la taille du pays assurent la flexibilité et la rapidité



Matthias Voigt, Président de l'Association des fonds de placement du Liechtenstein

nécessaires au succès. L'organe de contrôle s'intéresse principalement au bon fonctionnement du marché. Il prend rapidement des décisions précises et compétentes. La distance entre la théorie et la pratique, entre l'organe de contrôle et le marché, est aussi réduite que possible. J'espère que nous gérons mieux le problème de la surrégulation que d'autres places financières. Il faut dire aussi que la taille du marché et les contacts faciles avec les autorités rendent la tâche plus aisée. La participation au marché suisse et européen nous permet de lier leurs avantages respectifs. Pour finir, la révision de la loi sur les fonds sera valable dès septembre. Elle nous permettra de nous battre à armes égales avec le Luxembourg et l'Irlande. La nouvelle loi sur la gestion de fortune offrira aussi un avantage.

### La clientèle vient-elle principalement de Suisse?

Elle vient de tous les pays d'Europe continentale, et principalement des pays avoisinants, de Suisse, d'Autriche et d'Allemagne. Après les grandes banques, par exemple suisses, qui ont développé des fonds au Luxembourg, les plus petits établissements, et les sociétés d'assurances, pèsent les avantages et les inconvénients entre le Luxembourg et le Liechtenstein. Le choix peut se tourner vers le Liechtenstein à cause de la proximité géographique et culturelle. Il est possible que le petit client qui

veut être pris en charge de manière plus individuelle se tourne vers le Liechtenstein. Le grand client qui cherche la puissance et les standards sera peut-être mieux servi au Luxembourg ou en Irlande.

### Quelle est la spécificité des produits proposés ici?

Nous fonctionnons comme le Luxembourg et l'Irlande, mais en plus petit. Nous produisons des fonds pour l'exportation. Les autres pays produisent pour leur marché national.

### Quels sont les acteurs dans la gestion des fonds?

Bien plus de la moitié des fonds, peut-être jusqu'à 85%, sont gérés par les trois grandes banques du Liechtenstein qui ont leurs propres sociétés spécialisées dans ces produits. Il existe ensuite des vendeurs de fonds qui ont leur boutique, ou qui sont liés à des gestionnaires de fortune ou à des fiduciaires.

### Comment va se développer dans le futur la gestion de fonds au Liechtenstein?

L'objectif des 30 milliards sous gestion que j'avais annoncé est atteignable d'ici deux à trois ans. Le Liechtenstein va continuer à se développer comme un vivier à idées et à visions sur la gestion de fonds, avec un accent donné au côté entrepreneurial. Nous allons poursuivre notre stratégie qui consiste à développer des produits imaginés par d'autres. Ils sont profitables pour une petite place comme le Liechtenstein.

L'avenir consistera aussi à faire coopérer les segments financiers pour offrir des solutions inédites. Je pense aux liens possibles entre l'activité bancaire, la gestion des fonds et les assurances, ou encore au rapprochement entre l'assurance, les fiduciaires et les banques. Comme nous sommes petits, cela ne joue aucun rôle de savoir si nous sommes les meilleurs ou pas. Le plus important est d'utiliser les synergies présentes et de pousser la spécialisation. Les chances d'y arriver et de globaliser le Liechtenstein sont meilleures ici que partout ailleurs.

T. T.

# Reportage au Liechtenstein

LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005 • 11

## Poussée «onshore» des banques traditionnelles

L'entrée du Liechtenstein dans l'EEE a profondément modifié son système bancaire, sans pour autant le faire dévier de son activité principale: la gestion de fortune déposée dans les différentes formes de sociétés particulières à ce pays. Le développement «on shore» des trois banques les plus anciennes du Liechtenstein indique pourtant que leur dépendance traditionnelle aux fortunes gérées par les fiduciaires s'amenuise.

Jusqu'en 1990, la Principauté comptait trois banques, Liechtensteinische Landesbank, LGT et VP banque. L'impossibilité d'avoir une licence bancaire était liée à l'arrangement (tacite) entre la Suisse et le Liechtenstein, et à la volonté de ne pas trop attirer l'attention sur ce paradis fiscal. Les

Les trois plus anciennes banques misent sur des stratégies de «gestion à domicile». LLB s'étend à Abu Dhabi, VP Bank à Moscou, et LGT s'implante à Bahreïn et à Vienne

Par Thomas Thöni, envoyé spécial au Liechtenstein

fortunes déposées dans les sociétés étaient gérées depuis la Principauté, mais déposées dans des banques suisses, principalement à Zurich. En contrepartie de cette non-concurrence aux banques

helvétiques, le Liechtenstein externalisait en Suisse la production d'une grande partie de ses biens communs (voir introduction). En l'espace de quatre ans, de 1997 à

Les holdings ou «Anstalten» traditionnelles sont sous pression

2001, le nombre de banques installées au Liechtenstein triple, passant de cinq à quinze établissements. En 2004, leur fortune sous gestion atteint 107 milliards de francs, pour un bénéfice de 424 millions. Contre respectivement 113 milliards et 549 millions en 2000, avant que le Liechtenstein ne soit sur la liste noire de l'OCDE comme Etat non coopératif.

On assiste récemment à un double mouvement. Les trois plus anciennes banques du Liechtenstein accentuent leur politique de gestion à domicile «on shore», tandis que la Principauté sert à son tour de place «on shore» pour des banques étrangères, principalement suisses et autrichiennes. Traditionnellement une banque universelle, la Liechtensteinische Landesbank veut se positionner dans le private banking et ouvrir cette année une représentation à Abu Dhabi au Moyen-Orient. VP Bank a ouvert en juillet une succursale à Moscou afin de se positionner sur le marché porteur d'Europe du centre et de l'Est. Finalement, la banque princière LGT voit l'ouverture d'une filiale au Bahreïn comme un complément à ses activités à Singapour, Hongkong et Tokyo, après l'ouverture d'une représentation à Vienne pour le marché de l'Est. A l'inverse, la banque

autrichienne Hypo Alpe-Adria veut attaquer le marché suisse et d'Europe du sud-est (Croatie, Slovénie, Bosnie-Herzégovine et Serbie-Monténégro) à partir du Liechtenstein, tout en se positionnant dans la Principauté.

Essor des trusts

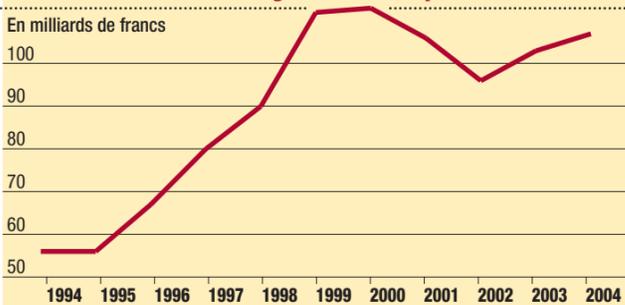
Le capital mis en forme à travers les différentes sociétés du Liechtenstein reste son moteur financier. Impossible pourtant de connaître le nombre exact de ces dernières, ni la fortune qu'elles représentent. Des estimations permettent pourtant de dégager deux changements. D'une part les sociétés commerciales (holding ou le fameux «Anstalt») sont devenues minoritaires et ont laissé la place à des formes destinées à la gestion de fortunes privées («Trust» ou «Stiftung»). D'autre part leur nombre total diminue depuis les années

2000. On peut expliquer ce dernier phénomène par l'augmentation de la pression internationale contre le blanchiment d'argent sale.

L'entrée dans l'EEE a permis aussi un développement important du secteur de l'assurance. La loi de surveillance de l'activité des assurances (VersAG 1996) a fourni au Liechtenstein le cadre légal nécessaire à cette activité. De 2003 à 2004, les cotisations ont augmenté de 60% à 2,5 milliards de francs, et les placements en capitaux de 40% à 5,3 milliards.

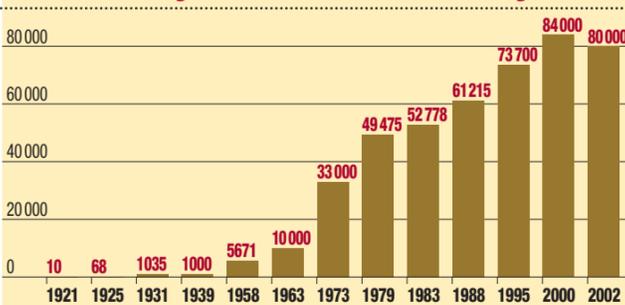
Les assurances vie, mais aussi les «captives», pour les entreprises, connaissent un développement important. A l'exemple des Chemins de fer fédéraux suisses et de Novartis qui s'assurent au Liechtenstein. Les grands groupes suisses UBS, Credit Suisse et Swiss Life viennent d'ouvrir des succursales pour profiter du modèle liechtensteinois d'assurance.

Evolution de la fortune sous gestion des banques au Liechtenstein



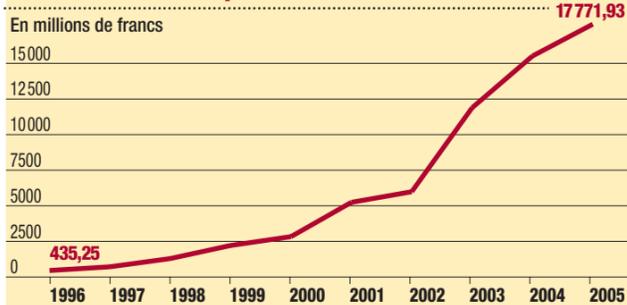
SOURCE: ASSOCIATION DES BANQUES DU LIECHTENSTEIN (BLV)

Nombre de holdings et de sociétés offrant des avantages fiscaux



SOURCE: MERKI

Fortune des fonds de placement du Liechtenstein



SOURCE: ASSOCIATION DES FONDS DE PLACEMENT DU LIECHTENSTEIN

## «La lutte contre le blanchiment devient partie intégrante de la gestion du risque»

En tant que directeur administratif de l'Association des banquiers du Liechtenstein, Michael Lauber jouit d'une vue d'ensemble des profonds changements que connaît la Principauté depuis qu'elle a figuré sur la liste noire des pays non coopératifs du GAFI (Groupe Action Financier).

Accusée directement de blanchiment d'argent sale, cette place de services financiers a dû modifier son mode de fonctionnement, tant au niveau juridico-organisationnel, qu'au niveau de sa stratégie de développement. Le changement de mentalité est un processus à long terme.



Michael Lauber  
Directeur administratif de l'Association des banquiers du Liechtenstein

**Le Temps: Quelle était la situation avant et après la mise à l'index par le GAFI il y a cinq ans?**

**Michael Lauber:** Avant l'entrée dans l'EEE, et encore longtemps après, le Liechtenstein a vécu de l'activité «offshore», en acceptant sans poser trop de questions. Puis la crise est arrivée sans que personne ne la voit venir. Les acteurs se sont rendu compte qu'un changement radical de stratégie était nécessaire. L'immense perte de réputation s'est matérialisée par exemple par un plongeon du chiffre d'affaires des banques, accompagné par une perte de la clientèle.

Les banques se rendent compte que la transparence est maintenant une question de survie. Une autorité de contrôle intégrée a été mise en place (FMA) en janvier 2005, identique à celle qu'on trouve en Autriche, en Allemagne et en Angleterre. Elle permet de surveiller de manière centralisée tous les acteurs de la place financière et est conforme aux normes internationales. La police possède maintenant une unité de criminalité financière, et un nouvel office de lutte contre le blanchiment d'argent a été instauré. La lutte contre le blanchiment d'argent n'est plus appréhendée comme un mal nécessaire. Elle devient une partie de la gestion du risque. La nécessité de dresser un portrait des clients englobant un grand nombre de dimensions n'est plus vécue comme une contrainte. Les acteurs y voient

un instrument de marketing permettant de mieux cibler les besoins des investisseurs. L'idée que le Liechtenstein est une place «offshore» régulée poursuit son chemin.

**– Quelle est l'évolution actuelle de la place financière?**

– Elle veut montrer ce dont elle est capable en prenant position en dehors des frontières du Liechtenstein. Les banques de la Principauté veulent par exemple se développer «onshore» et proposer des produits de niche. Quelques banques nouvellement implantées ici ne dépendent plus tellement des fiduciaires locaux. Elles font aussi des affaires avec leurs groupes. Le nombre des fiduciaires va se consolider. Cette tendance va être soutenue par l'introduction de la nouvelle loi sur la gestion de fortune (janvier 2006) qui va les empêcher de mener cette activité.

La gestion de fonds est véritablement une activité prometteuse. Le capital peut être organisé avec l'aide des différentes formes de personnes morales qui sont une spécialité du Liechtenstein, puis être investi sur des fonds.

**– Le Liechtenstein fait partie du marché suisse et de l'EEE. Cette position est-elle conciliable?**

– Avec les deux nouvelles lois sur les fonds de placement et sur la gestion de fortune, nous allons arriver aux limites du système actuel basé sur la résolution pragmatique des diffé-

rends. Je ne sais pas comment va réagir la Suisse lorsque la gestion de fortune va pouvoir être massivement effectuée depuis le Liechtenstein, avec de l'argent venant de la Suisse et un accès à l'ensemble du marché européen.

Comme nous appliquons toutes les directives européennes, nous sommes inattaquables. Nous faisons partie du club. De sorte que toute la pression concernant par exemple le secret bancaire repose sur la Suisse.

Par rapport à la fiscalité de l'épargne et à la protection de notre secret bancaire, nous avons signé un contrat bilatéral avec l'Union européenne rendant toute réinterprétation impossible jusqu'en 2011. L'échange d'information est bloqué des deux côtés. Notre stratégie de survie a fait jusqu'à présent ses preuves en nous permettant de tirer avantage des deux marchés.

Mais le Liechtenstein va devoir se départager. Il doit développer sa propre stratégie s'il veut rester indépendant à côté de la Suisse et ne pas devenir un autre canton Zug ou Niedwald. Mais ce pays veut garder sa souveraineté et rester autonome. Et il est en train de s'en donner les moyens en gagnant une expérience internationale à travers l'UE dont aucun canton suisse ne peut prétendre. Mais à l'inverse de Monaco qui est soutenue par la France, de San Marino qui a l'Italie, le Liechtenstein ne peut pas véritablement compter sur un grand frère qui le soutient en cas de coup dur.

**– Quel est l'avantage comparatif du Liechtenstein par rapport à d'autres places financières?**

– La famille princière est un garant de la stabilité recherchée dans le private banking. Le secret bancaire nous permet de nous départager de la concurrence. La taille du pays est aussi un avantage, même s'il a deux aspects. Il permet d'être rapide et d'avoir une vision d'ensemble des acteurs et des produits. Mais le Liechtenstein n'a pas la masse critique pour développer toutes les activités financières. La fortune totale sous gestion dans le private banking est comparable à

celui d'une banque moyenne helvétique. Ce pays a par contre la masse critique s'il continue à développer ses produits de niche et s'il tire parti de ses conditions-cadres comme la faible imposition des sociétés.

Dans la gestion de fortune et de

fonds, nous avons accès au marché européen, pas la Suisse. C'est un avantage comme un désavantage pour le Liechtenstein. En Suisse, ces activités sont contrôlées uniquement par l'organe de lutte contre le blanchiment. Le Liechtenstein, sur-

veillé de plus près par les autorités de l'UE, est moins à l'abri d'un scandale que la Suisse, qui peut affecter la masse sous gestion.

L'évolution récente a poussé la Principauté à ses limites financières et humaines.

T. T.

PUBLICITÉ

Welcome to

# SYZERLAND

Notre différence est votre force

---

**Gestion privée**  
**Fonds de placement OYSTER**  
**Investissements alternatifs**

**Banque SYZ & CO SA**  
Rue du Rhône 30, Genève ■ Tél. 022 819 09 09

Genève ■ Zurich ■ Lugano ■ Locarno  
Milan ■ Londres ■ Luxembourg ■ Salzbourg ■ Nassau  
[www.syzbank.ch](http://www.syzbank.ch)

# Reportages à New York et au Luxembourg

12 • LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005

## Le cerveau bancaire de New York bat la campagne

Les banquiers sont sortis de New York. Bien sûr, de Battery Park à Park Avenue en passant par la Sixième, les géants sont tous là, avec leurs enseignes qui sentent bon le coffre-fort. Mais le centre financier le plus nerveux a glissé par la frontière la plus proche, vers les ports du Connecticut, où les impôts et les taxes immobilières sont moins lourds. Ce n'est pas la seule raison. Stamford est ainsi devenue la capitale américaine de UBS, qui y est en forte compagnie. Un peu plus haut le long de la côte, à New Haven, l'Université de Yale phosphore sur le mariage des mathématiques et de la finance. L'adresse la plus étonnante, c'est pourtant Greenwich.

Il suffit de prendre le Metro North à Grand Central. Le voyage n'est pas long. La gare de cette petite ville n'est pas plus grande que celle d'un village. Une rue commerçante très cossue monte au nord. Une autre descend vers le sud, passe sous l'Interstate 95, et conduit vers le port et un joli golfe bleu. Une villégiature? Elle est très

Dans la petite ville de Greenwich, devenue la métropole des hedge funds, David Swensen, le magicien de Yale, attaque les fonds de placement classiques

Par Alain Campiotti  
New York



WILL & DENNY/REXUS/ISTOCK

active. Greenwich, depuis peu, est la métropole des hedge funds. Le très célèbre Long-Term Capital

Management y a explosé en 1998, faisant trembler l'ensemble de l'industrie. Mauvais souvenir, qui n'a rien arrêté. Il y a aujourd'hui plus de cent hedge funds dans cette banlieue new-yorkaise. Ils gèrent à eux seuls, selon le *Wall Street Journal*, le dixième de toute la fortune investie dans le monde dans ces fonds alternatifs: 100 milliards de dollars. Pour un hedge fund, c'est un *must* d'être à Greenwich. Ceux qui n'y sont pas ajoutent le nom de la ville à leur titre, pour faire impression. Les traders, désormais, ne vivent plus à Long Island pour aller travailler à Manhattan et prennent le Metro North pour aller travailler à Greenwich: les loyers sont devenus insupportables pour eux dans ce coin du Connecticut.

Bien sûr, les hedge funds continuent à sentir le soufre, mais ils ont déjà pris un coup de vieux. Ils gèrent l'argent en masse avec des recettes devenues moins secrètes qu'auparavant. N'empêche que la branche alternative rassemble une crème de compétences pointues que quelques voyous (Bayou, à Stamford, récemment) ne parviennent pas à déconsidérer.

C'est exactement ce que pense David Swensen. Ce jeune disciple de James Tobin (Prix Nobel d'économie rendu célèbre en Europe, par erreur, en raison d'une taxe virtuelle qui porte son nom) gère depuis vingt ans l'argent obtenu de multiples sources par l'Université de Yale. Il a ses habitudes à Greenwich. Yale, c'est une fameuse fortune: 15 milliards de

Les hedge funds de Greenwich gèrent 100 milliards

dollars aujourd'hui. Swensen, depuis qu'il s'occupe de ce pactole et décide des investissements, a réussi un miracle qui impose le respect à toute la profession: un rendement annuel moyen de 16%.

Et David Swensen, qui n'est pas pingre, a pensé bien faire en décidant de partager, dans un livre, son savoir avec tout possesseur d'un capital, petit ou gros. Son bouquin vient de paraître, et il fait pas mal de bruit aux Etats-Unis. Car sa conclusion est désa-

gréable: ce qui est permis à Yale est interdit à John Doe (M. Toutle-Monde, en américain). A vrai dire, *Unconventional Success, a fundamental approach to personal investment* (c'est le titre du livre), a sans doute été écrit pour faire cette démonstration. C'est une attaque frontale contre les Mutual Funds, les fonds de placement américains, instruments d'investissement personnel favoris aux Etats-Unis. Non pas en raison des tripotillages récents qui ont mis en branle Eliot Spitzer, l'*attorney general* de New York, mais pour des motifs fondamentaux.

Entre la responsabilité fiduciaire des gestionnaires de Mutual Funds envers leurs clients, et la recherche de profit qui les guide, dit David Swensen, il y a un conflit d'intérêt permanent dont l'investisseur personnel fait les frais. Yale par contre, pour faire fructifier sa fortune, recrute les meilleures compétences sur le marché. Ses équipes ne sont pas guidées par le profit personnel, et elles sont à armes égales avec les fournisseurs de services financiers pour négocier une stratégie, des montants de commissions, des arrangements fiscaux avantageux. L'investis-

seur privé lui, ajoute Swensen, est démuni devant le gestionnaire de fonds qui calcule en permanence son propre gain. Il paie le marketing qui l'a convaincu de recourir à un fournisseur dont la publicité promet de «battre le marché». Il ignore les stratégies qui amassent les avoirs et prennent des risques non publiés. Il ne sait pas que les données qu'on lui présente sont troubles: elles ne tiennent pas compte des clients perdants, qui ont disparu, découragés. Les fusions de fonds, pour dissimuler des pertes, lui échappent. Les conseils qu'il reçoit, habillés par ces promesses, sont trop coûteux.

Utilisant des outils statistiques récents, David Swensen affirme que les Mutuals Funds, aux Etats-Unis, ont très rarement un rendement supérieur à celui du marché, malgré les prétentions des professionnels de la gestion active. Et il donne aux investisseurs personnels le conseil général de recourir à des sociétés financières sans but lucratif (Vanguard Group, TIAA-CREF), dont les placements suivent l'indice S & P 500 américain, sans face cachée. Ou alors, il faut devenir gestionnaire à Yale. Pour le bien commun... ■

## Big Apple ouvre la porte de 100 000 très grosses fortunes

Mark Sutton, président et CEO de UBS aux Etats-Unis, dit au «Temps» pourquoi une banque globale doit se développer à New York

**Le Temps: Pourquoi être à New York? Poser cette question à un banquier paraît absurde: Big Apple est au cœur du capitalisme. Pourtant, dans ce siècle qui commence, la plupart des opérations financières se font par ordinateur. Extraits.**

**Mark Sutton:** Pour répondre à la concurrence globale, les compagnies de services financiers doivent avoir une forte présence dans les

centres les plus importants. Cela inclut à l'évidence New York. La plupart, pour ne pas dire toutes les firmes globales y sont. Nous tirons parti, ici comme dans les autres grands centres, de l'accès aux meilleures compétences pour continuer à innover et fournir le meilleur service à la clientèle. La fusion avec PaineWeber, en 2000, a substantiellement accru notre présence. Notre objectif est d'être le leader global dans la gestion d'avoirs et de fortunes, et de tenir l'un des premiers rôles parmi les banques d'investissement. Etre à New York est une stimulation de notre développement dans tous ces secteurs. C'est un passage obligé vers nos clients individuels, institutionnels, et vers les entreprises du monde entier.

**- Au plan fiscal, y a-t-il un avantage d'être à New York?**

- UBS opère dans cinquante pays, qui ont chacun une structure fiscale différente. Nous travaillons avec nos clients et leurs conseillers pour incorporer une planification fiscale à leurs décisions financières. Aux Etats-Unis, les impôts sur les obligations des municipalités et des agences publiques qui servent à financer la construction d'écoles, de routes, d'hôpitaux, sont bas. Cette classe d'actif est une composante majeure des portefeuilles des investisseurs privés.

**- Et le secret bancaire?**

- Où que nous intervenions, et quelle que soit la législation, nous tenons la confidentialité des informations

sur nos clients comme la chose la plus précieuse. Leur confiance dépend du sérieux avec lequel nous prenons cette responsabilité.

**- Les contrôleurs de l'industrie (Eliot Spitzer, SEC) sont devenus très sévères à New York...**

- En tant que l'un des leaders dans la gestion de fortune, nous pensons que l'action des organes de contrôle pour protéger les investisseurs individuels et augmenter en quantité et en qualité l'information dont ils disposent est dans l'intérêt de l'industrie. UBS soutient tous les efforts visant à rendre les services financiers plus transparents.

**- Comment ciblez-vous les Ultra High Net Worth Individuals?**

- New York est centrale pour ce travail. L'argent est une affaire très personnelle, et les investisseurs fortunés aiment avoir un accès facile à leur capital, chez eux ou n'importe où dans le monde. Il est important d'être proche d'eux et de leurs avoirs, pour pouvoir leur fournir des services de qualité, pour construire une bonne relation entre le client et son conseiller financier. Il faut donc être à New York et partout dans le pays. Il y a aux Etats-Unis environ 100 000 ménages dans la catégorie des UHNW, qui disposent d'avoirs de plus de 10 millions de dollars. C'est un marché très fragmenté. Aucun établissement n'y a une position dominante. C'est pour nous un marché de choix. L'an passé, UBS a créé dans ce but son Private Wealth

Management Group. Les UHNW attendent de nous des idées nouvelles et des opportunités qu'ils ne peuvent pas trouver par eux-mêmes.

**- Votre positionnement dans les hedge funds?**

- Ce sont des véhicules d'investissement complexes qui ont aux Etats-Unis la faveur de beaucoup d'investisseurs institutionnels et de HNWI sophistiqués. La prolifération des hedge funds et d'autres véhicules alternatifs renforce notre conviction que l'accompagnement et l'intervention d'un conseiller financier sont les composantes nécessaires d'une complète gestion de fortune.

Propos recueillis par A. C.

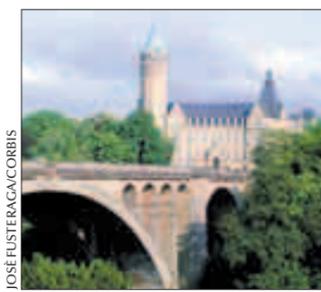
## Le Luxembourg espère garder son secret bancaire

Au cœur de l'Europe, le Luxembourg a développé en quelques décennies une place financière qui représente désormais l'essentiel de son activité économique. La petite taille du pays est à la fois un gage de souplesse législative, mais peut aussi être considérée comme une faiblesse lorsqu'on songe aux réseaux de distribution. Le Grand-Duché tente et parvient, grâce à la politique habile et pragmatique de son premier ministre Jean-Claude Juncker, de tirer avantage de son appartenance à l'Union européenne, malgré les vœux peu amènes de certains sur son secret bancaire. Reste que cette place spécialisée dans la gestion de fonds, qui attire plutôt des clients moyens, va devoir se montrer inventive et créative pour continuer de séduire.

Luxembourg - 80 000 habitants dont 40% d'étrangers - est entre sa vieille ville aux pierres ocre, ses bâtiments modernes et les vastes bâtiments européens de ses faubourgs, une capitale qui pour être hybride architecturalement ne l'est guère économiquement: l'essentiel de son activité est voué à la finance. Cœur du Grand-Duché du même nom, Luxembourg est une place financière qui emploie près de 30 000 per-

Dans les années 1960, le Grand-Duché abritait moins de vingt banques. Elles sont aujourd'hui plus de 150, sans compter de multiples autres établissements financiers. Visite de la place financière en compagnie du banquier des banquiers luxembourgeois

Par Eléonore Sulser  
Envoyée spéciale  
au Luxembourg



JOSÉ FUSTERA/CORBIS

sonnes. Le secteur est aujourd'hui vital pour ce pays - le plus prospère de l'Union européenne -, même si le passé métallurgique n'est pas tout à fait oublié. Arce- lor, le numéro un mondial de l'acier, y a toujours son siège.

Reste que c'est le déclin de l'acier, jadis florissant, qui a précipité le développement du secteur financier. Le pays abritait moins de 20 banques en 1960, il en compte 158 aujourd'hui, après en avoir connu plus de 220 dans les années 1990. En 2004, les banques de la place ont dégagé un revenu brut de 7380 millions d'euros (11 070 millions de FS). Nombre de banques sont d'origine allemande (46 fin 2004), mais les établissements venus du Benelux (21), de France (17), d'Italie (15) et de Suisse (12), pour ne citer que les pays les mieux représentés, témoignent du caractère international de la place.

Jean-Jacques Rommes, directeur de l'Association des banques et banquiers du Luxembourg, nous guide à la découverte du lieu: «Si on voulait voir la place financière à distance, les grandes activités sont la banque privée et la gestion des organismes de placements collectifs, explique-t-il. La gestion comprenant, l'activité de banque dépositaire des fonds qui sont domiciliés à Luxembourg, et l'administration de ces fonds. Ce

que nous faisons un peu moins, c'est la gestion intellectuelle de l'argent, l'asset management, qui est souvent fait dans les pays d'où viennent les promoteurs des fonds domiciliés à Luxembourg». Les organismes de placements collectifs ou OPC, c'est la grande spécialité luxembourgeoise: au début de l'été 2005, ces fonds géraient un patrimoine, en constante augmentation, qui s'élevait à près de 1250 milliards d'euros. Leurs

L'essentiel de l'activité du Grand-Duché est voué à la finance

promoteurs viennent de 43 nations différentes, au premier rang desquelles, la Suisse, avec 18%, suivie par l'Allemagne, la Grande-Bretagne et les Etats-Unis. L'asset management y est en revanche beaucoup moins développé: les produits financiers complexes, lorsqu'ils sont proposés au Luxembourg, sont souvent mis au point à l'étranger. A Luxembourg, les petits portefeuilles sont nombreux, même si les riches clients ne sont pas absents. Une caractéristique qui fait dire à un observateur un tantinet ironique que le

Grand-Duché «est un peu la Suisse de la classe moyenne».

Au contraire de la Suisse, pourtant, le Luxembourg défend sa prospérité financière au cœur même de l'Union européenne. «Notre marché est le marché intérieur européen, avant tout autre, explique Jean-Jacques Rommes. Il aurait peut-être été plus difficile, sinon impossible, de se placer en tant que place financière en dehors de l'Europe, à côté de la Suisse.» Les Européens n'adoptent pourtant pas toujours une politique favorable aux établissements du Grand-Duché. Témoin l'amnistie fiscale belge qui visait principalement les fonds déposés au Luxembourg. Dans les banques de la place, on estime cependant que le dommage n'a pas été flagrant. «Certains clients sont partis, c'est évident, admet Jean-Jacques Rommes. Mais l'écrasante majorité est restée. Cela dit, cette amnistie belge nous a déplu grandement parce ce qu'elle était protectionniste. Ce n'était pas une amnistie, c'était une tentative de ramener l'argent vers la Belgique, ce qui est très différent et ce que nous trouvons inacceptable.»

Etre à l'intérieur de l'Europe signifie aussi appliquer ses lois et notamment la fameuse Directive sur la fiscalité de l'épargne qui taxe, depuis le 1er juillet, les avoirs des

clients étrangers: «Nos membres se sont mis en situation d'être prêts, dit à cet égard le président des banquiers. Sans doute, sur le plan purement technique, certains continuent de souffrir des contraintes de la nouvelle législation, mais la loi est la loi. Nous l'appliquons. Il n'est évidemment pas encore possible de faire un bilan. Ce que nous pouvons constater, c'est que les clients, qui savaient bien ce qui les attendait, n'ont pas fui la place financière. Nous n'avons pas vu de mouvement massif. Ni en partance, ni en arrivée.»

Et pour défendre son secret bancaire, le Luxembourg sait bien qu'il peut désormais compter, et ce grâce à la loi sur la fiscalité de l'épargne, sur un rempart de taille: la place financière helvétique. «Cette Directive, sans vraiment plaire, a quand même eu deux effets bénéfiques. Les opérateurs et les clients savent enfin où ils en sont et le secret bancaire que nous avons voulu préserver, le reste jusqu'à nouvel ordre, juge Jean-Jacques Rommes.

Ce nouvel ordre étant, et c'est très clair pour nous, l'abandon du secret par les places concurrentes. Aussi longtemps que les autres maintiennent l'idée d'un secret, le Luxembourg maintiendra ce même secret. Donc nous pensons que nous avons préservé l'essentiel pour très longtemps encore.» ■

# Monaco, une place séduisante aux ambitions modestes

Serran, Zanzobia, Royal Flush, Lady Moura... A l'image des yachts qui trônent dans le port de Monaco, la richesse et le faste s'exhibent sans complexes dans la ville-Etat. Pourtant, le glamour qui colle à l'image du Rocher ne justifie pas à lui seul la réputation internationale de sa place bancaire.

Sa renommée, la Principauté la doit avant tout à ses avantages. En premier lieu une fiscalité directe des plus douces: les résidents ne sont pas soumis à l'impôt sur le revenu, pas plus qu'aux taxes foncières ou d'habitation. Et les droits de succession, fonction du degré de parenté, varient de 0 à 16%.

Mais, à en croire les financiers de la place, la clémence fiscale n'explique pas tout. Le climat méditerranéen, le faible taux de délinquance, un système éducatif de première qualité et gratuit et une médecine de pointe concourent à en faire un petit paradis pour particuliers fortunés. Autant de privilèges qui incitent chaque année une centaine d'individus à grossir le nombre des résidents (35 000, dont un millier de Suisses et seulement 8 000 citoyens monégasques).

Pour le plus grand bonheur des banques locales: le patrimoine des résidents représente un tiers des 65 milliards d'euros (100 milliards de francs) placés dans la Principauté au 30 juin dernier (+11% sur un an). Le reste de la masse sous gestion se partage à égalité entre citoyens de l'Union européenne et du reste du monde. Ils constituent une clientèle «de passage», séduite par la taille modeste de la place, garante de relations personnalisées avec les banquiers, mais plus encore par son respect intangible – à l'exception des commissions rogatoires internationales – du secret bancaire.

Ces facteurs ne suffiraient probablement pas à convaincre une clientèle en voie de rajeunissement et plus

Malgré ses atouts, la place financière monégasque reste lilliputienne. Après avoir hissé ses contrôles anti-blanchiment aux standards les plus élevés, son extrême prudence nuit-elle à sa croissance?

Par Angélique

Mounier-Kuhn

Envoyée spéciale à Monaco



DK

sophistiquée, si l'offre de produits et le professionnalisme en vigueur à Monaco n'étaient pas comparables à ceux des places concurrentes, affirment les banques locales. Cerise sur le gâteau, les frais de gestion y seraient plus légers qu'en Suisse.

Le tout, assurent en chœur professionnels et autorités monégasques, dans un contexte réglementaire dont la Principauté n'a plus à rougir puisque largement à la hauteur des standards internationaux. Cela n'a pas toujours été le cas (lire ci-contre).

Le souvenir de la polémique suscitée en 2000 par le rapport d'Arnaud de Montebourg, parlementaire

français qui assimilait Monaco à un «centre offshore favorable au blanchiment» est encore cuisant.

En dépit de ses incontestables atouts et des efforts entrepris pour restaurer sa respectabilité, Monaco occupe toujours un rang lilliputien, loin derrière ses cousines du Liechtenstein ou de Jersey, sans parler du Luxembourg ou de la Suisse.

A sa décharge, la Principauté est encore une toute jeune place. «Elle n'a commencé à se spécialiser dans la banque privée qu'au milieu des années 1990. Elle n'était auparavant guère plus qu'un tiroir caisse pour les dépôts en espèces des Italiens», rappelle Hervé Catala, directeur général du CFM, le premier établissement bancaire de Monaco. Elle s'est depuis «désitalianisée», selon Jean-Claude Eude, délégué général de l'Association monégasque des banques (AMB). En se professionnalisant, elle a attiré une clientèle plus large, scandinave, suisse, britannique ou espagnole.

S'engouffrant dans cette brèche nouvelle, les banques étrangères ont ouvert les unes après les autres des représentations tandis que les établissements déjà présents multipliaient les investissements technologiques et humains. Quelques années après son «big bang», Monaco vit à l'heure de la consolidation et des économies d'échelle. «La place ne compte plus que 35 banques (ndlr: à capitaux étrangers pour l'essentiel) contre 43 en 2004», souligne Eric Georges, directeur général de BNP Paribas Private Banking, qui a racheté fin 2004 deux petits concurrents ployant sous les coûts. «La place se muscle en se restructurant», commente Jean-Claude Eude.

Pourtant, à l'image d'un élève appliqué qui se reposerait sur ses lauriers, la Principauté n'embrasse pas de vision stratégique pour asseoir, voire renforcer sa position future dans le concert des places bancaires internationales. La plupart des banquiers envisagent l'arrivée de nouveaux résidents comme le principal

vecteur de progression des avoirs sous gestion. Les Britanniques semblent particulièrement prompts à céder ces temps-ci aux sirènes d'une fiscalité allégée. «Le potentiel de la place n'est pas illimité», avance un banquier. Il suffit en tout cas à susciter encore des convoitises: Mirabaud s'est installée sur le Rocher fin 2004, et un ou deux établissements étrangers seraient sur le point de l'imiter.

Mais attention, «se satisfaire de l'état présent, c'est prendre le risque de reculer dans quelques années, met en garde Jean-Claude Eude. Monaco ne croît pas aussi rapidement que la fortune mondiale.»

Certes, le secteur, dont la part dans le revenu national oscille autour de 15% est un pilier, mais il «n'est pas aussi essentiel à la survie de l'économie monégasque qu'à celle du

Le souvenir du rapport **Montebourg** reste cuisant

Luxembourg. La place n'en manque pas moins d'un objectif ambitieux», selon lui. «Monaco ne dispose pas encore d'un cadre juridique pour faire de la gestion», déplore ainsi un financier local. «Son dévelop-

pement est-il freiné pas son extrême prudence?», s'interroge un juriste. De fait, convertie à l'architecture ouverte, la place ne fabrique pas – et ne commercialise pas – de produits financiers. En 2006, un nouvel arsenal réglementaire sur les fonds communs de placement et les hedge funds comblera cette carence tandis que les négociations en cours avec l'Union européenne ouvriront sans doute un jour le marché européen à des produits monégasques. Et voilà que la place se prend à rêver de l'installation en Principauté d'un grand nom international de la gestion, qui, en pôle d'émulation, lui permettrait de passer à la vitesse supérieure. ■

## L'obsession de la bonne réputation

Encore secouée d'avoir été parfois pointée du doigt comme une terre d'accueil pour les délinquants financiers, Monaco se refuse dorénavant le droit à l'erreur. Et soigne son image comme un élément essentiel de son patrimoine. Car s'il est une caractéristique de la place dont les banquiers et les autorités estiment qu'elle ne souffre plus aucune discussion, c'est bien celle de l'éthique. Ethique dont le prince Albert a fait le maître mot de son discours d'avènement. «Argent et vertu doivent se conjuguer en permanence. L'importance de la place financière de Monaco requiert une extrême vigilance pour éviter que ne se développent des activités financières qui ne sont pas les bienvenues dans notre pays», indiquait-il le 12 juillet.

Franck Biancheri, le conseiller du gouvernement pour les Finances et l'Économie, enfonce le clou: «Monaco se veut intraitable en matière de blanchiment, de financement du terrorisme et de criminalité organisée». Et d'évoquer les garde-fous qui prémunissent les établissements du Rocher contre les comportements

illicites. «La plupart d'entre eux sont des filiales ou succursales de groupes étrangers et appliquent de ce fait des standards internationaux en matière de déontologie. Les auditeurs internes de ces groupes, voire les régulateurs étrangers qui ont un droit de regard sur l'activité des filiales de maisons mères sises dans leurs juridictions, exercent leurs contrôles. Ces banques sont de surcroît toutes sous la tutelle de la Commission bancaire française qui veille au respect des normes prudentielles. Cette surveillance est complétée par celle du Service d'information et de contrôle des circuits financiers (Siccf) créé en 1994 pour lutter contre le blanchiment.» En 2004, le Siccf a reçu 341 déclarations de transactions suspectes et transmis 18 dossiers aux autorités judiciaires.

«La place est propre», assène un banquier local. Certes «le risque zéro n'existe pas» mais «beaucoup a été fait pour améliorer sa réputation, tant en matière de communication que sur le fond», renchérit un confrère. «Monaco n'est plus du tout sous-réglémentée», confirme

un avocat genevois. Une assertion confortée par un rapport du FMI en 2003. «Monaco dispose d'un cadre juridique complet, de structures de supervision et de pratiques qui soutiennent un environnement financier bien régulé», selon l'institution.

Las, une ombre entache toujours le lustre de la Principauté. Depuis 2000, elle figure sur la liste des paradis fiscaux non coopératifs (ndlr: en matière d'évasion fiscale) de l'OCDE. «L'OCDE a publié cette liste alors que certains de ses membres n'appliquent pas les dispositions qu'elle préconise en matière d'échange d'informations, tout comme d'autres pays tiers (en Asie notamment) qui n'y figurent pas non plus», fait valoir Franck Biancheri. «Le secret bancaire est un élément de la compétitivité de la place monégasque. Monaco n'avancera que lorsqu'il y aura un mouvement international, comme ce fut le cas pour la mise en œuvre de la Directive européenne sur la fiscalité de l'épargne. Le jour où l'OCDE aura convaincu ses membres et les pays tiers d'adopter ses dispositions, Monaco sortira de cette liste.» **A. M.-K.**

PUBLICITÉ

 Clariden

## Rock Solid Banking.

En tant que banque privée suisse, nous offrons à nos clients ce que tous souhaitent: constituer un capital et profiter de l'évolution positive des marchés.

Chaque jour, nous nous y employons, par un conseil avisé, des produits financiers innovants et un service complet. Des services bancaires solides comme le roc.



Le Clariden est une montagne au cœur des Alpes suisses qui a donné son nom à notre banque. Avec ses 3 267 mètres, ce mont est à la hauteur de notre idéal: la fiabilité. Jour après jour.

clariden.com

# Place financière

14 • LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005

## Femmes cadres, ces exceptions

«**B**on courage!» «Oh, tout un programme...» A l'évocation de savoir si les femmes ont trouvé leur place dans la banque privée, les langues se nouent. Les établissements mettent en avant une parfaite égalité. Leur discours appartient à la bienséance. «Comme les hommes, les femmes évoluent en fonction de leur mérite, de leur formation, de leurs compétences et de leurs performances», indique-t-on chez Pictet.

Dans la pratique, cela semble plus compliqué. Bien qu'il fasse figure de pionnier avec Anne-Marie de Weck, première femme associée de banquier privé, Lombard Odier Darier Hentsch ne souhaite pas communiquer sur la question. Visiblement, le sujet dérange. Que disent les statistiques? Elles nous apprennent qu'entre 30 et 40% des employées sont des femmes. Mais cette proportion fond au fur et à mesure que l'on s'élève dans la hiérarchie. «Chez les banquiers privés, nous trouvons des femmes occupant des postes d'assistante de gestion et de direction, relève Marie-France Goy, secrétaire centrale de l'Association suisse des employés de banque. Les postes plus élevés constituent des exceptions.» Un gestionnaire genevois chez Pictet confirme que ce tableau sied parfaitement à l'environnement dans lequel il évolue.

Les responsables féminines ont-elles trouvé leur place dans la banque privée? Un certain tabou entoure cette question. Si les métiers dits techniques semblent s'ouvrir, certains bastions subsistent. Témoignages de banquières privées encore minoritaires

Par Marie-Laure Chapatte

Isabelle Stoffels fait partie de ces exceptions. «J'appartiens à une minorité.» Cette mère de quatre enfants, dont des triplés, est responsable d'un département de gestion privée chez Ferrier Lullin. Son titre? Directeur. «Directrice, je n'aime pas. Je préfère la neutralité de la langue anglaise qui ne prête pas le flanc aux a priori», confie-t-elle, avant de raconter une anecdote sur ses débuts dans la finance: «J'avais organisé une séance avec des messieurs en signant I. Stoffels. Quand ils sont arrivés dans la salle de réunion, ils m'ont commandé trois cafés. J'ai répondu «pas de problème», puis j'ai demandé à l'assistant...» Depuis, les années ont filé et les responsabilités se sont



ROBERTO CACCIARI/CONTRASTO-REA

accumulées. Seul l'environnement n'a guère changé. «Je reste entourée d'hommes.»

Une gérante française dépeint un monde complètement macho, centré sur l'homme. «Je dois me battre tous les jours pour faire mes preuves face à une vingtaine de collègues masculins qui attendent un faux pas.» «Un homme peut atteindre un poste à responsabilité par hasard ou par défaut, une femme jamais!», ajoute sa collègue de Ferrier Lullin.

Tout le monde s'accorde sur ce point: l'argent reste une «affaire d'hommes». La quête de la performance également. Les femmes, elles, n'ont pas cette ambition de «briller». «C'est notre métier d'être discrètes.» Si bien que récolter des

témoignages relève du parcours du combattant. Conseillère aux grandes fortunes privées chez J.P. Morgan (Suisse), Catherine Martin-Mathy vit une expérience positive.

«Le problème des femmes dans la finance est biologique»

Son activité consiste à fournir des conseils en matière juridique et fiscale. «Il s'agit de matières techniques, où les femmes sont nombreuses. J'ai le sentiment que ces

dernières sont très bien représentées chez JP Morgan. Cela a toujours été le cas, mais c'est encore plus fort aujourd'hui.»

Cette ouverture de JP Morgan, dont le private banking est d'ailleurs dirigé par une femme, traduit, pour la Belgique, la culture anglo-saxonne. «Peut-être que dans des banques plus traditionnelles, cela est différent», glisse-t-elle. Sophie Desbaillets, secrétaire générale chez Mirabaud, n'a jamais vécu de sectarisme. «C'est une entreprise qui évolue et qui estime que la femme fait partie de ce développement.»

Mais pour devenir gestionnaire, des obstacles subsistent. A commencer par la clientèle. «Lorsque vous vous retrouvez en face d'un

client en tant que femme, vous n'avez jamais une réaction neutre, explique Isabelle Stoffels. La plupart du temps, ils sont curieux et demandent à voir.» Pour l'heure, la femme trouve davantage sa place dans les fonctions dites techniques. «Prenez le métier d'analyste, il devient unisexe», estime le gérant de chez Pictet. A l'inverse, il reste des bastions, comme le trading, que peu de femmes ont réussi à percer. «C'est vrai qu'en comparaison de Londres par exemple, la Suisse a vraiment du retard», insiste Antoinette Hunziker-Ebnetter, responsable du trading de Julius Bär à Zurich.

Une autre barrière à la carrière financière: la maternité. Concilier vie familiale et travail reste particulièrement ardu au sein de la banque, peut-être plus que dans d'autres métiers en raison de la vive compétition. «Les carrières décollent entre 30 et 40 ans, à l'âge où les femmes veulent avoir des enfants. Le problème des femmes dans la finance est biologique», affirme Luisa Bürkler-Giusani, présidente du club Frauen Investment à Zurich.

Mais pour Isabelle Stoffels, la mission n'est pas impossible: «Avoir des enfants est juste une question d'organisation. Mais c'est vrai que si vous projetez de vous arrêter un moment pour les élever ou si vous envisagez un temps partiel, vous pouvez sérieusement envisager de mettre une croix sur votre carrière.»

Des choix cornéliens dans un univers qui s'ouvre, à petits pas, aux femmes. Mais à quel prix? «Beaucoup de femmes qui réussissent adoptent des comportements masculins, selon une employée de LODH. Il est très difficile de réussir avec nos qualités propres.» Que sont l'écoute, la communication et l'esprit pratique. «Il est évident qu'on nous demande encore trop de sacrifices. Nous devons prendre confiance pour mieux nous imposer», conclut la gérante française. ■

## Philanthropie et finance: le grand amour

Les fondations fleurissent. La liste des établissements bancaires possédant leur propre fondation ne cesse de s'allonger. Et la récente décision rendue par le Conseil fédéral devrait encore amplifier cette tendance. Le gouvernement a annoncé le 24 août la mise en vigueur au 1er janvier prochain de la révision du droit des fondations. Dès 2006, les mécènes (personnes physiques ou morales) pourront ainsi déduire de l'impôt fédéral direct des dons faits à des fondations d'utilité publique jusqu'à concurrence de 20% de leurs revenus, contre 10% jusqu'à présent. De plus, les prestations bénévoles ne seront plus limitées à des versements en espèces, mais pourront être réalisées sous forme d'autres valeurs patrimoniales (immeubles, par exemple). De quoi inciter les donateurs.

Derniers en date: les banquiers privés genevois Lombard Odier Darier Hentsch & Cie (LODH) réfléchissent à mettre sur pied leur propre fondation. «Il y a une volonté au sein du collège des associés. Notre réflexion devrait aboutir d'ici à la fin de l'année», explique Jérôme Koechlin, responsable de la communication chez LODH.

Mais l'incitation fiscale, renforcée par le législateur, n'est pas la seule motivation des banquiers. Les fondations servent dans de nombreux cas à saluer un jubilé et à renforcer au passage l'ancrage de la banque dans la collectivité locale.

Le 150e anniversaire de la Banque Cantonale Vaudoise (BCV) est par exemple à l'origine de la Fondation BCV. Elle relève de «la volonté de marquer cet anniversaire par un acte fondateur, qui puisse laisser trace dans la vie collective vaudoise», précise Pierre-Alain Tâche, son président. Même réflexion au sein de BNP Paribas qui a marqué ses

Les fondations bancaires sont toujours plus nombreuses. La révision du droit des fondations, dont la nouvelle mouture entrera en vigueur en 2006, devrait renforcer ce phénomène

Par François Mutter

130 ans d'existence en Suisse par la création d'une fondation. Ou encore la BSI (pour ses 100 ans puis 125 ans), Julius Bär (75 ans) ou Credit Suisse (125 ans). Et cette liste n'est certainement pas exhaustive.

Si la naissance de ces fondations relève d'une même démarche, ces dernières diffèrent par leurs engagements respectifs. Exemple: la Fondation BNP Paribas favorise l'accès au patrimoine (financement de livres sur les musées suisses), encourage l'expression artistique (partenariat entre autres avec le Grand Théâtre de Genève) et soutient l'art-thérapie (appui dans les hôpitaux aux enfants touchés par la maladie). La BSI appuie de son côté à travers la BSI Gamma Foundation la recherche dans le domaine financier. Alors que la fondation UBS pour le domaine social et la formation favorise l'accès à la connaissance des personnes défavorisées.

L'importance prise par ces fondations pose en filigrane la question de leur utilisation. S'agit-il d'outils marketing pour leurs fondateurs? «Une campagne publicitaire réclame un résultat rapide. Alors qu'une fondation a une vocation de longue durée. Seule la persévérance créera sa légitimité», répond Charlotte Le-



FONDATION BNP PARIBAS

Dessin réalisé par un enfant dans le cadre du programme art-thérapie soutenu par la Fondation BNP Paribas.

ber, secrétaire générale de la Fondation BNP Paribas. Les manifestations de relations publiques organisées par le mécénat n'en restent pas moins utiles. «La fondation devient un vecteur d'image», confirme-t-elle. Elle est aussi utilisée auprès des employés. D'autant qu'elle reflète les valeurs de l'entreprise et qu'elle

soutient des projets présentés par les collaborateurs. «Du conseil d'administration au personnel, tout le monde est derrière la fondation», se félicite Charlotte Leber.

De quoi doit-on parler alors: de sponsoring, de parrainage ou de mécénat? «Le sponsoring utilise des canaux bien distincts», s'em-

presse de préciser Rudolf Bürgin, porte-parole de UBS. La grande banque possède deux fondations héritées de la fusion de la Société de Banque Suisse et de l'Union de Banques Suisses. «Nous sommes très loin de l'outil marketing. La marge de manœuvre de la fondation est totale», affirme Christian

### Les Américains sont très actifs

Des chiffres précis sur le poids des fondations actives en Suisse n'existent pas. «Il est difficile de connaître leur fortune», répond Beate Eckhard, secrétaire générale de Swiss Foundation, l'association des fondations donatrices en Suisse. Les estimations disponibles évoquent l'existence de 11 000 fondations (pas uniquement entre les mains des banques) disposant d'une fortune évaluée à 30 milliards de francs

suisses. Environ 2 milliards sont distribués chaque année par ces institutions. Dans l'Union européenne (UE), on parle de 62 000 fondations pour les quinze pays membres de l'Union. Aucune évaluation de leur fortune n'est cependant disponible. Une étude menée dans huit pays européens (Belgique, Finlande, France, Allemagne, Italie, Hollande, Suède et Grande-Bretagne) avance les

chiffres de 27 000 fondations disposant de 174 milliards de fortune dans ces pays. Les Etats-Unis, où la philanthropie est omniprésente, compte 66 398 fondations (chiffres en 2003) dont la fortune s'élève à 476,7 milliards de dollars. Plus de 30 milliards sont versés chaque année par ses institutions. La mieux dotée est la Fondation de Bill & Melinda Gates (26,8 milliards de fortune). F. Mu.

Jacot-Descombes, porte-parole de la BCV dont la fondation soutient des personnes d'origine vaudoise ou domiciliées dans le canton de Vaud. On est bien sur le terrain du mécénat.

«Seule la persévérance crée la légitimité d'une fondation»

Cette vocation de mécène ne s'arrête pas aux banquiers. Leurs clients sont toujours plus nombreux à vouloir financer des institutions d'utilité publique. D'où l'idée de créer également des fondations destinées à recevoir les fonds de cette clientèle. «Un phénomène relativement nouveau», estime Patrick Burgy, associé chez KPMG à Zurich et spécialisé dans le conseil aux personnes fortunées. Il cite l'exemple d'un privé souhaitant donner environ 100 000 francs pour un projet. Cette personne ne disposera pas en l'occurrence de fonds suffisants pour mettre sur pied sa propre fondation. Il regardera autour de lui. Et là, sa banque pourrait lui proposer une solution sur mesure. «Un moyen de garder les fonds sous gestion au sein de la banque», glisse Patrick Burgy.

La troisième fondation d'UBS à l'étude (Optimus) répond à cette demande. Elle soutient à la fois de jeunes talents et la recherche médicale. La banque prend en charge les frais administratifs. «100% de l'argent récolté contribuera à des projets», promet Rudolf Bürgin. A Genève, LODH planche aussi sur cet aspect à propos de sa fondation aujourd'hui en gestation. «Répondre à des demandes particulières est un de nos axes de réflexion», confirme Jérôme Koechlin qui promet des nouvelles avant la fin de l'année. ■

# Private banker: le parcours du combattant

Opération banale il y a dix ans, l'ouverture d'un compte nécessite désormais l'implication d'un grand nombre de spécialistes aux côtés du client et du banquier



Par Catherine Martin-Mathy

Wealth Advisor,  
JP Morgan Private Bank

Un banquier qui reprendrait ses activités après une pause sabbatique d'une dizaine d'années aurait bien du mal à faire face aux exigences actuelles de son métier. Il aurait sans nul doute l'impression de se trouver dans la peau d'un Hibernatus de la finance. Ainsi par exemple, le b.a.-ba du banquier, à savoir l'ouverture d'un compte, s'accompagne aujourd'hui de nombreuses vérifications et de la signature d'une documentation abondante destinée à évaluer l'honorabilité du client, à détecter une éventuelle nationalité américaine, à déterminer l'application d'une convention fiscale ou encore, depuis le 1er septembre 2005, à établir si le client est astreint à l'accord européen sur la fiscalité de l'épargne. La nature des investigations est telle que cette opération banale qu'était l'ouverture d'un compte il y a dix ans, nécessite désormais l'implication d'un grand nombre de spécialistes aux côtés du client et du banquier («compliance officer», juriste, ingénieur patrimonial...), avant

même que les questions d'investissement ne soient abordées.

Bref, le Private Banking ne fait pas exception à ce qui caractérise l'époque actuelle, à savoir la mondialisation, un développement spectaculaire de réglementations toujours plus complexes et une responsabilisation accrue des institutions financières.

Pour s'en convaincre il suffit d'observer les mesures juridiques prises par de nombreux pays occidentaux au cours de ces dix dernières années. Les règles de «qualified intermediaries» mises en place par les Etats-Unis en 2001 sont à cet égard révélatrices: d'une part, elles s'appliquent à tous ceux qui détiennent des investissements américains, quelle que soit leur résidence. D'autre part, l'efficacité du dispositif repose sur les établissements financiers et non plus, comme souvent dans le passé, sur le sens civique des citoyens. Notre banquier se sera sans doute pincé en apprenant que les banques du monde entier – du moins celles jugées respectables par l'IRS – se sont précipitées pour signer un accord avec le fisc américain, faute de quoi elles

privaient leurs clients de la possibilité d'investir, dans de bonnes conditions, sur les marchés américains.

Tout ceci a donné des idées à l'Union européenne (UE) qui, depuis le 1er juillet de cette année, impose l'échange automatique d'informations ou une taxation à la source de 15%, sur les intérêts payés aux particuliers résidant dans l'UE.

**Le secret bancaire fait figure d'exotisme régional de moins en moins décisif**

Ce sont aux agents payeurs, donc ici encore aux institutions financières, qu'il incombe d'identifier les transactions concernées et d'ensuite procéder, selon le cas, à l'échange d'informations ou à la retenue d'impôts. Il semblera probablement curieux à notre banquier que ce dispositif européen s'applique aux îles anglo-normandes, à certaines îles des Caraïbes ainsi qu'à des Etats tiers dont la Suisse, le Liechtenstein et Monaco. Il sera également dubi-

tatif quand il apprendra que certains Etats indépendants, initialement hostiles, intensifient aujourd'hui leurs relations diplomatiques avec l'UE afin d'obtenir le privilège de mettre en œuvre des mesures similaires et d'éviter les discriminations que l'UE leur fait subir.

Notre banquier se confrontera à de nombreuses autres dispositions, impensables il y a dix ans à peine, telle l'obligation, s'il exerce depuis un pays membre du GAFI, de communiquer à son correspondant, lors d'un transfert international, le nom et adresse de son client alors qu'hier encore la formule d'usage «d'ordre d'un de nos clients» satisfaisait le plus curieux. Certains fiscalistes externes auxquels notre banquier avait coutume de s'adresser se montreront beaucoup moins créatifs que par le passé face à l'obligation qui leur est faite de faire valider les montages les plus sensibles par les administrations fiscales concernées et ceci préalablement à toute recommandation aux clients.

Cette jungle de législations nouvelles – encore ne s'agit-il là que d'un petit échantillon – a bouleversé la façon dont les banques offrent le

private banking. Le secret bancaire fait figure d'exotisme régional dont l'attrait est de moins en moins décisif. La plupart des transactions, en effet, revêtent aujourd'hui un caractère transnational et se trouvent de ce fait exposées à la législation de plusieurs pays dont la plupart sans secret bancaire.

Les établissements financiers qui souhaitent continuer à jouer un rôle déterminant dans le private banking ont bien compris que leur salut passait désormais par l'acquisition d'une expertise technique – notamment sur les questions juridiques et fiscales – permettant la mise en œuvre de solutions intelligentes, c'est-à-dire le recours à des formules légitimes qui optimisent la situation des clients sans ternir la réputation des établissements qui les mettent en œuvre.

A la lueur de ces éléments, il est prévisible que la part de marché des grandes banques actives dans le private banking continue de se renforcer au détriment d'acteurs plus modestes qui peinent à aligner les ressources nécessaires pour faire face à des problématiques complexes et multidimensionnelles. ■

## Evolution des marges brutes des banques 2002-2004

En points de base (pb)	2002	2003	2004
<b>Groupe</b>			
Julius Bär	99	93	83
Vontobel	87	101	99
Sarasin	79	83	80
LLB	80	86	84
VP Bank	70	104	100
Moyenne	83	93	89
<b>Division de private banking</b>			
Julius Bär Private Banking	78	74	74
Vontobel Private Banking	88	88	93
VPB Private Clients	NA	62	74
VPB Trust Banking	NA	78	86
VPB (PB) filiales	NA	108	110
UBS Wealth Management	98	101	104
- Clients suisses	95	102	107
- Clients internationaux	99	101	103
Clients internationaux (hors Onshore Europe)	100	103	108
European Wealth Management Initiative (Onshore)	85	72	68
CS Private Banking	120	134	137
Moyenne	96	92	97

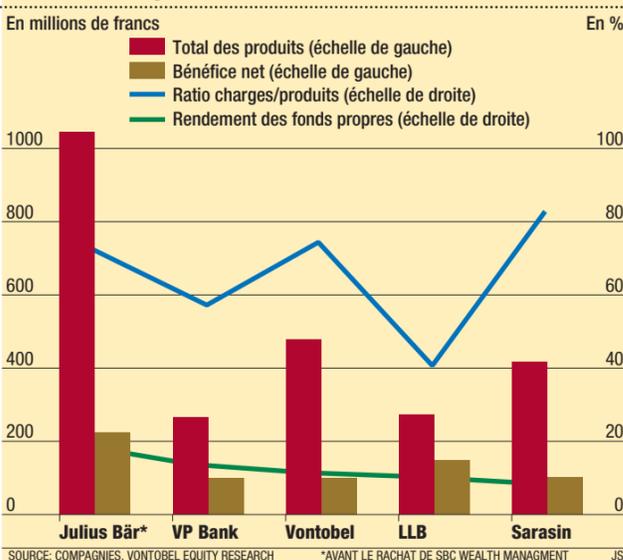
SOURCE: COMPAGNIES, VONTOBEL EQUITY RESEARCH

## Ratio charges / produits 2002-2004

	2002	2003	2004
<b>Groupes</b>			
Julius Bär	76	75	70
Vontobel	72	62	71
Sarasin	85	81	80
VP Bank	74	52	53
LLB	50	41	40
UBS Wealth Management	61	60	54
sans inclure l'Initiative onshore européenne	53	52	47
CS Private Banking	72	61	58
Moyenne	70	62	61
<b>Division de private banking</b>			
Julius Bär	70	76	74
Vontobel	74	75	73
VPB Private Clients	41	41	38
UBS Wealth Management	61	60	54
sans inclure l'Initiative onshore européenne	53	52	47
CS Private Banking	72	61	58
Moyenne	64	63	59

SOURCE: COMPAGNIES, VONTOBEL EQUITY RESEARCH

## Indicateurs de performance clés



PUBLICITÉ



OLYMPIC®

BANKING SYSTEM

Email: [eri@eri.ch](mailto:eri@eri.ch) [www.eri.ch](http://www.eri.ch) [www.olympic.ch](http://www.olympic.ch)

### Le logiciel bancaire complet international

OLYMPIC Banking System est la Solution Bancaire qui répond à vos attentes et à vos besoins.

Multi-Sites, Multi-Sociétés, Multi-Devises, Multi-Langues, Multi-Dates, OLYMPIC Banking System vous offre une palette considérable d'outils de traitement, d'analyse, d'aide à la décision et de contrôle.

Grâce à la haute flexibilité de son système paramétrique OLYMPIC Banking System vous permet une personnalisation sur mesure.

Plus de 260 Banques et Institutions Financières, réparties dans 30 pays en Europe, en Asie et aux U.S.A, nous accordent chaque jour leur confiance.

**Gestion de fortune**

**e-banking**

**Front-Office / Marchés**

**Middle & Back-Office :**

- > titres
- > marché des changes
- > marché des capitaux
- > crédits
- > transferts

**Agents externes**

**OPCVM-SICAV**

**Comptabilité sociétés**

**Communication interbancaire**

**Business Intelligence**

**Reporting réglementaire**

**Straight Through Processing**



Contact:  
**Marketing-Vente**

**GENÈVE**

Email: [gvamkt@gva.eri.ch](mailto:gvamkt@gva.eri.ch)  
Tél. +41 22 342 12 29  
Fax +41 22 343 09 12

Bruxelles Genève Londres Lugano Luxembourg Monaco Paris Singapour Zurich

Jamais Vous Ne  
Posséderez Complètement  
Une Patek Philippe.



Vous En Serez  
Juste Le Gardien, Pour Les  
Généralions *Futures*.



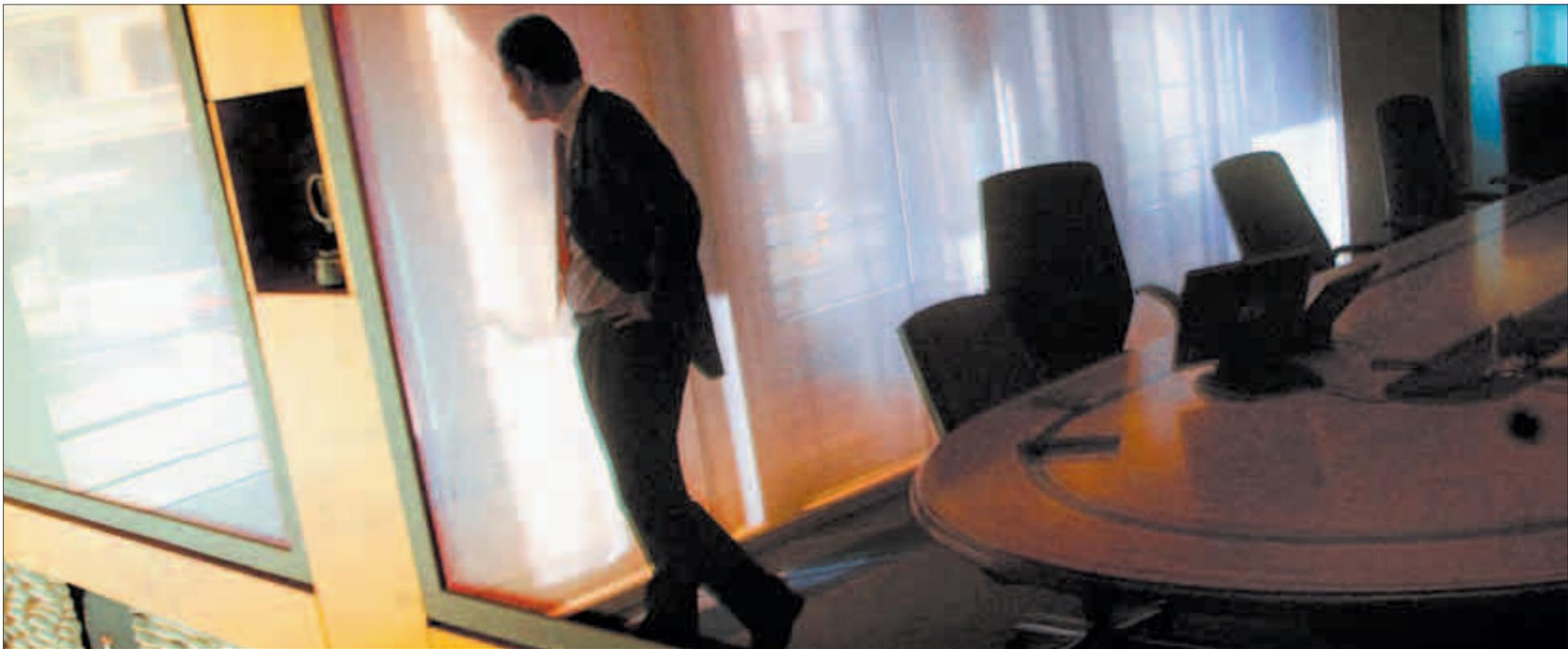
Il suffit d'actionner un  
poussoir pour que l'Heure Universelle  
de Patek Philippe, réf. 5110P,  
vous indique l'heure d'un des 24 fuseaux  
horaires de votre choix, sans perdre  
une seconde. Son ingénieux  
mécanisme breveté est honoré du  
prestigieux Poinçon de Genève,  
gage de qualité unique.

Tél: (41) 22 884 20 20. [www.patek.com](http://www.patek.com)



PATEK PHILIPPE  
GENEVE

Fondez votre *propre* tradition.



FRED MERZ/REZO

# La gestion discrétionnaire monte en puissance

Un mode de gestion, une banque. Les banques adoptent de plus en plus des stratégies globales, homogènes, en matière de gestion de portefeuille. Un phénomène qui touche en premier lieu les comptes dont la gestion a été confiée à la banque. Cette tendance se renforce depuis la fin des années 1990. Des impératifs juridiques et de rentabilité l'expliqueraient.

Les grandes banques ont été les premières à systématiser la gestion des comptes. UBS met en avant le service au client pour le justifier: «Les clients qui ont opté pour un mandat discrétionnaire transfèrent la gestion de leurs actifs à une équipe de gérants de portefeuille et de spécialistes en placements... Le conseiller reçoit le soutien des spécialistes. Il peut ainsi se consacrer davantage aux besoins du client, discuter avec lui régulièrement des résultats des placements et, le cas échéant, procéder à des adaptations. Cette approche permet en outre de réaliser une performance uniforme au sein de la même stratégie.»

D'un point de vue juridique, l'adoption de stratégies globales a permis de sécuriser l'atmosphère. «Il s'agit pour la banque de se prémunir contre le cavalier solitaire, soit un gestionnaire qui ne respecterait pas le profil de risque choisi par le client», explique le conseiller en investisse-

ment d'une grande banque. La clientèle est plus que par le passé susceptible de saisir les tribunaux en cas de litige. «La probabilité qu'un client débarque avec un avocat augmente, confirme un gérant indépendant. En particulier si des placements trop risqués ont été effectués, par exemple au travers d'options.»

La question de la rentabilité est déterminante pour comprendre la montée en puissance de la gestion centralisée, et des politiques d'investissement globales des banques. La multiplication des règles de contrôle interne (compliance) a pesé sur la rentabilité des établissements. Cette densification est apparue dans les années 1990. Elle a accompagné le

Par Nicolas Pinguely

durcissement législatif qu'a connu le monde bancaire, que ce soit les lois sur le blanchiment, les opérations d'initiés ou la gestion du risque. Il a fallu engager des spécialistes (juristes, contrôleurs internes, informaticiens, etc.) pour y faire face. Les coûts des établissements présents dans la gestion de fortune ont pris l'ascenseur.

Les banques ont répondu avec de nouveaux types de placements. «Les produits structurés, fonds de placement et hedge funds sont extrêmement rentables, souligne le conseiller genevois. Et ils sont de plus en plus présents dans les stratégies d'allocation globales.» Ces véhicules d'investissement ont des coûts «cachés» liés à leur complexité. Différents spécialistes des marchés participent à leur fabrication, prélevant au passage une commission. L'exemple extrême? Un produit à capital garanti sur un fonds de hedge funds. Les institutionnels en sont particulièrement friands. «Dans la majorité des cas, le total des coûts varie entre 4,5 et 7,5% par an en fonction de la performance réalisée», calcule un gérant alternatif.

Le son de cloche est différent à UBS. «Les fonds de placement permettent d'appliquer une stratégie active avec rapidité et de manière avantageuse sous le profil des coûts. En outre, des fonds spéciaux offrent au client des techniques de placement sophistiquées, qui ne sont autrement accessibles qu'aux inves-

tisseurs institutionnels. Les instruments structurés constituent un outil important pour couvrir les risques de marché les plus divers, telles que les fluctuations monétaires.»

A Credit Suisse, on assure que le regroupement des comptes gérés sous mandat n'a pas engendré une inflation de produits structurés. «Non, affirme le porte-parole Jean-Paul Darbellay, la part de fonds,

tour des propositions d'investissement. Ils décident *in fine* des opérations à effectuer. «Ces différents types de mandats permettent de stabiliser les revenus des banques, relève le conseiller de la grande banque. Leurs prix s'échelonnent entre 0,75 et 1,5% par an, courtages et autres frais de compte compris (*flat fee*).»

Le client est-il gagnant? «La stratégie de l'établissement doit être systématiquement suivie, ce qui n'est pas toujours idéal pour les besoins personnels du client, répond le conseiller. On ne peut ni proposer les introductions en bourses (IPO), peu suivies par les équipes de recherche, ni les titres sortant de l'univers de placement de la banque.» Par conséquent, les performances ont tendance à s'uniformiser. Voire à reculer sous la pression des frais

produits structurés et hedge funds n'est aucunement liée à la gestion centralisée.» Credit Suisse a systématisé ce type de gestion «depuis 2000 afin d'assurer une très grande cohérence dans la stratégie. Que le client soit suisse ou étranger, suivi à Genève ou à Glaris, il bénéficie du même service, des mêmes performances et de frais identiques.»

Les stratégies standardisées ont tendance à investir tous les métiers de la gestion. A côté des comptes sous mandat, existent aussi les portefeuilles *advisory* (conseil). Dans ce cadre, les clients signent également un mandat. Mais ils attendent en re-

fixés par la direction, nous devons essayer de placer 25% des avoirs de nos clients dans des stratégies alternatives», indique le gestionnaire d'une grande banque.

Les banques privées n'ont pas systématisé la gestion sous mandat. Pictet & Cie livre sa méthode: «La gestion centralisée n'existe pas à proprement parler chez Pictet. On assiste à la création de cellules, dédiées à certains types de gestion. Ces mandats sont gérés par des spécialistes, interlocuteurs de choix pour les autres gérants.» Chez Lombard Odier Darier Hensstch, la gestion centralisée est en place depuis six ans. «Mais une majorité de mandats discrétionnaires reste entre les mains des gérants, selon Yvar Mentha, directeur chez LODH. Cela s'inscrit dans notre culture du dialogue et de la gestion sur mesure. Le client aime être associé à la gestion.»

Le futur? Les stratégies globalisées, s'appuyant sur des produits structurés, assure le conseiller de la grande banque: «Ceux qui ne le font pas seront vite amenés à le faire, que ce soit pour des impératifs juridiques ou de rentabilité.» Yvar Mentha n'est pas de cet avis: «La gestion centralisée restera minoritaire dans une maison comme la nôtre. Et si les produits structurés sont intéressants dans certaines phases de marché, nous ne les employons pas systématiquement, et veillons à ce qu'ils ne comportent pas d'importantes marges cachées.»

Les hedge funds sont aussi très utilisés. Dans le cadre des objectifs

## Vers une gestion de la dimension fiscale...

Avec l'introduction de l'accord sur la taxation de l'épargne et les projets de centralisation des back-offices, les exigences multi-réglementaires se sont peu à peu imposées au niveau de la logistique bancaire. Après quelques déconvenues notoires, les banques ont identifié le cœur du problème, soit la nécessité d'une gestion de granularités spécifiques à chaque pays pour les référentiels clients et produits.

### Reclasser les produits

Pour la base de donnée clientèle, cela implique l'administration de nouveaux attributs, tels que le secteur d'activité du client ou les régimes de fiscalité électifs. En outre, la définition du «sujet» de la gestion devient importante, car si en Suisse le client mandant (sujet contractuel) est le sujet de gestion de manière univoque, dans certains pays le sujet fiscal devient prépondérant. Ceci est particulièrement visible dans le cas de comptes joints, où la définition de la politique d'investissement (profil performance/risque) se fait au niveau du mandant, en l'occurrence la



Par Christophe Lamon

Associé,  
Banking Concepts

réunion de plusieurs personnes, alors que les contraintes fiscales et réglementaires sont définies individuellement pour les membres.

Au niveau de l'univers des produits, l'évolution est un peu semblable, avec l'apparition de nouveaux véhicules d'investissement spécifiques à chaque pays (Attipici, DCS, Black funds, etc.). Il est nécessaire d'autre part de reclasser les produits homonymes, posant une problématique identique à celle que pose la notion d'intérêt dans le cadre

de la Directive, soit des termes recouvrant des réalités différentes pour chaque pays. A titre d'exemple, les produits à capitaux garantis entrent en Italie dans la catégorie de produits atypiques, respectivement d'obligations suivant le niveau de la garantie. En Suisse, ils sont gérés comme des produits structurés.

Avec la Directive de l'UE, les avantages comparatifs de la Suisse s'amenuisent, et l'on peut légitimement s'attendre à un accroissement des exigences de l'Europe à moyen terme. Dès lors, quelle gamme de services voulons-nous offrir à nos clients étrangers?

Au niveau des banques, on distingue les offres de service suivantes:

- Gestion patrimoniale classique avec une optimisation risque/ revenu brut. Elle se complète avec la mise en place de coquilles fiduciaires étrangères afin d'éviter la taxation (fondation/trust). Quid du jour où ces structures tomberont sous liste noire ou sous obligation de déclaration?
- Des véhicules dédiés aux investisseurs étrangers. Ces produits ont divers objectifs: lors de taxations par-

ticulièrement défavorables, ils peuvent servir de produits de substitution (les Repos inversés pour l'Italie par rapport à des dépôts en liquidités). Ou ils répondent à des problématiques fiscales spécifiques (solutions pour gérer les stocks options ou les produits de retraite défiscalisés). Cependant, comme ces produits sont vendus indépendamment, ils entrent souvent en collision avec les objectifs de pondération de la gestion discrétionnaire standardisée.

### Optimisation intégrée

- L'optimisation statique (sur la base d'attributs stables des clients et des produits) constitue l'étape décisive en intégrant les aspects fiscaux au niveau du système de gestion. Elle nécessite la prise en compte des régimes fiscaux applicables dans le référentiel client et des contraintes fiscales dans le référentiel produit. L'intégration de contraintes de gestion dynamiques se fait par rapport aux montants, respectivement des ratios de fortune et permet de déterminer les produits fiscalement incompatibles par portefeuille.

Le degré ultime au niveau de la gestion proprement dite est la capacité à intégrer, par type de produit, les contraintes liées aux transactions, afin d'optimiser la taxation des plus-values. Cette problématique est particulièrement importante lors de re-balancings où il s'agit de déterminer les positions fiscalement liquidables en tenant compte de la date d'acquisition et des méthodes d'évaluation.

Les compétences nécessaires pour relever le défi posé par les nouveaux services sont au nombre de trois, soit: l'acquisition de savoir en matière fiscale onshore, la capacité à structurer et intégrer les nouveaux processus et bases de données produits et clients dans un système bancaire originellement conçu pour les besoins suisses, et enfin une gestion de produits bancaires de qualité. Ce dernier aspect couvre la génération et la structuration de produits spécifiques, mais surtout la capacité à gérer les produits en deux niveaux parallèles, au niveau des composants (fiscalement décisif), respectivement au niveau vendu au client.

Actuellement, l'offre de structures fiduciaires fait partie de l'offre

standard des banques. Depuis 2001, on assiste à l'éclosion de véhicules d'investissement spécifiques. Toutefois, la dimension fiscale n'est pas encore prise en compte pour tous les produits. Au niveau des systèmes de gestion, certaines banques ont identifié des produits inadéquats pour une clientèle donnée, mais aucune n'a systématisé les contraintes sur ces critères.

Paradoxalement, les banques à la pointe sont celles qui ont adopté une approche produit. Toutefois, elles se heurtent à des problèmes d'intégration et à une gestion de produit insuffisamment structurante. Quant aux banques qui ont acquis de véritables compétences via des centralisations logistiques, elles ont mésestimé l'aspect gestion de produit.

En conclusion, on peut dire que si la banque privée suisse dispose de compétences et de savoir-faire exceptionnels en ce qui concerne la relation clientèle et la gestion d'actif, elle devra maîtriser activement cette nouvelle dimension que sont les exigences spécifiques des pays, sans quoi elle risque d'être otage d'une lutte qui se règlera au niveau politique. ■

# Placements & solutions

18 • LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005

## Le portefeuille doit s'adapter en prévision d'une hausse des taux d'intérêt

Les taux d'intérêt devraient augmenter ces prochains trimestres. Même le président de la Réserve fédérale, Alan Greenspan, ne comprend pas que les obligations n'aient pas réagi à ses mesures sur les taux à court terme. Les investisseurs sont donc confrontés à un environnement des plus complexes. Comment adapter son portefeuille en pareilles circonstances? Tout dépend d'abord de l'étendue et de la vitesse du mouvement. A condition qu'il se produise.

L'économie suisse a poursuivi son processus de japonisation. On se rappelle que l'Empire du Soleil-Levant a vécu une longue phase de taux d'intérêt nominaux de presque 0%. Chez nous, les taux courts sont bien en dessous de 1% et les taux des obligations de la Confédération, aujourd'hui cramponnés à la barre des 2%, n'ont pas hésité à descendre à 1,9%.

Un tel niveau facilite certes les activités de crédit. Il pénalise aussi la performance des investisseurs, y compris les avoirs du deuxième pilier et complique la tâche des assureurs vie.

### Un scénario catastrophe serait que les banques asiatiques arrêtent d'acheter du dollar

Sur le portefeuille obligataire, une hausse des taux se traduit par une perte en capital. L'essentiel consiste à savoir si la hausse résulte des attentes inflationnistes ou non, selon Benno Weber, directeur des obligations au CSAM. Faut-il craindre une hausse des taux réels ou des taux nominaux?

Benno Weber constate que les anticipations inflationnistes sont basses, proches du niveau de 2003. Si la conjoncture s'accélérait, elle risquerait de pousser les anticipations inflationnistes à la

Le consensus du marché anticipe une remontée modérée des taux obligataires aux Etats-Unis et en Europe, qui ne risque pas de se traduire par un krach obligataire. Les anticipations inflationnistes sont basses, proches du niveau de 2003. Le consensus conseille une durée très courte du portefeuille obligataire

Par Emmanuel Garessus  
Zurich

hausse. Dans ce cas, l'investisseur devrait soit acheter un fonds d'obligations avec garantie contre l'inflation ou rembourser ses hypothèques. L'investisseur peut aussi acheter des obligations à taux variable. Mais si l'inflation augmente, les taux réels risquent de devenir négatifs.

Benno Weber observe actuellement une faible prime de risque pour les titres de moins bonne qualité (moins bonne notation de crédit). L'investisseur devrait réduire ce risque de crédit.

Mais comment ajuster l'ensemble du portefeuille et des actifs? *Le Temps* a posé la question à un expert proche du consensus et à un stratège qui anticipe une plus forte hausse des taux.

Le consensus prévoit une remontée modérée des taux obligataires. Andreas Höfert, responsable des recommandations d'investissement chez UBS, prévoit par exemple une montée des taux à 4,8-5% aux Etats-Unis, 3,80% sur l'euro et 2,40% en Suisse à douze mois. Ce mouvement ne se traduirait nullement par un krach obligataire. Pour entrer dans



Alan Greenspan quitte ses fonctions de président de la Réserve fédérale américaine à la fin de l'année. La dernière décision du grand argentier va-t-elle privilégier le risque inflationniste ou celui d'un ralentissement?

un scénario catastrophe, il faudrait que les banques asiatiques arrêtent d'acheter du dollar. Le risque est faible. L'expert zurichois recommande simplement une durée très courte sur le portefeuille obligataire. Comme tout le monde ou presque. «Nous avions surpondéré les actions», explique-t-il, mais comme tous les actifs se sont appréciés, ce choix n'a pas été très rémunérateur. A douze mois, les actions devraient gagner 5 à 10%. L'UBS ne craint donc pas d'effets négatifs liés par exemple à la hausse du pétrole. «Une hausse de 10 dollars du baril réduit la croissance du PIB de 0,5% et accroît l'inflation de 0,5%, mais les modèles économétriques se basent sur des crises vieilles d'un quart de siècle et surevaluent cet aspect».

Les monnaies, notamment après la réévaluation du yuan, peuvent-elles réduire ces vues à néant? Andreas Höfert ne le pense pas. Il prévoyait d'ailleurs le geste de la banque de Chine pour le 3e trimestre. Aujourd'hui il conseille la prudence sur la livre sterling et prévoit une bonne performance du franc et du yen.

Les taux d'intérêt américains

vont surprendre, selon Marius Favre, conseiller en investissements de ARIA (Absolute Return Investment Advisors), à Genève. Les économistes sous-estiment toujours le dynamisme conjoncturel américain ainsi que les pressions à la hausse des prix, telles qu'elles apparaissent dans les actifs immobiliers.

### Si l'on prévoit des taux obligataires à plus de 5% dans douze mois, il faut délaissier les obligations

En outre, Alan Greenspan quitte ses fonctions dans quelques mois et ne tient nullement à partir sans avoir fait le ménage. Les taux courts américains grimperont donc à 4,75-5% fin 2005 et les taux obligataires à plus de 5% dans douze mois.

Marius Favre recommande donc de délaissier les obligations, pour ne

garder que des titres à court terme. Il privilégie l'investissement en actions, «à un niveau très attractif», y compris en Europe. L'expert met en avant un concept peu usité: il achète les «valeurs de rareté», c'est-à-dire les actions qui profitent d'une hausse de l'inflation, que ce soit les mines ou l'immobilier.

Les hedge funds ont aussi une carte à jouer dans la perspective d'une hausse modérée des taux d'intérêt, selon Lars Jaeger, associé de Partners Group, à Zoug.

Trois stratégies devraient présenter une solide performance. Il s'agit d'«equity market neutral», «event driven» et «global macro». Cette dernière a l'avantage de tirer profit des écarts de croissance entre les économies. C'est aussi un bon choix pour participer aux changements structurels qui interviennent sur le marché des matières premières. Les produits agricoles recèlent le meilleur potentiel.

A l'opposé, c'est une sous-performance qui attend les stratégies suivantes: «convertible arbitrage», «fixed income arbitrage», «distressed securities» et «short sellers».

Lire aussi p. 29

### Dollar: les marchés surestiment le déficit courant américain

La récente baisse du dollar était attendue par Marius Favre, conseiller chez ARIA. Il avait prévu la hausse du dollar cette année. Le niveau actuel du dollar vers 1,15-1,20 est le niveau cible de la plupart des experts sur graphiques. Mais, outre ce que Marius Favre nomme ces «mouvements cycliques prononcés», le dollar devrait poursuivre sa hausse.

#### Les raisons principales sont au nombre de trois:

- Le différentiel des taux avec l'Europe qui va continuer de s'élargir;
- Sa plus forte croissance économique;
- L'attrait majeur du marché financier américain.

Marius Favre n'accorde qu'une importance toute relative au déficit de la balance courante. «Le commerce extérieur me laisse froid.»

#### L'énigme de l'économiste français Bastiat souligne les limites du commerce extérieur pour évaluer la performance d'un pays:

un commerçant français vend une cargaison de vins de Bordeaux en Angleterre pour 100 000 francs, et avec son gain achète des draps britanniques qu'il revend en France.

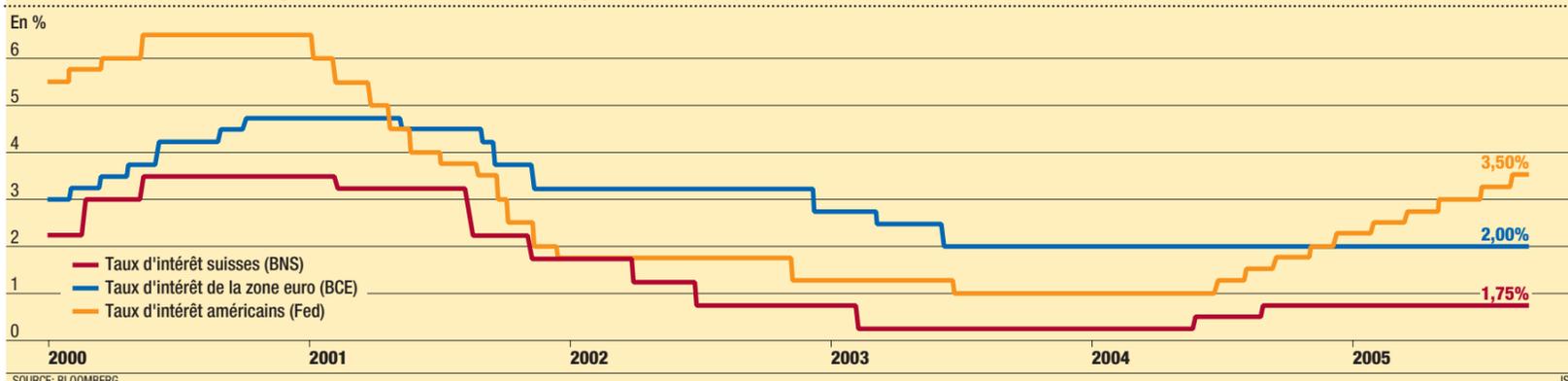
L'opération est déficitaire pour son pays puisque, du fait de son bénéfice, la valeur des draps importés dépasse celle des exportations de vins. Par contre, si un commerçant de vins exporte ses tonneaux en Angleterre, mais, sur le chemin du retour, fait naufrage avec sa cargaison de draps, c'est tout bénéfique pour la balance extérieure de son pays puisqu'il n'y a pas d'importations.

#### La décision de la Banque de Chine, non pas de réévaluer le yuan, mais de changer de régime monétaire, c'est-à-dire de renoncer à l'étalon dollar, a été l'événement majeur des derniers mois.

Marius Favre est convaincu que l'appréciation débute à peine. «La Chine se trouve dans la situation du Japon dans les années 1970.» Pékin met un terme à l'automatisme du financement du déficit américain. La Chine réévalue avant tout pour augmenter sa marge de manœuvre. «N'oublions pas qu'aucun pays n'a intérêt à avoir une monnaie sur ou sous-évaluée.»

E. G.

### Les taux directeurs des banques centrales américaine, européenne et suisse



## Des solutions d'assurance vie permettent de se positionner contre ce risque

Outre les fonds à capital garanti, d'autres adaptent l'allocation en fonction de la montée des taux

Le bas niveau des taux d'intérêt n'incite pas à l'achat des produits d'assurance vie individuelle. Le rendement est pénalisé par la modestie du taux technique.

De toute manière, une assurance vie ne vise pas à maximiser le rendement de placement, insistent les experts en assurance.

Lorsque la Winterthur répond à nos questions sur la stratégie possible d'un client potentiel à un environnement de taux bas, elle précise d'emblée qu'un produit d'assurance sert avant tout à couvrir un risque. La propension au risque et la capacité à en prendre doivent d'abord être analysées avec soin. Les besoins de liquidité et la durée du placement sont deux facteurs clés du raisonnement.

Les avantages fiscaux de l'assurance ne dépendent pas du niveau des taux, mais ils apparaissent bien plus clairement lorsque les taux

sont plus élevés. Faut-il préférer un produit bancaire? Markus Seitz, porte-parole, souligne qu'un produit d'assurance offre l'avantage d'une libération de primes en cas d'invalidité. Si l'assuré est en incapacité de travailler, c'est l'assureur qui paiera les primes d'assurance vie.

### Assurance liée à un fonds

Dans l'environnement actuel – la perspective d'une hausse des taux –, la Winterthur propose

deux solutions en matière d'assurance vie. La première consiste en une assurance vie liée à un fonds, avec protection du risque pour assurer la famille. Le choix du fonds dépend alors des besoins du client, de son appréciation des marchés financiers et de la composition de son portefeuille de placements.

Deux instruments d'assurance vie pourraient entrer en ligne de compte: d'une part le TOPS, un fonds avec assurance contre le risque de hausse des taux d'intérêt dans l'optique d'une adap-

tation de l'allocation en cas de hausse des taux. D'autre part le CS Prime (placement à long terme), un fonds stratégique spécial, qui inclut des investissements dans l'immobilier (faible durée des revenus des loyers et des placements alternatifs).

La Winterthur dispose aussi d'assurances vie avec fonds garantis, à l'image du *capital protected fund*, un produit destiné à l'investisseur axé sur la réduction des risques et une participation à la hausse du marché des actions.

La deuxième proposition consiste à prendre une pure police avec assurance du risque de décès. L'argent destiné au placement est investi sur un compte bancaire dans l'attente de la hausse des taux. Si cette dernière se concrétise, l'assuré renonce alors aux autres protections (par exemple à la libération de primes en cas d'invalidité) ainsi qu'aux privilèges fiscaux.

E. G.

# Banquiers Privés.<sup>TM</sup>

GROUPEMENT DES  
BANQUIERS PRIVÉS GENEVOIS

LIBRES - INDÉPENDANTS - RESPONSABLES

**L**e sérieux, la confidentialité, l'intégrité ont fait la réputation de notre métier. Ces valeurs sont indissociables du succès de nos Maisons dans la gestion de patrimoine et font de la Suisse une place financière de référence.

BORDIER & CIE (1844) - LOMBARD ODIER DARIER HENTSCHE & CIE (1796) - MIRABAUD & CIE (1819) - PICTET & CIE (1805)

A Genève et Zurich - [www.genevaprivatebankers.com](http://www.genevaprivatebankers.com)

# Placements & solutions

20 • LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005

## Bill Gross, le «roi des obligations», joue aux équilibristes

**B**ill Gross, le gérant du plus grand fonds obligataire au monde, le Pimco Total Return (87 milliards de dollars sous gestion) a mal commencé l'année. Il a parié sur une remontée des rendements obligataires.

«Il ne fait aucun doute dans mon esprit que les taux d'intérêt sont entre 50 et 100 points de base inférieurs à ce qu'ils devraient être normalement à ce stade du cycle économique», affirmait Bill Gross en février dernier. En prévision de taux à dix ans de l'ordre de 5%, il conseillait de rester en dehors du marché ou d'acheter des obligations indexées sur l'inflation.

La **souplesse** avec laquelle Bill Gross est capable de se tirer d'un faux pas est **légendaire**

Tout alla bien jusqu'en avril. Mais, le mois suivant, le taux à dix ans est tombé à son plus bas historique de 3,88%. Bill Gross n'a pas attendu davantage pour réagir. Virage à 180 degrés. Il a estimé que la menace inflationniste avait disparu et que les rendements à dix ans plafonneraient à 4,0% ces prochaines années. Bill Gross n'est pas un dogmatique. Depuis juin, il a racheté des obligations d'Etat pour plus de 15 milliards de dollars.

Avant même cet épisode, la souplesse avec laquelle Bill Gross est capable de se tirer d'un faux pas était légendaire. Il a aussi la réputation de mesurer ses risques avec attention. Tout a commencé au black jack à Las Vegas. Fraîchement débarqué d'un navire de guerre engagé au Vietnam, Bill Gross a financé son MBA avec ses gains au jeu. Au casino, l'une de ses règles d'or était de ne jamais mettre plus de 2% de ses

William Hunt Gross, dit «Bill», est le chef des investissements de Pimco, société de gestion obligataire qui gère au total 400 milliards de dollars. Cette filiale d'Allianz est devenue, grâce à «Bill», sa figure de proue, le fonds obligataire le plus réputé du monde. Bill Gross se distingue par son style «contrarian», c'est-à-dire à contre-courant du consensus. Il reste pessimiste sur la croissance américaine et pronostique même des pressions déflationnistes dès la fin de l'année

Par Jean-Louis Richard

avoirs sur le même pari. Pimco (400 milliards de dollars sous gestion), dont Bill Gross est aussi chef d'investissement, continuerait de suivre ce précepte en diversifiant considérablement ses mises. La société, filiale de l'assureur allemand Allianz depuis 2000, emploie une cinquantaine de personnes à son département risques.

Le revirement de mai a été entrepris à un moment où des signes de ralentissement conjoncturel parlaient en faveur des obligations. Depuis l'été, l'économie américaine



L'influent Bill Gross avait blâmé, il y a cinq ans, la Réserve fédérale américaine pour avoir excessivement remonté ses taux directeurs, et précipité ainsi les Etats-Unis dans la récession. Ce stratège peu complaisant est le gérant le mieux payé du monde.

surprend avec une nouvelle vigueur et les taux à dix ans sont remontés à 4,4%. De nombreux gérants obligataires ont assombri leurs perspectives. Pas Bill Gross. Le mois dernier, à contre-courant, il restait pessimiste sur la croissance et pronostiquait des pressions déflationnistes dès la fin de l'année. Les conditions idéales pour les obligations. Une remontée des taux directeurs au jour le jour de la Fed à plus de 3,5% commencerait à pénaliser l'activité économique, avait-il estimé en juin. Ce niveau a été atteint le 9 août sans que la Fed indique en avoir fini avec sa phase de resserrement de la politique monétaire.

Cette situation rappelle, cinq ans plus tôt, les critiques que Bill Gross avait adressées à la Fed pour avoir trop remonté ses taux et précipité la récession. Pimco avait bien anticipé les événements. A partir du printemps 2000, au moment où la bulle internet éclatait, ses fonds s'étaient délestés de 10 milliards de dollars d'obligations d'entreprises pour les remplacer par des titres d'Etat. Dès la fin 2001, les portefeuilles ont été progressivement regarnis avec des obligations d'entreprises. Bill Gross est connu pour ses stratégies *contra-*

*rian*, c'est-à-dire à l'opposé de l'opinion dominante des investisseurs. C'est le cap qu'il maintient depuis mai dernier.

Les résultats ont globalement été au rendez-vous: sur les dix dernières années, le fonds Total Return a battu 99% des 543 fonds de placement analogues, selon Morningstar. Depuis sa fondation en 1987, il a dégagé un rendement annuel moyen de

Sur les dix dernières années, son fonds **Total Return** a battu 99% des 543 fonds analogues

9,4%. En comparaison, l'indice de référence de Lehman Brothers affiche une progression de 8,1%. Ce *track record* de 18 ans est exceptionnel. Bill Gross est le gérant le mieux payé du monde: 40 millions de dollars par an. Sa fortune personnelle est estimée autour du milliard de dollars, selon *Fortune*.

«Las Vegas m'a appris que je pouvais

battre le système à l'aide d'une combinaison de dur labeur, d'idées que personne n'avait encore eues et de la capacité à tolérer une routine constante que beaucoup de gens trouvent trop monotone», témoigne-t-il dans une récente interview. Il se décrit comme «mal à l'aise socialement, introverti, obsessif et souffrant d'un manque de confiance en soi».

C'est grâce à une annonce dénichée par sa mère qu'en 1970 il a décroché son premier emploi chez l'assureur Mutual Pacific, qui deviendra Pimco. Son rôle d'analyste junior sur le marché obligataire consistait essentiellement à collecter les coupons. Les obligations étaient généralement conservées jusqu'à leur remboursement. Rien de très excitant.

Alors que l'inflation en pleine accélération commençait à compresser les rendements, Bill Gross proposa à sa direction d'adopter une gestion plus active. Mutual Pacific lui confia 15 millions de dollars à l'essai.

Quatre ans plus tard, Bill Gross se trouvait déjà à la tête de 40 millions. Sa carrière était lancée. «Je crois au système américain qui permet à quelqu'un parti de rien de devenir riche», déclare-t-il.

### Valeur nette d'inventaire du Pimco Total Return Fund



PUBLICITÉ

# Banque Franck, Galland

Votre réussite a une histoire, offrons-lui un avenir.



Nous n'exerçons pas notre métier, nous le vivons. Banque Franck, Galland & Cie S.A. Hier, aujourd'hui, après-demain.

Contactez-nous à Genève, Lausanne ou Neuchâtel au 058 310 40 00



# Les prévisions du «docteur Doom» Marc Faber, Cassandre qui s'assume

**M**arc Faber assume pleinement sa condition de Cassandre des marchés. Au point de rétablir la vérité. La fille du roi Priam, dotée du don de prophétie, a toujours eu raison. Mais ses prévisions sont toujours restées ignorées, de la chute de Troie à son propre meurtre, ainsi que l'écrit ce gourou suisse des marchés sur son site internet. Réputé pour ses opinions contraires et ses multiples

Les actions liées à l'immobilier ont tenu bon mais finiront par chuter, selon Marc Faber

avertissements à la prudence, par exemple en 1987 avant le krach et en 2000 avant l'éclatement de la bulle internet, le stratège a correctement prévu cette année la hausse du dollar face à l'euro. Mais il s'est trompé sur l'immobilier américain. Les actions liées à ce secteur ont continué de grimper. Lui pense qu'elles finiront par chuter.

Marc Faber prévoit pour le moyen terme une baisse des obligations. Ces derniers temps, tout s'appréciait, les obligations, les actions, l'immobilier et les matières premières. La situation n'est pas durable. «Soit l'acheteur de matières premières se trompe, soit l'acheteur d'obligations. Je pense que ce dernier n'est pas dans le vrai», déclare-t-il au *Temps*. L'homme qui illustre son site internet de la *Danse de la mort* de Kaspar Meglinger, un peintre du XVII<sup>e</sup> siècle, sent que la hausse des prix des ac-

Le Suisse de Hongkong, qui avait prévu les krachs de 1997 et 2000, voit venir un jour où la politique accommodante de la Fed n'aura d'autre effet que de créer un excès de monnaie, faisant plonger les obligations et le dollar. Il s'inquiète du creusement des déséquilibres économiques outre-Atlantique et de la détérioration au plan géopolitique

Par Emmanuel Garessus  
Zurich

tions, de l'art et des maisons se répercutera tôt ou tard dans l'indice des prix à la consommation et que les taux partiront à la hausse.

Le rally obligataire dure depuis 1981, quand les taux américains se hissaient à 15,5%. Il commence à être sérieusement âgé. Dans son dernier commentaire de marché, il avertit que la Réserve fédérale, «grands destructeurs de pouvoir d'achat du papier monnaie», n'aura, un jour, pas d'autre option que d'imprimer de la monnaie comme s'il n'y avait plus de lendemain. Mais cette fois, cette politique accommodante n'aura pas l'effet escompté sur l'économie.



WALTER BIERKESTONE

Marc Faber vit en Thaïlande. Pour l'«oracle de Chiangmai», la hausse des prix des actions, de l'art et des maisons se répercutera tôt ou tard dans l'inflation et les taux partiront à la hausse.

Les obligations et le dollar vont plonger. Le marché des taux anticipera l'action de la Fed et les taux prendront l'ascenseur. L'effet sur le marché immobilier américain sera pénible.

L'horizon est donc orageux sur les marchés. D'autant plus que Marc Faber craint beaucoup un bombardement américain en Iran. Dans ces conditions, on comprend sa dernière recommandation, l'achat de volatilité, par l'intermédiaire de l'indice VIX. Dans la tourmente, l'indice de volatilité tend à prendre de la hauteur. Il a dépassé les 30% à sept reprises depuis l'an 2000, mais peine à dépasser les

10% cet été. La proposition semble attrayante.

Le Suisse de Hongkong, où il a résidé pendant trente ans, avant de

récemment déménager à Chiangmai, dans le nord de la Thaïlande, est également optimiste sur l'évolution du métal jaune. D'ailleurs, il

vient de publier un livre sur l'or\*. Il y expose la transformation du monde qui accompagne l'ascension économique de l'Asie, un événement considérable, semblable à la révolution industrielle au XIX<sup>e</sup> siècle et aux grandes découvertes du XV<sup>e</sup>.

«50% des bénéficiaires des sociétés du S & P sont d'origine 100% financière; ce n'est pas durable»

Marc Faber lance un nouvel avertissement. Il observe une augmentation des déséquilibres économiques aux Etats-Unis, une détérioration des conditions géopolitiques, et s'étonne que les actions de sociétés cycliques américaines s'échangent au plus bas. L'oracle de Chiangmai fait davantage confiance à ce message de prudence renvoyé par les Bourses qu'aux prévisions optimistes des économistes.

\* **TOMORROW'S GOLD, ASIA'S AGE OF DISCOVERY**, Marc Faber, CLSA Books, 2005.

## «A Wall Street, personne n'analyse de près la situation géopolitique»

Selon Marc Faber, la tension entre les Etats-Unis et l'Iran et sa possible escalade ne seront pas sans effets sur les marchés. Les milieux financiers n'en tiennent pas suffisamment compte

**Le Temps:** Marc Faber, vous revenez d'Iran. Quelles impressions en retirez-vous en ces moments de tensions internationales?

**Marc Faber:** C'est un pays merveilleux du point de vue de l'art antique et islamique, avec des mosquées magnifiques. La population est extrêmement aimable et paisible, qui contraste avec le gouvernement et les mollahs, leur ligne dure. Les Iraniens ont peur d'être attaqués, ainsi que cela a toujours été le cas. Le gouvernement considère Israël comme une menace et se prépare en conséquence. Israël au contraire est d'avis que l'Iran a affirmé vouloir l'attaquer et qu'elle finance des opérations terroristes. J'ai l'impression qu'il n'y aura pas d'autres options pour Israël ou les Etats-Unis que de bombarder les usines de préparation de l'uranium.

– Est-ce que cela modifie votre comportement d'investisseur?

– Il est intéressant de constater qu'à Wall Street, il y a cinq ans, on ne trouvait aucun analyste en matières premières. La situation est en train de changer. Mais à Wall Street vous ne trouverez aucun analyste sur la situation géopolitique. Je pense que cette dernière influencera les marchés financiers.

– Lequel des grands actifs est le plus sous-évalué cet été entre les actions, les obligations, l'immobilier et les matières premières?

– Nous vivons une période extraordinaire. Toutes les classes d'actifs s'apprécient en même temps. Pendant les années 70 par exemple, les matières premières ont progressé, au contraire des actions. Pendant les années 90, ce fut le contraire. Je m'attends maintenant à une évolution divergente. Considérez les fortunes des ménages américains: Elles ont augmenté depuis 1980 de 7000 milliards à 49000 milliards de dollars. Dans ces conditions, il est quasi impossible que la Réserve fédérale ne fasse pas appel à la planche à billets. Cela se traduira immanquablement par une inflation des produits réels et non plus de l'immobilier et des actifs financiers. L'indice des prix à la consommation augmentera et les marchés obligataires afficheront une baisse considérable.

Un environnement peu favorable aux actions. D'ailleurs, 50% des bénéficiaires des entreprises appartenant à l'indice S & P 500 sont d'origine purement financière. Ce qui n'est pas durable.

– Ce n'est pas favorable aux marchés émergents, l'une de vos recommandations préférées.

– J'ai effectivement de la difficulté à y trouver de réelles opportunités d'achat.

– Que trouvez-vous de bon marché actuellement?

– Il n'y a guère que le prix du maïs, du blé et du soja à être réellement bon marché. Certains sous-secteurs des marchés d'actions ne sont pas très chers. Et je pense que l'or n'est pas cher.

– Vous aviez correctement prévu la hausse du dollar. Qu'en pensez-vous aujourd'hui?

– J'étais positif sur le dollar depuis Noël 2004, mais le billet vert devrait repartir à la baisse. Il ne va guère reculer face à l'euro, mais plutôt contre les monnaies asiatiques et contre l'or. La monnaie de la Malaisie me paraît attractive. Le pays connaît peu de problèmes sociaux, possède de bonnes infrastructures et dispose d'abondantes matières premières, du pétrole au bois en passant par les produits agricoles.

Propos recueillis par E. G.

PUBLICITÉ

**VAN DER BAUWEDE**  
GENEVE

*4 Saisons*

Boutiques - Genève: 56, rue du Rhône +41 22 312 03 44  
Paris: 16, rue de la Paix +33 1 42 60 48 48

# Placements & solutions

22 • LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005

## «En Suisse, peu de start-up remplissent les critères

**P**eter Schüpbach a été élu *business angel* en 2005. Il fait parler de lui lorsque l'entreprise informatique Miracle rentre en Bourse en 1999. Le départ est fulgurant: dans l'euphorie de la bulle spéculative, la capitalisation boursière de Miracle dépasse le milliard de francs. Mais en une année, la société se retrouve en faillite. Peter Schüpbach ne se démonte pas, il prend une pause pour mieux rebondir. Il dirige aujourd'hui la firme informatique GenevaLogic et une quarantaine d'employés. Cela ne l'empêche pas de prodiguer ses conseils aux jeunes créateurs d'entreprise. Interview d'un homme de 43 ans passionné.

### Le Temps: Votre nomination est-elle la première?

**Peter Schüpbach:** Oui, cela m'a surpris. On m'a expliqué que j'ai été choisi pour ma renaissance. Durant ma carrière, j'ai eu différents succès avec des entreprises, mais j'ai aussi connu des échecs, notamment avec la société Miracle. On a spécifiquement reconnu que, même après des moments difficiles, j'ai continué à me battre pour des entreprises en création. Aujourd'hui, je reçois davantage de projets et de demandes de nouvelles firmes qu'auparavant. Mais je n'ai pas cherché cela. Je dirige avant tout GenevaLogic.

### - Pouvez-vous résumer votre parcours?

Elu «business angel» en 2005, Peter Schüpbach prodigue ses conseils aux jeunes entreprises

Par Daniel Eskenazi  
Zurich

- J'ai effectué un apprentissage bancaire et me suis décidé ensuite à faire une haute école pour poursuivre ma formation. Pendant mes études de gestion d'entreprise, nous avons fondé Miracle. J'avais 24 ans à l'époque. J'ai mené parallèlement à mes études diverses activités. Mais j'ai arrêté avant l'obtention de mon diplôme pour me consacrer complètement à la création d'entreprises. J'ai été ensuite patron de la société Miracle durant quatorze ans, avec des hauts et des bas. Malheureusement, l'entreprise a fait ensuite faillite. J'ai fait une pause pour suivre divers projets de jeunes sociétés. Après l'accident de mon frère, j'ai pris la direction de GenevaLogic, dès 2002.

### - Quels enseignements avez-vous tiré de l'échec de Miracle?

- Durant les années 90, on a cru que tout pouvait et devait se réaliser dans un laps de temps très court. Or, nous aurions dû prendre davantage de temps en

fonction des objectifs que nous nous étions fixés. Le développement de l'entreprise, l'internationalisation, nécessitait plus de temps. Nous ne sommes pas rentrés en Bourse trop tôt. Je pense que cette opération est importante pour différentes raisons. La cotation apporte plus de visibilité à l'entreprise. Si on veut être attractif auprès des cercles d'investisseurs en réalisant des acquisitions ou se faire une image, l'entrée en Bourse constitue un facteur important. C'est aussi cette mentalité que j'essaie d'insuffler aux jeunes entreprises.

### «Je ne pense pas qu'il existe une bulle dans le private equity»

### - Comment définissez-vous votre activité de business angel?

- Je propose une aide et mon expérience aux jeunes entreprises et entrepreneurs plutôt qu'un coaching omniprésent. Parfois, je m'engage aussi financièrement, mais toujours modestement, en fonction de mes possibilités. Mais cet aspect est secondaire par rapport à la qualité et à l'expérience des jeunes entrepreneurs. Chaque étape de la société comporte ses spécificités. Je m'implique différemment selon la phase de développement de l'entreprise. Mon engagement est plus important au départ, lorsqu'il faut par exemple créer un réseau. Plus les entrepreneurs prennent de l'as-

surance et de l'expérience, plus je peux déléguer certaines tâches pour me concentrer sur le développement d'une stratégie et la recherche de financements. Développer des partenariats à l'étranger constitue aussi l'une de mes tâches.

### - Comment conciliez-vous les activités de management et de conseil aux jeunes sociétés?

- Cela fait longtemps que je mène parallèlement ces deux types d'activité. Déjà dans les années 90, je me suis engagé dans le programme KTI de la Confédération. Celui-ci est destiné à aider les jeunes étu-

dians à créer leur propre entreprise. Aujourd'hui, je me réserve du temps dans mon agenda pour pouvoir accompagner la création de sociétés. Malgré que je dirige mon entreprise à 100%, je tiens à prendre de mon temps pour faire profiter de mon expérience à de jeunes firmes.

### - La fonction de business angel est-elle reconnue en Suisse?

- Aux Etats-Unis, elle est importante et monétisée. Une entreprise qui s'est fait une certaine expérience en se développant s'engage financièrement auprès d'une autre en démarrage. Elle n'hésite pas à donner de son temps pour cela. En Suisse, cela existe aussi, mais de



Pour Peter Schüpbach, «nombre d'entrepreneurs suisses prennent la fonction de «business angel» au sérieux, mais cela ne se sait pas. Les jeunes entreprises ne savent donc pas vers qui se tourner.»

PUBLICITÉ

## Dynamisez votre carrière!

Formation dans le secteur financier



[www.isfb.ch](http://www.isfb.ch)

Renseignements:  
Tél. 022 827 23 23  
ou [info@isfb.ch](mailto:info@isfb.ch)

**ISFB**  
Institut Supérieur  
de Formation Bancaire



Imaginez une banque privée alliant  
puissance et qualité de la relation

**CRÉDIT AGRICOLE** SUISSE S.A.  
PRIVATE BANK

## pour être financées par le capital-risque»

tels engagements ne se sont pas annoncés de manière aussi publique qu'aux Etats-Unis. Beaucoup d'entrepreneurs suisses prennent la fonction de *business angel* au sérieux, mais cela ne se sait pas. Cela constitue un problème pour les jeunes entreprises qui recherchent de l'argent et qui ne savent pas à qui s'adresser.

Par ailleurs, il existe beaucoup de jeunes entrepreneurs qui recherchent de l'argent, mais ne le font pas de manière structurée. Ils trouvent des fonds, parfois par hasard, lorsque des opportunités se présentent. Aujourd'hui, il existe une

nombre de projets. C'est très dommage, car beaucoup de potentiel d'innovation est ainsi perdu.

### – Quelles sociétés conseillez-vous actuellement?

– Je suis actuellement impliqué dans un projet d'entreprise Internet qui développe un réseau social. Elle s'appelle OpenBC. J'aide la création d'une société qui développe des lessives biologiques à base de plantes. Je prodigue aussi mes conseils à une entreprise dans le domaine des jus de fruits et de légumes, ainsi qu'une autre dans l'aide à l'apprentissage.

### «Parmi les *start-up*, on ne trouve pas des centaines de *bons projets* en Suisse»

plate-forme sur Internet baptisée «Brains to Venture» ([www.b-to-v.com](http://www.b-to-v.com)) qui présente les différents groupes de *business angels* et les projets financés. Cela permet de mettre en relation des entrepreneurs et des investisseurs. La communication constitue l'un des facteurs importants de réussite d'une jeune entreprise. Maîtriser la communication, c'est aussi comprendre comment le marché fonctionne. Un ingénieur peut développer une technologie géniale, mais s'il ne sait pas quel produit novateur lancer sur le marché ni les moyens de le faire – avec notamment du marketing – il aura beaucoup de chances d'échouer. Je remarque cela avec un très grand

### – Après l'éclatement de la bulle, le *private equity* s'est montré plus prudent. On voit aujourd'hui un net regain de cette activité. Existe-t-il à nouveau une bulle?

– Non, je ne le pense pas. Il est important que le *private equity* soit revenu sur le devant de la scène. C'est une conséquence logique: les investisseurs remarquent aujourd'hui qu'après le financement de beaucoup de mauvais projets, il en existe encore qui sont valables, durables et rémunérateurs. Ils constituent une bonne alternative aux placements conventionnels.

### – Le *private equity* dispose de beaucoup de liquidités, mais il

### semble qu'un problème d'allocation existe. Les fusions de grandes entreprises avec des fonds de *private equity* se multiplient. Les entreprises en démarrage souffrent-elles de cela?

– Oui, certainement. On n'enregistre pas un boom sur la scène des jeunes entreprises. Le *private equity* recherche plutôt des entreprises qui lui permettent d'avoir un fort effet de levier. Mais je ne pense pas que l'argent soit un problème, il y en a suffisamment. Le problème vient plutôt des *start-up*: il n'y a pas des centaines de bons projets en Suisse. Un nombre très restreint de jeunes entreprises remplit les conditions-cadres nécessaires pour être financées par le *private equity* ou le *venture capital*.

### – Comment expliquez-vous cette situation?

– Les Suisses sont trop orientés vers la sécurité et pas suffisamment vers le risque. Pour créer une entreprise et la mener au succès, il faut de la passion et un engagement total, avec tous les risques liés à cette activité. Lorsqu'on lance un projet, il est possible qu'il échoue et on a le droit d'enregistrer un échec. Ce sont aussi les erreurs qui permettent de progresser. J'ai suivi beaucoup de projets, vécu des expériences positives et négatives. Mais lorsqu'un projet ou une idée ne se concrétise pas, c'est plutôt à cause des collaborateurs et des entrepreneurs que du projet ou du modèle d'affaires lui-même. Cela

constitue une vraie catastrophe, car on perd beaucoup de possibilités dans notre pays.

L'esprit d'entreprise n'y est pas suffisamment développé. On devrait introduire cette approche déjà lors de la scolarité. Ce manque constitue un point noir dans notre éducation. On doit changer cela de manière urgente. Avec de la motivation, on pourrait parvenir à des résultats.

### – En Suisse, quelles branches permettent d'attirer les investisseurs?

– Si je regarde le *venture capital* et certains fonds, je remarque que la biotech est bien placée et reçoit beaucoup de moyens financiers. Dans les nanotechnologies, les capitaux sont également investis. Mais il existe beaucoup de branches et d'activités qui souffrent d'un manque de moyens financiers, car elles ne sont pas suffisamment considérées dans notre pays. Je pense par exemple aux logiciels et à Internet. Ces branches ne font pas l'objet d'expertises. Il manque des forces, des compétences spécifiques et du savoir-faire pour mettre en valeur ces activités et attirer ainsi les investisseurs.

### – Comment jugez-vous le transfert de technologie en Suisse?

– Des progrès ont été effectués depuis les années 90, mais la situation n'est pas encore optimale. On ne pousse pas suffisamment les doctorants et les assistants à développer leurs idées.

### – En comparaison internationale, comment se situe la Suisse au niveau des jeunes entreprises?

– Comparativement à l'Autriche, l'Allemagne, la Norvège et la Suède, la Suisse est en retrait. L'institut conjoncturel KOF est d'avis que les jeunes entreprises créent très peu d'emplois et contribuent à peine à la croissance économique de notre pays. Cette position est erronée et stoppe toute idée d'innovation.

Il faudrait plutôt penser que chaque *start-up* est un candidat potentiel pour devenir une grande entreprise à succès. C'est cette mentalité que la Suisse devrait adopter. Suivre l'exemple finlandais serait positif. Dans ce pays, beaucoup de jeunes entreprises sont nées dans l'environnement électronique de Nokia ou de Polar.

### – Quels sont vos meilleurs et vos pires souvenirs en tant que *business angel*?

– Les meilleurs, c'est simple. Quand je vois une équipe qui s'engage dans la création d'une entreprise et qui arrive à lancer un produit sur le marché avec succès, je ressens une immense fierté si j'ai pu contribuer à cette réussite. Au contraire, quand je vois une idée novatrice, un potentiel sur le marché qui ne peut être exploité en raison du manque de courage et d'esprit d'entreprise des jeunes managers, je me dis que c'est un véritable gâchis. ■

## Dates clés

- 5 mai 1962:** Naissance à Huttwil (BE).
- 1968-1976:** Scolarité à Huttwil.
- 1976-1978:** Gymnase à Schiers (GR).
- 1979-1982:** Apprentissage bancaire chez Bank in Huttwil.
- 1982-1984:** UBS Zurich, gestionnaire lettres de crédits.
- 1984-1986:** Haute Ecole de Berne, études en Business et Administration.
- 1986:** Fondation de la société informatique Miracle avec quatre amis.
- 1992:** Miracle devient numéro 3 suisse des logiciels ERP (Enterprise Resource Planning).
- 1997:** Des sociétés de Venture Capital (M2 Capital, ATAG Ernst & Young, Innoventure et 3i) financent le développement de Miracle.
- 1998:** Membre du comité de conseil de la société SoftNet.
- 1999:** Membre fondateur et vice-président de SwissSoft, association suisse des compagnies de logiciels.
- 25 novembre 1999:** IPO de Miracle sur SWX New Markets.
- 25 octobre 2000:** Faillite de Miracle.
- 2001:** Consultant indépendant dans divers projets de sociétés en création et établies.
- Depuis 2002:** Partenaire de la société MasterInvest et CEO de GenevaLogic.
- 2004:** Entrée dans le comité de conseil de la société openBC.
- 2005:** «Business angel» de l'année.

## L'outsourcing informatique en mutation: un cas d'école

Environnements informatiques toujours plus complexes et optimisations des coûts ont amené les entreprises, tous secteurs confondus, à devoir se recentrer fortement sur leur métier de base et à externaliser des pans entiers d'activités annexes.

L'outsourcing complet ou partiel de l'informatique de l'entreprise est l'un des domaines les plus touchés car riche en enjeux économiques. Lorsque la direction d'une entreprise fait le choix stratégique d'externaliser certaines de ses fonctions informatiques, elle a trois préoccupations majeures: la réalisation d'économies, la variabilisation des coûts en fonction des besoins du *core business* et une diminution notable des risques opérationnels liés à l'exploitation. Alors que les années 90 avaient vu des grandes vagues d'externalisation complète, le marché penche actuellement pour des outsourcing partiels, ceci pour des raisons de coût et/ou de spécificité de prestations. On différenciera l'outsourcing d'infrastructure (réseau, centre de calcul et/ou postes de travail), d'application (développement et maintenance) et de processus d'affaires («Business Process Outsourcing»).

### Les défis spécifiques des banques régionales

Etablissements universels, les banques cantonales n'échappent pas à cette problématique. Elles fournissent un large éventail de services bancaires qui exigent le support de systèmes d'information performants et très complets au niveau de la couverture fonctionnelle. Si l'on ajoute à cela des marges sous pression constante,

Les établissements cantonaux ont été précurseurs dans le choix stratégique de se regrouper dans le cadre de «centrales d'outsourcing», afin de réduire les coûts



Par Christophe Hubschmid  
CEO, Unicable

les tailles relativement modestes des établissements cantonaux et l'absence jusqu'à aujourd'hui de «Core Banking System» standard, la nécessité d'une externalisation ciblée est devenue très tôt évidente. Alors que les grands établissements bancaires européens fonctionnent avec des coûts IT de l'ordre de 8% du chiffre d'affaires, ce chiffre est proche de 18% pour les établissements cantonaux. (Source: Jean-Marc Joris, membre de la direction générale de la BCGe).

Ce n'est donc pas par hasard si deux tiers des établissements cantonaux ont été précurseurs dans le choix stratégique de se regrouper dans le cadre de trois grandes centrales d'outsourcing

(Swisscom IT Services, RTC et Unicable); les récentes clarifications de relation entre ces dernières et leurs clients ont conduit à une amélioration rapide des coûts et des prestations.

### Les banques privées veulent aussi mutualiser

Fortement focalisé dans le domaine des banques cantonales, contrairement à un Swisscom IT Services par exemple, Unicable bénéficie des avantages d'une connaissance approfondie de son marché de «niche» en Suisse romande ainsi que d'une compétence importante dans les domaines de l'outsourcing, à savoir la mise à disposition de plateformes matériel et logiciels, l'hébergement d'applications tierces.

La stratégie d'Unicable vise entre autres une amélioration constante de son efficacité afin de garantir la fidélité de ses clients traditionnels, et une approche dynamique d'acquisition de clientèle nouvelle dans la finance, l'industrie et les services publics. La maturation des banques privées à considérer sérieusement la mutualisation d'une partie de leurs activités informatiques (gestion des factures, gestion des portefeuilles, intégration de nouveaux systèmes financiers devenus standards) représentera autant d'opportunités de développement pour les sociétés d'outsourcing de taille suffisamment critique comme Unicable.

Sur ce marché très convoité, les acteurs qui feront la différence auront des compétences très pointues en termes de sécurité informatique et de processus administratifs très complexes (back-office, trafic des paiements). ■

PUBLICITÉ

## LES FONDS OBLIGATAIRES ROBECO SONT INCONTOURNABLES.

## MÊME LORSQUE LES TAUX D'INTÉRÊT AUGMENTENT.

Selon l'agence de notation internationale Morningstar, Robeco figure parmi les meilleurs gérants de fonds obligataires et se voit régulièrement attribuer d'excellentes notes.

Robeco présente en effet un choix de produits obligataires remarquables. Trois nouveaux fonds viennent désormais compléter son offre dont la diversité assure une solution à chaque portefeuille, quelles que soient les conditions du marché.

Vous obtiendrez des informations complémentaires auprès de votre banque ou de votre conseiller à la clientèle. Robeco (Suisse) SA, Uraniastrasse 12, 8001 Zurich. Téléphone 01 227 72 08. [www.robeco.ch](http://www.robeco.ch)

**Classement Morningstar des fonds Robeco**

Rorento	★★★★
Robeco High Yield Bonds	★★★★
Robeco European Bonds	★★★★
Robeco Lux-o-rente	★★★
Robeco Global Bonds	★★★
Robeco US Bonds	★★★
Robeco Euro Government Bonds	NEW
Robeco Euro Credit Bonds	NEW
Robeco Euro Credit Single A Bonds	NEW

Situation 31.07.2005  
Détails sur [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)

Basés sur une méthodologie propriétaire, les notations Morningstar classent les fonds par catégories et sur la base d'un univers pan-européen. Les notations reflètent la performance historique ajustée des risques et sont recalculées tous les mois. Les résultats passés ne présumant pas des résultats futurs.

INVESTIR AVEC INSPIRATION.

%

ROBECO

Robeco (Suisse) SA a été autorisé par la Commission fédérale des banques en tant que représentant en Suisse du Fonds et UBS SA en tant que service de paiement. Le prospectus, les statuts, les rapports annuel et semi-annuel du Fonds, ainsi que la liste des achats et ventes effectués par le Fonds pendant l'exercice, peuvent être obtenus, sur simple demande et gratuitement, au siège du représentant en Suisse, Robeco (Suisse) SA, Uraniastrasse 12, 8001 Zurich.

# Placements & solutions

24 • LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005

## L'immobilier, un placement qui restera gagnant pour qui fait preuve de discernement

«**D**iversifiez, diversifiez!» Echaudés par la débâcle boursière du tournant du millénaire et découragés par la faiblesse persistante des rendements obligataires, les investisseurs ont compris la leçon. En quelques années, l'immobilier a conquis le statut d'une véritable classe d'actif en se taillant une place de choix dans leurs portefeuilles à côté des actions et des obligations. La division gestion de fortune de UBS, qui a consacré en avril dernier une étude approfondie sur le secteur, recommande aux particuliers de consacrer entre 5 et 15% de leurs actifs à l'immobilier, voire, d'après la recherche académique, 15 à 25% pour les institutionnels, que les placements s'effectuent directement dans la pierre ou via des fonds, cotés ou non.

Après cinq années d'engouement, et alors qu'immobilier ne semble plus rimer qu'avec spéculer, le secteur n'aurait pas encore épuisé son potentiel d'appréciation

Par Angélique Mounier-Kuhn

### Des «sifflements» annonciateurs du dégonflement de la bulle de l'immobilier résidentiel?

L'engouement a été tel que, sous l'impulsion bienveillante des autorités politiques, prompts à encourager fiscalement les placements immobiliers, et des banques centrales, généreuses pourvoyeuses de liquidités, la financiarisation du secteur s'est accélérée. Selon UBS, l'univers d'investissement, toutes catégories confondues, pèse dorénavant 6 000 milliards de dollars – dont 40% en Amérique du Nord. A titre de comparaison, la banque suisse évalue à 20 000 milliards de dollars les marchés obligataires mondiaux contre 18 000 milliards pour les actions. Pourtant, après plusieurs années de progression à marche forcée des prix, ce bel enthousiasme est terni par la multiplication des appels à la raison. D'un continent à l'autre, immobilier ne semble plus rimer qu'avec spéculer. D'aucuns remémorent le sinistre exemple du Japon, dont les prix commencent tout juste à se stabiliser au terme de quinze années de déflation.

Paul Krugman, économiste réputé et éditorialiste au *New York*

*Times*, indiquait en août entendre déjà les «sifflements» annonciateurs du prochain dégonflement d'une bulle dans l'immobilier résidentiel aux Etats-Unis. Calpers, le fonds de pension qui gère 190 milliards de dollars pour le compte des retraités du secteur public californien, et qui fait souvent figure de précurseur en matière de décisions d'investissement, s'est délesté de 7 milliards de dollars de placements immobiliers au cours des derniers mois. Même son de cloche du côté de Steven Roach, chef économiste chez Morgan Stanley, pour qui «l'inflation du prix des maisons» a tout simplement «pris le relais de la bulle actions». «Les bulles s'achèvent le jour où les individus cessent de considérer que les gains en capital vont de soi», rappelait récemment Krugman.

Ce jour n'est pas encore arrivé si l'on se fie aux baromètres du secteur. Aux Etats-Unis, selon l'Office, le prix des maisons caracolait de 12,5% en glissement annuel au premier trimestre contre 4,8% de croissance nominale moyenne chaque année depuis 1990. Le GPR 250, l'indice du rendement total des 250 sociétés immobilières cotées les plus liquides au monde, affiche lui aussi de confortables performances: +12% depuis la fin 2004, ou + 33% sur un an à fin juillet. Depuis le printemps 2000, il a plus que doublé. Sa performance de long terme est moins enviable toutefois. Au cours des quinze dernières années, elle se cantonne à 5% l'an.

S'affranchissant des prophéties de Cassandre et des suspensions de comportements spéculatifs, certains s'efforcent de trouver des justifications «fondamentales» au



CHRISTOPHE CHAMARTIN/REZO

boom de l'immobilier: augmentation du nombre de propriétaires, faiblesse des taux et/ou du chômage. D'autres font valoir inlassablement les qualités du secteur en tant que classe d'actif. En tête desquelles figure l'indépendance de l'immobilier à l'égard des caprices de la Bourse, avantage incontestable en ces temps de chasse aux rendements décorrélés. Autre mérite, «l'immobilier apparaît exceptionnellement qualifié pour remplir le rôle de protection contre l'inflation», affirme UBS. Il diffère en cela diamétralement des obligations. Si la thématique de l'inflation n'est plus vraiment en vogue, elle n'a pas totalement disparu du champ des préoccupations des in-

vestisseurs, cherté du pétrole obligé. Or, les rendements immobiliers sont positivement corrélés au niveau général des prix grâce à l'indexation des loyers sur l'inflation.

L'immobilier est aussi apprécié pour la variété des profils risque/liquidité qu'il offre suivant que l'on s'y expose directement ou indirectement. Les fonds cotés comme les REIT (Real Investment Trusts) américains et leurs jumeaux de France, des Pays-Bas ou d'Australie, qui gèrent un parc locatif et redistribuent sous forme de dividendes l'essentiel de leurs revenus, ou les fonds de placement immobilier suisses, offrent une plus grande liquidité que la pierre ou les

fonds fermés. Au prix toutefois d'une plus grande volatilité, comme n'importe quel titre en Bourse. Liquides, les fonds cotés permettent aussi de s'exposer facilement à l'immobilier étranger. Par ailleurs, pour les plus optimistes, les possibilités d'appréciation seraient loin d'être épuisées. Ils avancent que les investisseurs institutionnels restent, malgré la progression des dernières années, encore largement sous exposés à cette classe d'actif. Selon une récente étude, Martin Hoelsli, professeur à l'Université de Genève, évalue à 5,3% de leurs actifs l'exposition moyenne des fonds de pension en Europe, contre un minimum souhaitable de 15%. Autant dire qu'il

resterait des munitions pour soutenir le marché dans les années à venir...

Enfin, tous les spécialistes du secteur mettent en garde contre les amalgames. S'ils concèdent une surchauffe de l'immobilier résidentiel aux Etats-Unis et dans certains pays d'Europe, voire sur le marché des REIT, ils attirent l'attention sur le caractère fragmenté

### Les premiers hedge funds européens long-short actifs exclusivement sur l'immobilier

du secteur. «L'immobilier ne se résume pas au résidentiel», martèle un financier de Zurich. «Il ne pèse pas plus de 15% dans la capitalisation mondiale de l'indice EPRA/NAREIT», autre référence de l'immobilier coté. Les trois autres grandes familles du secteur: commercial, bureaux et industriel, sont côtoyées par des niches comme l'hôtellerie, les hôpitaux... segments sur lesquels les acheteurs sont parfois rares et les prix encore attractifs, confie un spécialiste genevois.

Misant sur la diversité de l'univers, le Swiss Finance and Property Corporation a lancé en août l'un des tout premiers hedge funds européens (long-short) actif exclusivement sur l'immobilier. Pour Raymond Lahaut, son gestionnaire, la faible corrélation entre les différents segments du marché (comme par exemple les bureaux qui se reprennent au Royaume-Uni et le résidentiel qui y a atteint un pic) offre de solides occasions d'arbitrage tout comme les écarts de cycle d'un pays à l'autre. A cet égard, l'Allemagne semble retrouver les faveurs des analystes après plusieurs années passées à digérer ses surcapacités. Le Japon aussi, où les prix se sont stabilisés à faible niveau. Certains invitent enfin à jouer la convergence en Europe de l'Est, et notamment en Roumanie et en Bulgarie, encore chichement équipés en immobilier commercial et qui feront leur entrée dans l'Union européenne en 2007. Il n'y a donc qu'un seul mot d'ordre pour qui, bravant les mises en garde des atrabilaires, s'expose à l'immobilier: le discernement. ■

#### L'immobilier, une surperformance incontestable

Performance comparée des valeurs immobilières cotées, des actions et des obligations



SOURCE: GLOBAL PROPERTY RESEARCH

PUBLICITÉ



# 2<sup>e</sup> pilier?

## PME: soyez gagnantes demain, choisissez Copré aujourd'hui!

> Bénéfices optimisés > Risques partagés > Taux d'intérêt moyen depuis 1975: 5.75%

0848 000 488 www.copre.ch

Depuis 30 ans nous regardons plus loin, nous regardons demain



# Les matières premières sont toujours attrayantes, grâce à une solide demande

L'appétit insatiable de la Chine pour les matières premières et l'insuffisance de l'offre mondiale ont contribué à encourager une impressionnante reprise dans le secteur. La faiblesse du dollar, qui habituellement se traduit par une hausse des prix des matières premières, y a aussi contribué. Cependant, compte tenu de la forte augmentation des prix observée dans le secteur depuis 2001 et des spéculations concernant l'ampleur du ralentissement que peut connaître la puissante croissance économique de la Chine, de nombreux investisseurs commencent à craindre que les années d'expansion ne soient passées pour les matières premières. Nous ne sommes pas de cet avis.



**Par Heinz Rothacher**

Directeur exécutif, Merrill Lynch Investment Managers, Suisse

teur. Nous pensons que le développement des capacités est pour l'heure tout simplement insuffisant pour que les sociétés d'extraction minière puissent remédier aux pénuries de l'offre à moyen terme.

Les pénuries de matières premières n'ont pas de remèdes immédiats. Etant donné les délais nécessaires à l'accroissement de la production, il faut parfois des années avant que les approvisionnements puissent commencer à augmenter de façon significative. Mettre plus d'argent dans l'exploration ne garantit pas nécessairement une hausse substantielle de la production. Il n'y a pratiquement pas eu de nouvelles découvertes ayant

un impact mondial ces dix dernières années et, sachant que les budgets consacrés à l'exploration commencent à être augmentés, il faudra un certain temps avant les prochaines découvertes. Dans l'ensemble, la plupart des prix de métaux de base se situent actuellement au-delà de leurs moyennes à long terme, tandis que les prix des matières premières en vrac (minerai de fer, charbon de chauffage et charbon à coke) ont enregistré des hausses annuelles record.

## La demande devrait rester dynamique

Si l'offre semble devoir rester limitée, la demande devrait en revanche demeurer dynamique. Pour 2005, Merrill Lynch Investment Managers s'attend à un affaiblissement des taux de croissance économique mondial, tandis que l'économie continue sa transition de reprise, durant laquelle la croissance est la plus vigoureuse, à une expansion «normale». Néanmoins, nous pensons que la croissance de la consommation des matières premières va rester suffisamment solide en 2005 pour garantir un équilibre favorable entre l'offre et la demande sur les marchés des métaux et des minéraux, ce qui aura un impact positif sur les prix.

## Chine: un appétit vorace

La Chine a constitué le principal facteur d'expansion de la demande ces dernières années. Elle s'est lancée dans une transition d'une économie centralisée à une économie de marché, un processus qui nécessite une utilisation intensive de matières premières. Une révolution industrielle dans une économie de cette taille et de cette importance est sans précédent et, comme la Chine n'a pas suffisamment de ressources naturelles pour répondre à ses exigences, les conséquences sont très sérieuses. Selon certaines estimations, la Chine représentait environ 20-30% de la demande mondiale pour les principaux métaux en 2003, la croissance de la demande de ressources naturelles dépassant très nettement le taux de croissance élevé du PIB du pays. En avril 2004,

on a beaucoup spéculé sur le risque d'un important ralentissement de la croissance économique de la Chine, avec des répercussions éventuellement désastreuses sur les prix des matières premières pour l'avenir. Il est clair qu'un certain ralentissement de la croissance économique en Chine s'est produit, mais la turbine devrait garder son élan. Nous sommes conscients que la production industrielle en Chine a progressé de 20,9% de février 2004 à janvier 2005, soit bien plus que les estimations générales, et que la croissance du PIB pendant l'année a recommencé à dépasser sa tendance à long terme. Néanmoins, la demande en Chine devrait rester un facteur essentiel de stimulation des prix, quelle que soit la matière première, ce qui vaut tout particulièrement pour le vrac comme le minerai de fer et le charbon.

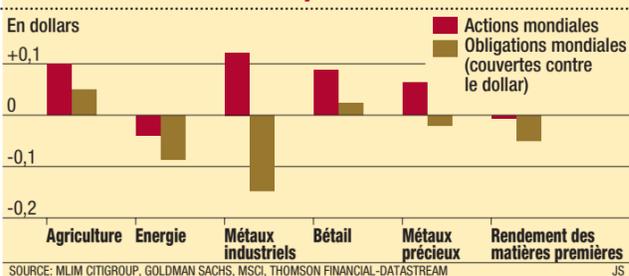
## Diversification: un plus

En dehors des données fondamentales de l'offre et de la demande actuelles, les matières premières sont de valeur à long terme dans un portefeuille diversifié. En particulier, elles présentent une corrélation faible ou négative par rapport à l'évolution des actifs financiers.

Dans le cas des actions, on pourrait s'attendre que les prix des actions et des matières premières évoluent dans des sens opposés quand les prix des matières augmentent du fait d'un choc de l'offre et de la demande comme lors des crises pétrolières des années 70 et 80. Pourtant, une économie en pleine expansion, à laquelle il serait plus vraisemblable d'associer une vigueur des marchés boursiers, sera normalement témoin d'une forte demande de matières premières et d'une augmentation de leurs prix. Dans l'ensemble, une corrélation proche de zéro avec les actions paraît raisonnable (voir graphique).

Quelle que soit la matière première choisie par les investisseurs, la combinaison des avantages de la diversification de ce type d'investissement et la persistance d'excellentes données fondamentales dans ce segment du marché ont de bonnes chances de générer des résultats intéressants.

**Corrélation entre les matières premières et les actifs financiers**



## Une offre limitée

Les perspectives des matières premières sont stimulées par les données fondamentales de l'offre et de la demande concernant chaque matière première. La dynamique de l'offre varie d'une matière première à l'autre, avec les pénuries actuelles de zinc, de nickel et de cuivre qui dominent les marchés. Néanmoins, il est probable que l'on constate des pénuries de l'offre dans tout le sec-

PUBLICITÉ



Résolument exigeants.

**Les portefeuilles de fonds alternatifs d'EIM: la sécurité grâce à une sélection méticuleuse.** Garantir une décorrélation structurelle et une performance à long terme par l'allocation à des fonds alternatifs exige une approche rigoureuse et professionnelle dans l'identification et la sélection de gérants de talent. L'expérience avérée d'EIM en la matière, des relations solides bâties au fil des ans dans la communauté des fonds alternatifs et un processus systématique de recherche nous valent une excellente réputation pour le choix des meilleurs gérants. Exigez un contrôle absolu. Exigez un rendement absolu. [www.eimgroup.com](http://www.eimgroup.com)

True Diligence **EIM**

# Placements & solutions

26 • LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005

## Que faire des dislocations sur les dérivés de crédit?

Les marchés des crédits furent très animés en cette première partie de 2005, avec de violents changements de perception du risque, de différentiels de taux de crédit, et de rendements. Malgré tout cela, la courbe de crédit est essentiellement au même niveau qu'au début de l'année, sauf sur les maturités longues. Lors de ce premier semestre, surtout entre mars et mai, le grand public put découvrir dans des termes relativement peu glorieux l'existence des dérivés de crédit, notamment les «Collateralized Debt Obligations» ou CDOs qui défrayèrent la chronique financière.

### Acheter les tranches senior et super senior contre les tranches mezzanine

Le but de cet article est de revenir sur ces produits afin de les faire comprendre un peu mieux et ensuite de démontrer à quel point ils peuvent présenter des opportunités uniques pour autant que les risques soient bien compris et les véhicules d'investissement appropriés.

Nous identifions actuellement deux opportunités distinctes dans les CDOs: l'une sur les tranches senior (10-15) et super senior (15-30) contre les tranches mezzanine, et l'autre sur les tranches equity (1-3) synthétiques.

Mais tout d'abord, une brève explication. Un CDO est une structure comparable à un portefeuille de

Depuis l'annonce de la baisse de notation de GM et Ford et le niveau le plus bas observé le 16 mai, les indices de dérivés de crédit ont récupéré 75% de leurs pertes. Mais il est intéressant de noter que, depuis, toutes les tranches n'ont pas réagi de la même manière



Par Eric Bissonnier  
Analyste, EIM SA

80 à 250 émissions de crédit, toutes «Investment Grade», c'est-à-dire de notation BBB ou mieux, et en moyenne A-. A titre indicatif, on notera que sur des papiers de qualité type «Investment Grade» le taux de défaut est de 0,1%. Ce CDO est ensuite vendu en «tranches», chaque tranche étant définie par le

nombre de faillites de signatures nécessaire dans le portefeuille pour que celle-ci soit elle-même en défaut.

Le tableau ci-contre est explicite en ce sens qu'il montre qu'il faut un montant bien moindre de défauts dans une tranche equity pour que celle-ci soit mise en défaut.

Par conséquent, si l'occurrence d'un défaut d'une tranche «equity» est plus grande, le rendement attendu l'est aussi comparativement aux tranches supérieures, moins risquées.

Il faut considérer un CDO synthétique comme un *package*. Pour prendre un exemple d'actualité, la tranche equity contiendra par exemple des positions longues en dette GM (General Motors) assorties de protections:

- soit par le biais des CDS, ou «Credit Default Swaps», qui sont en fait des assurances (soit une fonction similaire aux options put) dont la prime variera en fonction de la probabilité du risque de défaut des émissions;
- soit par le biais d'indices CDS sur un secteur relevant (automobile dans notre cas).

Notons par ailleurs que le prix d'un CDS est fonction de la probabilité de défaut perçu de son sous-jacent, que ce soit une signature individuelle ou un indice de référence. Son comportement rejoint donc celui d'un *spread* de crédit.

L'examen du comportement récent de certains CDS (en prenant l'indice de référence CDX North American Investment Grade Index -NAIG), permet de montrer une légère détérioration de ces différentiels depuis le début de l'année.

Depuis l'annonce de la baisse de notation de GM et Ford et le niveau le plus bas observé le 16 mai, les in-

### Risque de défaut et rendement attendu supérieurs pour les tranches «equity»

Nombre de faillites dans le portefeuille	1-3	3-7	7-10	10-15	15-30
	Nom de la tranche	Equity	3-7 Mezzanine	7-10 Mezzanine	Senior

SOURCE: LT

indices ont récupéré 75% de leurs pertes. Mais il est intéressant de noter que, depuis, toutes les tranches n'ont pas réagi de la même manière. Ainsi les tranches extrêmes, equity et super-senior sont devenues plus attrayantes alors que les tranches intermédiaires, mezzanine et senior, ont non seulement récupéré leurs pertes mais se sont rétrécies de 0,56% et 0,19% depuis le début de l'année.

Ceci est essentiellement dû à la forte demande institutionnelle (comme les compagnies d'assurances) à la recherche de rendements plus importants. La structure des tranches s'est donc foncièrement modifiée ces derniers mois. Mais les niveaux de rendement actuels de certaines tranches ne sont pas à même de compenser l'investisseur pour les risques encourus.

Ainsi, en mettant en parallèle le taux de défaut moyen de ces 25 dernières années de 4,3% et les taux de rendement actuels, même une période où les faillites seraient cinq fois supérieures à la moyenne (21,3%), les chances de voir les tranches senior/super senior perdre de l'argent seraient quasi nulles. Par

contre, pour les tranches mezzani-

ne, la probabilité d'une performance négative dans les mêmes conditions serait de 84%.

Il découle donc de ce qui précède que nous avons une première opportunité en achetant les tranches senior et super senior contre les tranches mezzanine.

### Les tranches equity: opportunités

Venons-en aux tranches equity. En se basant sur une étude récente de UBS, le marché demandait à mi-mai un paiement cash de 62 dollars pour une protection de 100 dollars. A ce niveau, le vendeur de la protection ne peut jamais avoir une valeur présente (PV) négative, quel que soit le taux de défaut et de recouvrement. S'il l'avait fait en avril, alors que ce paiement cash de protection se montait à 32 dollars, la valeur présente aurait été négative dans la période 1986-1990, période pendant laquelle les taux de défaut étaient élevés et les recouvrements faibles.

En d'autres termes, la probabilité de perte pour l'acheteur de protection était très importante. Nous sommes aujourd'hui dans la situa-

tion inverse, face à un arbitrage sans risque à terme, c'est-à-dire à la maturité des CDOs, soit 4 à 10 ans. Les rendements proposés, supérieurs à 10%, semblent trop beaux pour être vrais, et pourtant...

Il y a bien sûr un hic, mais celui-ci ne concerne que l'investisseur qui ne pourrait pas garder une position dont la volatilité serait trop importante, c'est-à-dire des investisseurs utilisant du levier, de type hedge funds. La structure du marché est telle de nos jours que nombre de ces possesseurs à levier de tranches CDO synthétiques – couverts avec des CDS – seraient satisfaits de s'en débarrasser, en raison du pari inhérent sur la corrélation de défaut de ces instruments.

Par contre, l'investisseur à long terme peut profiter de cette situation exceptionnelle en bloquant à 5 ou 10 ans un rendement important sur des instruments au risque de crédit faible, proposant aujourd'hui un rendement extraordinaire et sans levier de plus de 10%.

Une diminution de la corrélation entre les equity CDO et les indices CDS signifiera une détérioration de la protection des émissions détenues dans la tranche en cas de baisse de celles-ci, et devra donc entraîner un ajustement à la hausse de cette protection.

En d'autres termes, si la probabilité de défaut de 3 signatures augmente, la couverture doit s'ajuster par des achats supplémentaires de CDS.

L'effet naturel de ce surcroît obligatoire de protection est l'augmentation du coût de cette protection, ce qui entraîne l'accroissement sensible du levier utilisé en considérant la somme des positions longues (crédit) et à découvert (CDS). ■

PUBLICITÉ



**ROSBANK**  
S W I T Z E R L A N D

Celebrates **10** YEARS in Geneva

**Rosbank (Switzerland) SA Geneva**  
Is a major player in commercial banking.  
In this field it acts as a bridge between Western Europe and Eastern European markets, in particular Russia.

17, rue du Rhône P.O. Box 5734 1211 Geneva 11  
Tel.: +41 22 818 73 33 Fax: +41 22 818 72 50  
[www.rosbank.ch](http://www.rosbank.ch)

FAME EXECUTIVE COURSES IN FINANCE

### GENEVA 2005

With over twenty years of acquired experience, the **FAME Executive Courses in Finance** are recognized as benchmarks for executive training in **asset allocation, risk management, forecasting and quantitative analysis**.

The emphasis on **practical applications** and our **renowned international faculty** ensure that participants build skills that are up-to-date and directly applicable to their daily work environment.

11 René Stulz <b>INTEGRATED RISK MANAGEMENT</b>	September 19 - 23
12 T. Schneeweis and G. Beliossi <b>ALTERNATIVE INVESTMENTS</b>	September 26 - 30
13 Russ Wermers <b>PERFORMANCE EVALUATION AND ATTRIBUTION</b>	October 3 - 7
14 Salih Neftci <b>CALIBRATION, ESTIMATION AND NUMERICAL METHODS IN FINANCE</b>	October 10 - 14
15 J. Baumberger, Ph. Sormani, M. Hoesli, O. Scaillet <b>REAL ESTATE INVESTMENT AND FINANCING</b>	October 31 - November 3
16 David Cox <b>IMPLEMENTING QUANTITATIVE TECHNIQUES FOR FINANCIAL MARKETS</b>	November 7 - 11
17 Salih Neftci <b>FINANCIAL ENGINEERING</b>	November 14 - 18
18 Werner De Bondt <b>BEHAVIORAL FINANCE AND INVESTMENT STRATEGY</b>	November 22 - 25

and **THE CERTIFICATE FAME** July 24-August 25, 2006  
A 5-week immersion program in **asset management, structured products and private banking**.



For further information, please contact: Fabienne Garcelon or Olga Solari  
**FAME** Av. Blanc 49 - CH-1202 Geneva - Switzerland - Tel: +41 22 731 95 55 - Fax: +41 22 731 95 75  
[executive-courses@fame.ch](mailto:executive-courses@fame.ch) - [www.fame.ch](http://www.fame.ch)

## THE WERNLIN DIRECTORY

L'ouvrage de référence des  
**banques et banquiers privés, gérants et négociants**  
Suisse, Liechtenstein et succursales à l'étranger

### La 11<sup>e</sup> Edition 2005/2006

avec ses 800 pages en langue anglaise, est à commander auprès de:

**WERNLIN DIRECTORIES S.A.**  
Case postale 3777 - CH - 1211 Genève 3  
Tél. +41 (22) 310 57 44 • Fax +41 (22) 310 57 45 • E-mail: [wernlin@wernlin.com](mailto:wernlin@wernlin.com)

**Prix pour la Suisse en CHF:**  
le livre 240.-, le CD-ROM 320.-, l'ensemble 450.-  
frais d'expédition et TVA inclus, prix pour l'Europe et les pays outre-mer sur demande

Du nouveau dans votre portefeuille:

## BBGI Commodities (USD)

Fonds de droit suisse  
Souscription du 1er au 16 septembre 2005  
Libération: 21 septembre 2005

Le complément optimal à votre stratégie  
Performance des matières premières **+12.3% /an\***  
\*(GSC Index s/35 ans)

Gestionnaire du fonds :



**Bearbull**  
GESTION INSTITUTIONNELLE

Av. Louis Casaï 18  
1209 Genève  
Tél : +41 22 799.96.11

C'est l'expérience qui fait la différence

Distributeur :  
Banque Degroof (Suisse)  
Quai de l'île 5  
1204 Genève  
Tél : +41 22 817.35.00

## Les petites valeurs suisses, réhabilitées, ont épuisé leur potentiel

Les petites capitalisations suisses, communément définies comme les valeurs hors-SMI ou les small & mid caps (SMC), ont constamment surperformé l'indice SMI des grandes valeurs (blue chips) au cours des dix derniers trimestres, période marquée par des marchés d'actions généralement positifs.

Depuis le début du deuxième trimestre 2003, soit plus ou moins vers le début du rally post-Irak du marché des actions, le SMI a grimpé de 60%, tandis que l'indice SPI des petites et moyennes valeurs a un peu plus que doublé.

Les titres figurant sur notre *focus list*, qui inclut nos actions suisses favorites, petites ou grandes, a doublé sur cette période. Ces gains sont dus pour deux tiers aux actions hors-SMI de cette liste.

Durant cette période, les petites et moyennes valeurs ont réduit l'écart de valorisation qui les séparait des blue chips, de sorte que, d'après notre évaluation, elles se traitent même à des niveaux plus élevés sur la base des multiples estimés, et leurs prix escomptent pleinement les bé-



Par Mark Browne

Responsable de la recherche en actions suisses, Lombard Odier Darier Hentsch & Cie

néfices estimés 2006. Cette cherté relative rend ce segment quelque peu vulnérable à une détérioration du sentiment du marché.

En partie, la forte performance récente des moyennes sociétés suisses reflète la réduction des primes de risque sur les actions et la liquidité abondante, qui ont encouragé un intérêt plus marqué pour les classes d'actifs plus exotiques, y compris pour les valeurs hors des blue chips traditionnelles.

Les titres qui avaient été vendus

agressivement début 2000 s'étaient trouvés dans de nombreux cas avec une capitalisation boursière trop petite pour mériter l'attention de qui-conque, à part les plus enthousiastes des investisseurs très spécialisés.

Nombre de ces valeurs délaissées sont désormais retournées sur les écrans des firmes d'investissement et des départements de recherche et de courtage. Dans des cas comme Kuehne & Nagel, Calida et Tornos, les profils d'investissement de ces sociétés ont bénéficié de placements secondaires qui ont accru le flottant et les ont exposées à l'attention d'un plus large public d'investisseurs.

La demande pour les SMC a aussi profité de la création de fonds de placement et d'indices dédiés à ce segment, mais aussi de l'influence sur le marché de stratégies de rendement absolu déployées notamment par des hedge funds.

Cette tendance a fait renaître à son tour un besoin de recherche spécialisée en small & mid caps et des services de courtage, alors que la plupart des banques d'affaires avaient réduit leur capacité de recherche au début de 2000, concentrant leurs ressources sur les plus grandes valeurs aux volumes de négociations plus élevés.

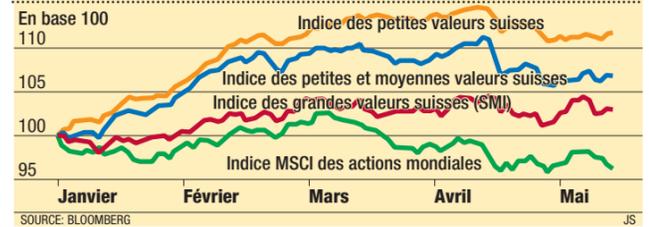
Du côté des petites sociétés, des progrès notables ont été faits sur le plan de la transparence, avec par exemple l'obligation de publier des résultats trimestriels pour toutes les sociétés cotées au segment principal de la Bourse suisse, et leur engagement accru à maintenir des contacts étroits avec des investisseurs clés parmi les spécialistes du segment.

### IPO en vue dans le segment des petites valeurs suisses

Les petites entreprises tendent à avoir une marge de croissance plus élevée que les grandes sociétés aux activités plus matures, et aussi plus de potentiel de surprendre les investisseurs et donc de justifier de meilleurs multiples de valorisation.

Typiquement, certaines SMC suisses qui ont bien performé récemment avaient un potentiel de rattrapage dans le management, comparé aux big caps, par exemple une latitude pour une croissance interne des bénéfices tirée des restructurations (Fischer, Sulzer), le retour positif sur des investissements passés dans de nouveaux domaines de

### Surperformance des small caps suisses



SOURCE: BLOOMBERG

croissance (Lindt), ou la rationalisation du portefeuille d'activités (SIG). Structuellement, les SMC helvétiques ont bénéficié de leur forte représentation par des noms bien établis dans des secteurs de croissance, tels la santé, tout comme au Royaume-Uni la surperformance des petites valeurs a été liée à leur poids dans le secteur pétrole et gaz.

L'activité des fusions et acquisitions, réelle ou spéculative, a aussi contribué à cette performance, surtout durant les derniers trimestres. Les sociétés du segment affichent désormais dans bien des cas un niveau de capitalisation boursière suffisamment grand pour justifier des efforts de due diligence de la part d'acheteurs potentiels, et un risque d'intégration.

Leur taille en fait aussi des cibles d'acquisition assez grandes pour affecter de manière significative les taux de croissance des sociétés acquéreuses disposant d'importantes liquidités et cherchant à acheter de la croissance dans un environnement de faible croissance.

Le point bas du sentiment du marché envers les SMC a eu lieu entre le quatrième trimestre 2002 et le premier trimestre 2003, lorsque l'on a pu voir une série de décotations.

Des noms tels que Disetronic, Hero, Hilti et Zellweger-Luwa sont tous sortis du marché pour retourner en mains privées. Après le rally post-Irak, la troisième vague d'investisseurs a pris le relais. Les fonds de private equity et autres acquéreurs y sont actifs, tel que l'illustrent les offres non sollicitées sur des sociétés comme Forbo, Leica, SAIA, et Unaxis, et des rumeurs autour de Saurer, Rieter, SIG.

En termes de valorisation, la réhabilitation du segment SMC est achevée, à présent que les multiples ont retrouvé les niveaux des blue chips. Cela met l'accent sur les fondamentaux spécifiques aux sociétés, et ouvre une fenêtre pour des IPO (entrées en Bourse) dans une palette de secteurs, dont la santé, la technologie, les cycliques et l'immobilier.

Clairement, toutefois, le potentiel de rattrapage des petites et moyennes valeurs suisses par rapport au marché, du moins à l'horizon 2006, semble épuisé.

En outre, les facteurs techniques qui ont soutenu les SMC à la hausse sur les deux à trois dernières années sont aussi ceux qui les rendent plus vulnérables que les big caps en cas de retournement majeur du sentiment vis-à-vis des actions.

## Moyennes valeurs américaines: la surperformance continuera-t-elle?

De mars 2000 à ce jour, après que la bulle spéculative se soit dégonflée, les capitalisations moyennes (mid caps) aux Etats-Unis (de 1 à 10 milliards de dollars de capitalisation boursière) ont considérablement surpassé les grosses capitalisations (large caps, de 10 milliards et plus).

Beaucoup d'entre nous se sont alors interrogés sur l'avenir de ces mid caps. Bien qu'il soit vrai que les valeurs moyennes ont eu une performance supérieure aux Large Caps depuis 2001, il ne faut pas perdre de vue leur potentiel à long terme et les raisons fondamentales de cette probable surperformance.

Pour avoir cette vision à long terme, il est important de regarder la performance antérieure à 1995, quand la bulle spéculative sur les large caps commençait à prendre forme. On remarquera alors que les mid caps ont constamment surperformé.

### Titres moins analysés

En effet, du 31 décembre 1978 à décembre 1994, le Russel 200 a donné 13,12%, tandis que le Russel mid cap, lui, enregistrait 15,28%. Cela représente une surperformance de 2,16% annualisée, sur une période de 16 ans.

Dès lors, quelle est l'influence de la récente surperformance des mid caps sur cette tendance à long terme? De 1978 à juin 2005, le Russel 200 a fait 12,59% et le Russel mid cap index 15,17% annualisé, produisant une surperformance relative de 2,58% par an, ce qui est remarquablement stable sur une période de 27 années.

Les mid caps ont maintenu cet avantage sur les large caps pour un certain nombre de raisons. De ma-



Par Daniel Ghirardi

Responsable pour la Suisse, Pioneer Global Investment

nière générale, elles sont moins recherchées et analysées que les large caps, ce qui crée plus d'opportunités et d'inefficiences sur ce marché. De grands groupes comme General Electric ou Pfizer seront analysés par 15 ou 20 analystes qui publieront régulièrement des rapports de recherche tandis que, dans le cas d'une mid cap, il n'y en aura que 5 ou 6.

Typiquement, ces sociétés se développeront plus rapidement que les large caps, dû notamment au fait que leur base de développement est plus petite. A contrario, les large caps souffrent de la «loi des grands nombres», en raison de leur base de clientèle déjà énorme, et du fait que les parts de marché additionnelles sont difficiles à grappiller.

Les mid caps ont également une capacité de réaction plus rapide face aux changements et aux évolutions du marché, leur donnant, grâce à une gestion plus agile, un gros avantage par rapport aux large caps. Leur hiérarchie plate et leur modèle d'affaires focalisé permettent aux mid caps de se mouvoir

plus rapidement et de tirer un meilleur profit des erreurs des grandes sociétés. Cela se répercute sur le service à la clientèle qui sera souvent mieux personnalisé, ce que les grands concurrents peinent à maintenir.

Les mid caps ont longtemps été des cibles d'acquisition intéressantes pour de plus grands groupes. Récemment, les moyens des sociétés actives dans le capital-risque ont considérablement augmenté, et les mid caps sont devenus une de leurs cibles privilégiées.

### Plus grand choix

Le fonds Pioneer mid cap value a récemment effectué sa 7<sup>e</sup> acquisition de l'année. Deux de ces sociétés, Sungard Data Systems (SDS) et Toys'R'Us (TOY), ont été acquises par des firmes de capital-risque. Ces acquisitions contribuent agréablement à la performance du fonds et démontrent une fois de plus l'intérêt de ce segment de capitalisation.

Un autre avantage distinct pour les gérants de fonds mid caps est le grand choix de valeurs qui existe dans ce segment. Avec approximativement 1200 sociétés dans l'univers des mid caps, les gestionnaires ont l'embaras du choix, en fonction du style de gestion utilisé. En revanche, dans l'univers des large caps, les gestionnaires n'ont de choix possible qu'entre 200 ou 300 titres, limitant ainsi la possibilité de trouver des perles rares.

Une autre raison de la surperformance peut également être imputée au manque de gestionnaires de fonds qui couvrent ce segment. Il y a approximativement 600 fonds de placements, totalisant plus de 100 millions de dollars, dans les large caps et plus de 300 fonds de taille similaire à la recherche de bonnes idées dans les petites capitalisations.

Le segment mid caps n'est par contre représenté que par 275 fonds de bonne taille qui se partagent la part du lion. Cela donne au gestionnaire la possibilité d'acheter des titres ayant un profil presque identique à une large cap, mais à un prix inférieur et plus avantageux. Avec le temps, cela produira une performance supérieure car ces sociétés gagneront en maturité et at-

teindront le stade de large cap qui, à ce moment-là, attirera l'attention des investisseurs et améliorera son ratio.

Toutes ces raisons fondamentales de surperformance des mid caps que l'on a pu observer par le passé sont toujours d'actualité aujourd'hui. Certains de ces facteurs

sont aujourd'hui encore plus solides et nombreux que ce qu'ils ont été dans le passé.

Il n'y a donc aucune raison pour laquelle les titres mid caps ne devraient pas continuer sur cette tendance à long terme, en obtenant une performance supérieure de 1,5% à 2,5% par an, par rapport

aux large caps. Il pourra toujours y avoir des périodes de performance inférieure, à l'instar de ce qui s'est produit au cours des années 1990 à 2000. Néanmoins, sur le long terme, nous sommes persuadés que ce segment regorge de perles qui ne demandent qu'à être découvertes.

PUBLICITÉ



« Performance sur 18 mois\* : 16,06 %. Le mandat de gestion immobilier BCV. »

\*Performance brute du 01.01.2004 au 30.06.2005. Benchmark: 10,94%. Performance brute depuis 2000: 56,11%. Benchmark: 33,91%. Les performances passées ne garantissent pas des performances actuelles ou futures.

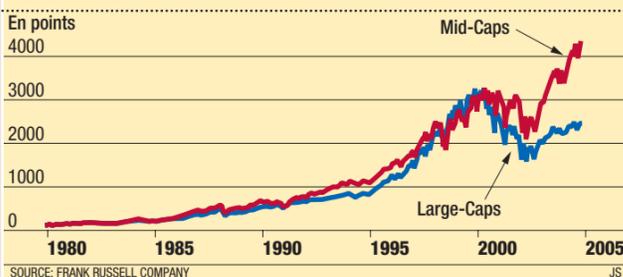
### BCV ASSET MANAGEMENT

La BCV dispose d'une expérience de plus de 10 ans dans la gestion immobilière. Avec le mandat de gestion immobilier, elle permet à ses clients institutionnels de bénéficier d'une gestion active en investissant dans des véhicules de placement immobiliers.

Contactez-nous au 021 212 31 18 ou consultez [www.bcv.ch/am](http://www.bcv.ch/am)

**BCV**  
votre confiance nous engage

### Russell Total Return Index Levels



SOURCE: FRANK RUSSELL COMPANY

# Placements & solutions

28 • LE TEMPS • FINANCE • MERCREDI 14 SEPTEMBRE 2005

## L'industrie des hedge funds, en pleine mutation, dégage de nouvelles opportunités sélectives

Les hedge funds ont été au cœur de discussions animées et de spéculations, souvent controversées, depuis leur apparition notoire dans les années 1980. Force est de constater que ces véhicules d'investissement continuent de susciter de plus en plus de questions à mesure que l'industrie se développe et intègre la vie quotidienne d'une majorité d'investisseurs. Aujourd'hui, le débat gravite autour de l'arrivée trop massive de capitaux qui serait, selon certains arguments, la cause principale de performances plus modérées durant ces deux dernières années. Notons par ailleurs que toute contre-performance, même infime, alimente les arguments des irréductibles opposants aux hedge funds, les incitant à prévoir la fin de cette industrie. En effet, tout succès suscitant des convoitises, crée généralement, chez ses détracteurs, un désir croissant de l'évincer.

Le retournement des marchés en mars 2000 a largement contribué à la reconnaissance de cette nouvelle «classe d'actifs». Les hedge funds ont alors accéléré leur processus de maturation: les gérants ont diversifié



Par Jan Erik Frogg

Directeur du groupe de gestion alternative, Union Bancaire Privée

leurs portefeuilles, réduit l'effet de levier et se sont dotés d'infrastructures dignes des grandes maisons de gestion traditionnelles.

Ce processus de maturation a été accompagné par la déception des investisseurs envers la gestion traditionnelle – dite de «gestion active» – pour laquelle l'argument consistait à vanter des rendements supérieurs de quelques maigres pour-cent à leurs benchmarks, alors que ces derniers accusaient souvent une baisse de plus de 30%. Cet argument, tout simplement inacceptable, a mené les institutionnels et

les fonds de pension à s'intéresser massivement à cette nouvelle «classe d'actifs».

Cette évolution a permis aux gérants de hedge funds d'occuper le terrain de la «gestion active», grâce à leur faculté d'allouer le risque de façon dynamique aux marchés, selon les opportunités. Les performances positives qui s'en sont suivies, durant ces années difficiles (bien qu'inférieures à celles passées), sont à l'origine de la reconnaissance de la gestion alternative auprès d'une large communauté d'investisseurs.

A partir de ce moment, plusieurs choses ont changé, grâce aux investisseurs eux-mêmes, qui implicitement et ironiquement attribuaient aux hedge funds des qualités de protection du capital et de rendements stables. Cette stabilité des rendements, associée à la faible volatilité, s'est transformée en objectif aux yeux des investisseurs, plutôt qu'une simple constatation a posteriori. C'est ainsi que les stratégies caractérisées par une faible volatilité, comme l'arbitrage et la valeur relative, ont enregistré une très forte croissance, pour atteindre 50% des avoirs investis en hedge funds.

Conséquence: l'afflux massif de capital, à la recherche d'une faible volatilité et d'une bonne liquidité, est

à l'origine de la baisse des rendements dans certaines stratégies comme l'arbitrage. Cette constatation nous permet de nous souvenir d'une règle fondamentale en finance, qui postule que pour générer une performance supérieure, il faut prendre des risques!

En tenant compte de cet état de fait, afin d'obtenir des rendements supérieurs, il faut considérer des stratégies où les gérants s'engagent dans des positions directionnelles, sans couvrir systématiquement tous les risques, voire des stratégies moins liquides, pourvues de risques que la majeure partie des investis-

seurs souhaite généralement éviter. Le fait d'obtenir des rendements supérieurs passe aujourd'hui par d'importants efforts de recherche sur les stratégies, qui comprennent principalement, entre autres, les equity long-short, event-driven, equity restructuring et activisme.

En raison de l'importance prise par les hedge funds ces dernières années, les autorités de surveillance se sont également intéressées à ces vé-

hicules d'investissement, constatant qu'un réel besoin en matière de réglementation s'imposait, visant à protéger l'investisseur final. Dans certains pays, comme les Etats-Unis, la Grande-Bretagne, la Suisse et plus récemment l'Italie, le cadre réglementaire est structuré de façon adéquate et favorise la croissance de l'industrie au lieu de la freiner.

Ailleurs, cependant, des autorités de surveillance mettent en place des réglementations inappropriées et trop contraignantes, qui finissent par nuire à l'investisseur final, plutôt que de l'aider. Les efforts de coordination entre autorités constituent un

Tout succès crée des jaloux, dont le **désir croissant** sera de **l'évincer**

autre aspect fondamental, qui permettra d'éviter des contradictions dans les réglementations. Au-delà de ces considérations, la mise en place d'un cadre légal approprié constitue, au final, un phénomène positif pour l'industrie, mais ne peut nullement faire office de garantie contre les pertes ou les fraudes. Dans ce nouvel environnement, il convient toutefois de continuer d'analyser de façon détaillée tous les fonds.

Les fonds alternatifs constituent une opportunité de placement réservée aux gestionnaires les plus compétents. En effet, ces véhicules d'investissement leur offrent la possibilité d'exprimer leurs talents de la manière la plus entrepreneuriale qui soit et, de surcroît, ne les font pas craindre de parier leur carrière sur le fait qu'ils continueront à surperformer dans la plupart des actifs.

Dans cette perspective, la croissance de l'industrie des hedge funds est irréversible malgré les obstacles qui se trouveront sur son chemin. ■

## Stratégies de rendement absolu pour investisseurs privés

Une stratégie classique de rendement relatif mesure sa performance par rapport à une référence sur le marché, par exemple un indice, qu'elle tente de battre. Les stratégies de rendement absolu, quant à elles, ont simplement pour objectif de préserver le capital lorsque le marché est soumis à des conditions difficiles tout en générant un certain niveau de croissance à moyen ou à long terme. En d'autres termes, les stratégies de rendement absolu se révèlent particulièrement intéressantes pour les investisseurs qui souhaitent réduire la volatilité inhérente aux stratégies de placement traditionnelles, tout en profitant des potentiels de rendements offerts par différentes classes d'actifs.

Bien entendu, l'attrait des catégories d'actifs est variable et aucune d'entre elles n'est assurée de surperformer systématiquement les autres. Les stratégies de rendement absolu



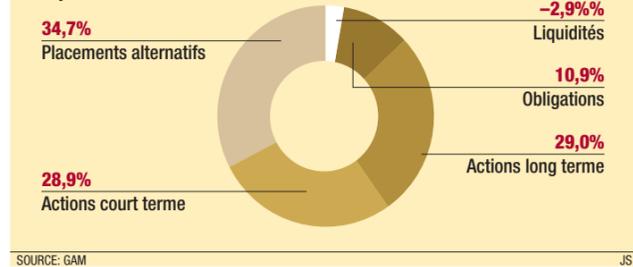
Par Xavier Clavel

Head of Private Client Intermediaries, GAM

utilisent donc une gestion active et une diversification par catégories, par secteurs et par styles d'investissement en fonction des conditions prévalant sur les marchés. Ces stratégies n'étant pas liées à des indices de référence, elles ne sont pas soumises aux contraintes imposées par ces derniers.

Le graphique ci-dessus présente les décisions d'allocation concernant

Décisions d'allocation concernant la stratégie de rendement absolu de GAM au 30 juin 2005



la stratégie de rendement absolu de GAM au 30 juin 2005.

Les placements alternatifs et les hedge funds, par exemple les gérants négociant activement des devises, des instruments à revenu fixe et des matières premières existent depuis plus de cinquante ans et ont longtemps été l'apanage des investisseurs très fortunés. Cependant, depuis les années 1990, la notoriété des hedge funds s'est accrue auprès d'un plus large public. Aujourd'hui, grâce à une meilleure compréhén-

sion de ces instruments, ceux-ci sont fréquemment utilisés par les investisseurs. Cela n'a rien de surprenant dans la mesure où, ces dernières années, les gérants de portefeuille ont eu tout le loisir de remarquer l'impact de la volatilité des marchés d'actions sur la performance d'un portefeuille. Historiquement, les hedge funds ont atteint des rendements dignes de ceux des actions tout en affichant une volatilité proche des obligations, mais surtout, leurs rendements ne sont gé-

néralement pas ou peu corrélés aux marchés traditionnels. Autrement dit, l'intégration de placements alternatifs dans un portefeuille comprenant des actions et des obligations réduit la volatilité globale et augmente la diversification.

Avec une pondération actuelle de 28,3% dans l'allocation d'actifs de GAM, les gérants actions long-short sont en mesure de tirer profit des hausses comme des baisses des marchés en prenant des positions longues et courtes. Contrairement aux placements alternatifs, ces stratégies présentent un certain degré de corrélation avec les marchés d'actions. Leur utilisation dans la composante en actions d'un portefeuille permet une plus grande souplesse dans la gestion de l'exposition aux marchés d'actions et améliore ainsi la performance tout en réduisant la volatilité.

Du fait de la protection qu'elles offrent à la baisse, les stratégies de rendement absolu ont parfois été considérées comme des instruments adaptés aux marchés bais-

siers, dont la popularité s'effrite lorsque les marchés d'actions reprennent de la vigueur. Dans une certaine mesure, la réduction des risques peut avoir un coût, les stratégies de rendement absolu étant peu susceptibles de tirer pleinement profit des envolées des marchés d'actions comme le permettrait peut-être une stratégie de rendement relatif pur.

Toutefois, nous sommes convaincus que la préservation du capital et la croissance à long terme offertes par les stratégies de rendement absolu continueront à jouer un rôle prépondérant dans la gestion active de portefeuille. Il y aura toujours des investisseurs pour lesquels ces deux critères revêtiront une importance cruciale. Pour ces clients, qui se concentrent sur la croissance de leur base d'actifs à long terme, la mise en œuvre d'une stratégie de rendement absolu dans le cadre de la gestion de leurs placements demeurera essentielle, et ce quelles que soient les conditions du marché. ■

PUBLICITÉ



**AMIR RASTY & FILLES**  
TAPIS D'ORIENT

Près de 10'000 tapis exposés sur 4 étages

Notre unique magasin:  
4, rue de Hesse  
Angle 30, bd Georges-Favon  
Genève

Tél. 022 321 34 77  
Fax 022 328 13 78  
info@amir-rasty.ch  
www.amir-rasty.ch

Ouvert de 9h à 12h et de 13h30 à 18h30  
Samedi de 9h à 17h - Lundi matin fermé

Voici l'un des nombreux exemples d'un Ispahan laine et soie dessin Bothé

Make your next conference a unique experience.

CREDIT SUISSE

FORUM GENEVE  
Centre de Conférences et d'Expositions  
Rue de Lausanne 17  
1201 Genève  
Tél. 022 393 51 62  
<http://forum.credit-suisse.com>

# Quelles solutions vis-à-vis de la fiscalité de l'épargne de l'UE pour l'investisseur?

Compte tenu du niveau actuel des taux d'intérêt, la situation des placements à taux fixe reste difficile. Si quelques banques centrales ont commencé à réorienter leur politique monétaire, les taux d'intérêt restent encore à un niveau historiquement bas, aussi bien dans la zone euro qu'aux États-Unis et en Suisse. Même si la plupart des observateurs tablent sur une hausse des taux à compter de la fin 2005, on est encore loin d'un réel revirement de tendance.

A ces contraintes techniques s'ajoute la contrainte législative que constitue l'entrée en vigueur de la fiscalité de l'épargne de l'Union européenne sur les paiements d'intérêts au 1er juillet 2005. Ces conditions de marché sont naturellement propices à de nouveaux produits innovants dans le domaine des placements liés aux taux d'intérêt. Une des solutions amplement utilisées actuellement est le fonds d'investissement «grandfather», mais cette solution est devenue coûteuse au vu d'une demande supérieure à l'offre. Le fonds d'investissement «grandfather» est, d'autre part, une solution alternative limitée dans le temps.

En réponse à ce besoin, la banque Vontobel a émis une nouvelle gamme de seize produits financiers très

La banque Vontobel a été pionnière en lançant une gamme de produits offrant une véritable alternative aux placements monétaires et aux obligations, tout en sortant du champ d'application de la Directive sur la fiscalité de l'épargne



Par Lionel Pilloud

Produits dérivés, banque Vontobel Genève SA

pratiques et facilement négociables auprès de la Bourse suisse qui, de par leur conception, constituent une excellente alternative aux placements monétaires et obligataires. En effet, les Money Market Notes et Swap Notes Open End offrent aux investisseurs la possibilité d'accéder simplement au marché des taux Swaps tout en restant hors du champ d'application des directives sur la fiscalité de l'épargne de l'Union européenne.

Le sous-jacent des Money Market Notes et Swap Notes est un indice Total Return Swap. Cet indice représente un investissement dynamique et équilibré dans un panier composé de minimum 5 Swaps Receivers de contributeurs différents. Chaque Money Market Note et Swap Note est assorti d'une durée fixe de 6 mois, 2 ans, 5 ans ou 10 ans et est disponible en quatre monnaies au choix CHF, USD, EUR ou GBP. L'investisseur a, par conséquent, la possibilité de choisir avec une grande souplesse sa monnaie et sa durée en fonction de son appréciation et de son anticipation du marché des taux d'intérêt.

## Duration constante

La durée est une mesure de la vie moyenne d'une obligation, pondérant le coupon et le remboursement du principal en fonction de la

date à laquelle interviennent ces flux. Elle est exprimée en années et elle permet d'apprécier l'impact de la variation des taux d'intérêt sur le prix du titre. La durée d'une obligation classique diminue avec le temps. La durée d'un Money Market Note ou d'un Swap Note reste, quant à elle, continuellement constante. L'investisseur ou le gérant de portefeuille n'est par conséquent pas contraint d'effectuer de transactions de roll-over et de réin-

## La gestion active des risques d'intérêt devient accessible aux clients privés

vestissement pour maintenir celle-ci au niveau qu'il a initialement choisi. A titre d'exemple, l'acheteur du Swap Note 5 ans en euro sera encore investi dans 2 ans avec une durée de 5 ans. Cela est possible dans la mesure où les Money Market Note et les Swap Note sont évalués automatiquement tous les trois mois et remplacés par un nouveau placement assorti de la même durée de référence. Cette réévaluation trimestrielle avec le taux d'intérêt de référence en vigueur sur le marché a lieu le premier jour ouvrable des

mois de mars, juin, septembre et décembre. Elle est inhérente au produit même. Le taux d'intérêt appliqué pour le calcul est le taux Libor pour les Money Market Note (6 mois) et les ISDA-Fixing s'agissant des Swap Note (2, 5 et 10 ans). Les intérêts générés par le sous-jacent au cours de l'évolution du produit sont capitalisés intégralement dans le prix du produit. Si l'investisseur souhaite encaisser les intérêts, il peut facilement le faire en vendant une partie de son investissement. Cela est précisément possible au vu du montant nominal de chaque certificat, initialement de 100 dans chaque monnaie de référence. L'investisseur n'a, en outre, pas besoin de se soucier de l'échéance puisque les certificats n'ont pas de date de maturité prédéterminée (Open End).

## Transparence et suivi en tout temps

Avec les Money Market Notes et les Swap Notes, la gestion active des risques d'intérêt, jusqu'ici réservée aux investisseurs professionnels dans le cadre des contrats Swaps ou Futures, devient accessible aux investisseurs privés. Ils profitent ainsi non seulement d'une stratégie avantageuse (pas de transactions de roll-over), mais également du «Tracking» d'un taux d'intérêt de

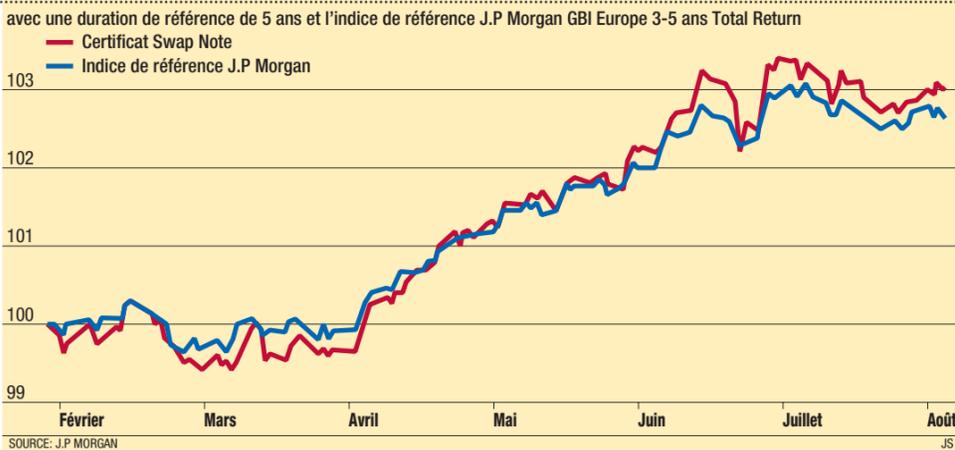
référence officiel. Ainsi, le graphique du haut montre précisément que par exemple le certificat Swap Note en EUR avec une durée de référence de 5 ans présente une très bonne corrélation positive avec un benchmark comparable, le «J.P Morgan GBI Europe 3-5 ans Total Return».

Naturellement, le certificat a un prix. Les frais de gestion sont trimestriellement de 1/32 du taux Libor, mais au minimum de 0,075% et maximum de 0,175% pour les Money Market Note. S'agissant des Swap Note, les frais sont de 0,175% par trimestre.

Ces nouveaux produits peuvent être comparés à un dépôt fiduciaire, à un fonds Money Market ou à un fonds obligataire soumis à une retenue d'impôts de 15%. Sur la base d'une observation des taux d'intérêt effectuée en date du 1er juin 2005, les Money Market Notes et Swap Notes présentent un avantage appréciable pouvant aller jusqu'à 0,84% annuel en GBP pour une durée de référence de 5 ou 10 ans.

Notons également que la différence en faveur de la solution Swap Notes et Money Market Notes pourrait encore s'accroître de manière significative lors de chaque future hausse des taux de référence, mais également dès le 1er juillet 2008 avec une prochaine retenue d'impôts de 20% puis de 35% dès 2011.

### Corrélation positive entre le Certificat Swap Note en euros



### Directive de l'UE sur la fiscalité de l'épargne: définition des intérêts

#### Les intérêts

- **Soumis à la fiscalité de l'épargne:**
  - Intérêts sur créances de toute nature:
    - Intérêts sur obligations
    - Intérêts sur placements fiduciaires
    - Rendements de fonds de placement
  - Intérêts courus ou capitalisés lors de la cession ou du remboursement de créances
  - agios, disagios, escomptes

#### Les intérêts

- **Exceptions:**
  - Intérêts de débiteurs suisses
  - Intérêts sur des prêts privés
  - Intérêts moratoires
  - Les distributions et revenus de fonds de placement suisses sans affidavit
  - Intérêts sur obligations «grandfathered»

SOURCE: ADMINISTRATION FÉDÉRALE DES CONTRIBUTIONS

### Traitement fiscal des produits financiers d'après la Directive

#### Fonds de placement concernés

- Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) «Fonds de l'UE»
- Fonds de placement et portefeuilles collectifs internes suisses bénéficiant de la procédure d'affidavit
- Fonds de placement d'Etats tiers lorsque ce véhicule d'investissement
  - sert au placement collectif de capitaux
  - est soumis à son domicile à une réglementation
  - l'émetteur est tenu de racheter les parts au moins quatre fois par an

#### Les produits dérivés

- Les dérivés au sens strict ne génèrent pas d'intérêts selon l'accord
- Produits structurés
  - Les intérêts de certificats, «reverse convertibles», et d'instruments avec protection de capital sont soumis
- Les intérêts de «repo» sont soumis
- Les «swaps» ne sont pas soumis
- Classification des produits par fournisseurs de données

SOURCE: ADMINISTRATION FÉDÉRALE DES CONTRIBUTIONS

PUBLICITÉ

[www.currency.ch](http://www.currency.ch)

performance  
sécurité  
simplicité

**Bullish Attitude**

Traitez les devises online aux meilleures conditions

Membre du groupe Refco, ACM est le leader mondial du courtage de devises et de métaux précieux en ligne. En tant que clients des salles de marchés, bénéficiez d'une technologie de pointe, sécurisée et intégrée, à des conditions imbattables. A l'achat comme à la vente, soyez gagnants en exécutant vos ordres d'un seul clic en temps réel 24/24 heures.

Contactez-nous sans tarder  
T +41 (0) 22 319 22 00  
support@currency.ch



## Perspectives plutôt réjouissantes pour vos finances.

En tant qu'entreprise s'adressant aussi bien à la clientèle commerciale qu'aux particuliers, PostFinance est un partenaire incontournable pour toutes les questions d'ordre financier. N'hésitez pas à vous rendre dans un centre de conseils PostFinance situé non loin de chez vous ou visiter notre site [www.postfinance.ch](http://www.postfinance.ch) pour obtenir davantage d'informations.

Une adresse pour votre argent.

# PostFinance

LA POSTE 

# Les contraintes réglementaires et opérationnelles anti-blanchiment: une suite d'effets pervers?

Lorsque l'on ne s'y attend pas, être brutalement confronté à une problématique de blanchiment d'argent ou d'escroquerie, qui plus est provenant de structures criminelles, est toujours une expérience désagréable. De plus, en tant que banque, la confrontation avec des entreprises et des personnes victimes ou parties de telles structures criminelles déstabilise autant la personnalité que ses propres prévisions financières.

L'inflation légale, un **flou... bienvenu** pour tous les acteurs

Les contraintes légales croissantes ont imposé dans les banques les logiciels anti-blanchiment (AML). Ces outils coûteux sont encore peu aboutis. On est en droit de se demander si de tels investissements ne sont pas totalement surfaits et ne risquent pas de servir «d'alibis opérationnels» dans bien des cas



Par Nicolas Giannakopoulos  
Administrateur, Inside Co SA

En embrayant sur la tendance amorcée depuis les années 1980 et «redessinée» dès 2001 pour répondre aux problématiques terroristes, la législation suisse portant sur le contrôle du blanchiment d'argent dans les activités financières en général et bancaires en particulier a rapidement passé du statut législatif pour s'étoffer et se complexifier jusque dans des niveaux opérationnels internes. Cette complexification des réglementations pose de sérieuses questions quant à la pratique usuelle des transactions financières.

Quelles que soient les origines, objets et formes que prennent ces contraintes écrites ou non, leur efficacité semble encore et toujours reposer sur un seul et unique élément: la volonté d'un établissement de ne pas se trouver mêlé à des opérations de blanchiment d'argent.

Suisse: un triple objectif

Les contraintes imposées par le législateur, puis par les différentes institutions en ce qui concerne le risque lié au blanchiment d'argent poursuivent, sans vraiment vouloir le dire, un triple objectif: le contrôle d'opérations de blanchiment d'argent, l'intégration de la Suisse en tant que pays dans une trame internationale qui s'est complexifiée en sa défaveur et enfin, l'image et la fonction de la place financière suisse (le «bon élève» du GAFI). Il apparaît légitime de douter que la poursuite simultanée de trois objectifs de cette envergure ait produit des effets significatifs dans le contrôle des opérations de blanchiment d'argent. En effet, il semblerait plutôt que l'inflation légale (art. 305 bis et ter (blanchiment d'argent), l'art. 260ter (crime organisé), la Loi sur le blanchiment d'argent (LBA), l'art. 100 (responsabilité pénale des personnes morales et défaut d'organisation) du code pénal suisse (CPS)) ait adapté de manière intégrée mais floue le dispositif législatif suisse en matière de criminalité économique, financière et organisée. Suivant l'interprétation qu'on leur donne, ces différentes normes peuvent apparaître soit comme très contraignantes et dures, soit comme des

éléments mal maîtrisés laissant un flou bienvenu pour tous les acteurs concernés, tant les entreprises que les autorités publiques.

Ces normes et leur formulation ont en tout cas permis de répondre plus ou moins efficacement aux critères internationaux (OCDE, Union européenne, ONU) mais également de pays tiers (Patriot Act, Sarbanes Oxley Act).

Les débats enragés qui durent maintenant depuis plus de quinze ans autour des interprétations de ces lois et réglementations et les redéfinitions continues de «seuils» imposés mais non formulés posent de sérieuses questions quant à leur applicabilité pratique, principalement dans la banque. Afin de répondre aux objets qui fondent de telles réglementations, il est fondamental de comprendre que leurs règlements d'application relèvent plus du résultat de négociations entre partenaires directement intéressés que d'une réelle compréhension du phénomène dans toute sa multiplicité et sa complexité.

Historiquement, la pratique du contrôle anti-blanchiment touche la banque et est directement liée au recyclage des profits générés par le trafic de drogue. Cette «monoculture» du risque s'est rapidement diversifiée, scandales aidant, pour englober non seulement les différents trafics, mais également les différents éléments de la criminalité économique et financière (fraude, faux dans les titres, faillites frauduleuses, etc.). Cela a eu pour effet de multiplier quasiment à l'infini les types d'activités délictueuses que les ré-

glementations internationales, nationales puis, in fine, professionnelles ont dû prendre en compte, sans toutefois y être véritablement préparé. Cette complexification légale et technique des risques a produit des effets prévisibles dans la pratique du contrôle, effets qui vont parfois dans des directions totalement opposées à l'esprit même des textes réglementaires.

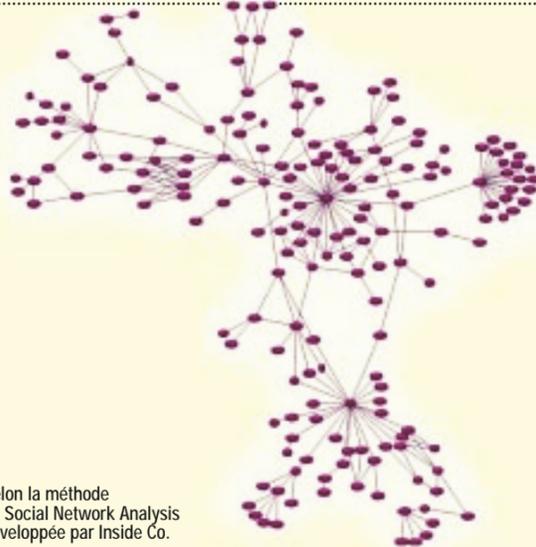
limiter le risque légal

Dans la pratique opérationnelle, ces différentes exigences normatives et opérationnelles ont pris des formes très diverses, reflétant à la fois les contraintes propres à chaque entreprise, à chaque système juridique et à chaque histoire particulière. Le but principal de l'entreprise, bancaire ou non, est le maintien de sa responsabilité légale dans des limites acceptables, passant d'une vision de lutte à une stratégie de «containing» personnalisé. Dans le cas de la banque, secteur bien plus intégré au niveau international que les Etats, ces réglementations ont eu pour effet de développer de nouvelles compétences (la compliance et l'analyse de risque criminel), de nouveaux outils (les systèmes de détection et de traçabilité notamment) et de nouveaux processus (responsabilités, communication, information). En Suisse, la pratique de la confidentialité et du secret bancaire a dû s'assouplir. De plus, pour n'être inscrite dans aucune réglementation, la pratique imposant l'utilisation de bases de données spécialisées ainsi que de logiciels AML (Anti Money-Laundering) pour les grands volumes transactionnels sont devenus LA best practice de référence.

L'ère des logiciels AML

Il ne se passe toutefois pas de jours sans que nous récoltions des plaintes sourdes concernant l'efficacité de ces outils coûteux, principalement en ce qui concerne les AML. Si le développement de compétences spécifiques et l'intégration de nouveaux processus internes posent de sérieux problèmes, principalement en matière de responsabilités, les coûts engendrés par le développement de logiciels AML qui intègrent de plus en plus des sujets complexes et différenciés sont énormes. Le développement de tels outils étant aujourd'hui extrêmement coûteux, les plus grands établissements bancaires se tournent de plus en plus souvent vers deux types de solutions: soit racheter une société ayant développé un outil «acceptable», soit acheter un outil «clé en main» et passer de longs mois à l'adapter à ses propres spécificités pour le rendre opérationnel. Partant de technologies ERP et adaptés principalement à la banque de «retail», ces logiciels proposent des «boîtes à outils» qui intègrent principalement trois éléments: les réglementations applicables (responsabilités légales), les blacklists et un ensemble généralement très sommaire d'indicateurs paramétrables (volumes, pays, nature transaction-

Représentation réseautique multidimensionnelle de structures criminelles existantes



\*Selon la méthode de Social Network Analysis développée par Inside Co.

SOURCE: INSIDE CO.

nelle) censés établir des seuils spécifiques. Certains tentent de proposer des outils de détection présentés comme de «l'intelligence artificielle» que l'on pourrait simplement appeler «auto-apprenant».

Si l'établissement est laissé quasiment seul devant le paramétrage de ses propres critères de détection, il est également amené à faire un choix entre quantité et qualité des

informations exsudées par ces systèmes automatiques, par rapport à la capacité d'absorption de son système de compliance humain. De plus, rien ou presque n'est proposé pour des entreprises qui n'ont ni de grands volumes transactionnels ou qui ne sont ni des banques, ni des intermédiaires financiers. Enfin, ces logiciels autant que les processus qui les accompagnent induisent une dé-

multiplication des flux d'informations parfois très confidentielles sans pour autant proposer de solutions de protection efficaces. De l'avis d'un spécialiste, ces AML produisent de «véritables passoires».

Finalement, ces outils évoluent en plates-formes intégrant les différents processus et adaptables à différents types d'activités bancaires.

Ces **logiciels coûteux** produisent de «véritables passoires»

Par contre, l'intégration de critères purement criminologiques ne semble pas à l'ordre du jour, sauf dans certains cas encore très rares, dépendant non pas de l'habileté des concepteurs, mais de la compétence des utilisateurs.

Si les réglementations ont eu pour effet bénéfique une prise de conscience forcée et généralisée des problématiques de blanchiment d'argent, on est en droit de se demander, à la vue de ce constat peu reluisant, si de tels investissements ne sont pas totalement surfaits et ne risquent pas de servir «d'alibis opérationnels» dans de multiples situations. ■

PUBLICITÉ



Anticipez. La nouvelle Audi A4.

Lignes puissantes et caractère prononcé, conduite maîtrisée grâce au moteur intégrant une technologie des plus modernes et au châssis exceptionnellement dynamique. Confort et sécurité dans chaque situation. Plus d'une raison qui font de l'Audi A4 le précurseur de sa catégorie.

Maintenant chez nous.



AMAG Automobiles et Moteurs SA

Centre Audi Carouge

Chemin de la Marbrerie 8, 1227 Carouge  
Tél. 022 300 55 00, Fax 022 300 55 20

Centre Audi Crissier

Rue de la Vernie 2, 1023 Crissier  
Tél. 021 637 76 76, Fax 021 637 76 99

Centre Audi Saint-Légier

Route Industrielle 9, 1806 Saint-Légier  
Tél. 021 943 05 60, Fax 021 943 05 71

et les partenaires de service:

Centre Audi Montbrillant

Rue de Montbrillant 67, 1202 Genève, Tél. 022 740 54 00

L'espace Audi

Rue de Plaisance 5, 1227 Carouge, Tél. 022 300 55 07

Centre AMAG Rolle

Rue de la Vallée 7-11, 1180 Rolle, Tél. 021 822 00 00

25 ans quattro®  
Sécurité au superlatif.

Audi Swiss Service Package  
3 ans / 100'000 km réparation et service

## LE TEMPS

Le Temps, quotidien suisse édité à Genève, fondé en mars 1998.

Editeur: Le Temps SA. Président du conseil d'administration: Stéphane Garelli.

Directeur - Rédacteur en chef: Jean-Jacques Roth. Directrice adjointe: Valérie Boagno.

Direction, rédaction: Place Cornavin 3, 1201 Genève. Courrier: case postale 2570, 1211 Genève 2. Tél. +41-22-799 58 58. Fax +41-22-799 58 59.

Rédactrice responsable du supplément Finance: Myret Zaki.

Photographies: Véronique Botteron, Christophe Chamartin/Rezo, Anna Kari, Fred Merz/Rezo. Iconographie: Christophe Bosset.

Réalisation, graphisme: Françoise Comba Abboub. Photolitho: Patrick Thoos. Infographie: Joël Sutter.

Correction: Valérie Frossard, Muriel Leclerc, Barbara Müller. Responsable production: Pierre Weber.

Courrier: case postale 2570, 1211 Genève 2. Tél. +41-22-799 58 58. Fax +41-22-799 58 59. Internet: www.letemps.ch.

Publicité: Espace Pub Publicitas, case postale 2564, 1211 Genève 2. Tél. +41-22-799 59 00. Fax +41-22-799 59 01. Directrice: Marianna di Rocco.

Impression: Centre d'Impression Edipresse Genève SA. Imprimeur responsable: Michel Berney.

La rédaction décline toute responsabilité envers les manuscrits et les photos non commandés ou non sollicités. Tous les droits sont réservés. Toute réimpression, toute copie de texte ou d'annonce ainsi que toute utilisation sur des supports optiques ou électroniques est soumise à l'approbation préalable de la rédaction. L'exploitation intégrale ou partielle des annonces par des tiers non autorisés, notamment sur des services en ligne, est expressément interdite.

# IMPRESSIIONNANT.

## Les solutions de placement de Merrill Lynch Investment Managers.

Les clients institutionnels de Merrill Lynch Investment Managers peuvent être assurés que leurs objectifs et besoins individuels occuperont une place de choix lors de la définition de chaque stratégie de placement. Nous pouvons ainsi appliquer nos concepts les plus innovants à des solutions taillées sur mesure. Outre une offre optimale comprenant des fonds d'actions ou d'obligations, des placement sur le marché monétaire et des placements alternatifs, nous proposons à nos clients un partenariat et une coopération uniques dans des domaines stratégiques comme la prévoyance retraite.

En notre qualité de leader du marché dans les secteurs de l'énergie, des mines d'or et des mines, nous vous proposons également des fonds de placement de haute qualité. Profitez de cette opportunité de diversification naturelle et investissez avec le numéro 1 du marché.

MLIIF World Gold Fund	S&P AAA
MLIIF World Mining Fund	S&P AAA
MLIIF World Energy Fund	S&P AA
MLIIF New Energy Fund	S&P A

Bénéficiez vous aussi de l'expérience et de la compétence des quelque 600 experts en placement de Merrill Lynch Investment Managers.

Pour obtenir de plus amples informations, vous pouvez nous contacter au 044 297 73 73, ou nous rendre visite sur notre site Internet suisse [www.mlim.ch](http://www.mlim.ch): vous y trouverez de nombreuses informations à télécharger.

 **Merrill Lynch** Investment Managers

Tél. 044 297 73 73  
[www.mlim.ch](http://www.mlim.ch)