

ÉDITORIAL
CHRISTIAN AFFOLTER

Wall Street irrésistible,
pour le moment

Les capitaux étrangers ont afflué vers les Etats-Unis au cours des derniers mois comme si les doutes suscités aux alentours du «Liberation Day» d'avril n'avaient jamais existé. Il en résulte une envolée boursière à la concentration extrême, notamment sur les «sept magnifiques» portés par l'engouement pour l'intelligence artificielle. Elle a donné plus de poids aux actions américaines: à la sortie de la crise financière de 2008, ces dernières représentaient environ un tiers de la capitalisation mondiale, contre près de la moitié actuellement. Cela les rend encore plus difficiles à contourner, comme les stratèges de l'Isag l'ont souligné récemment dans nos colonnes. Les indices aux niveaux records suggèrent que la hausse ne connaît pas de limites, soutenue par de premiers résultats au troisième trimestre qui ont dépassé les attentes. Cependant, plusieurs éléments remettent en question la force d'attraction de Wall Street. Ce mois, la nervosité des investisseurs – mesurée par l'indice de volatilité – a atteint des niveaux qui n'ont plus été vus depuis avril. C'est le résultat d'un cumul d'incertitudes concernant la guerre commerciale américano-chinoise, l'arrêt des activités gouvernementales et les conditions de crédit qui se détériorent. S'y ajoutent des scénarios décrivant une crise plus sévère que lors de l'éclatement de la bulle internet. Les investisseurs privés ont ainsi pris le relais des institutionnels et des banques centrales pour investir aux Etats-Unis, ce qui peut indiquer la fin imminente d'un marché haussier. Et le dollar s'est certes stabilisé face au franc et à l'euro depuis l'été, mais il n'a pas été en mesure de regagner le terrain perdu. Tout le contraire des métaux précieux, dont les cours se sont envolés récemment, aussi en francs. Les investisseurs sont donc à la recherche d'actifs refuge, témoignant d'une confiance en diminution, notamment par rapport au dynamisme américain. **PAGES 2, 3 ET 12**

MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION
Avec sa dernière acquisition,
Holcim ne se renforce pas qu'en Allemagne
PAGE 3

GRANDE DISTRIBUTION
La nouvelle CCT adoptée au sein de Coop
prévoit une hausse des salaires minimaux
PAGE 3

MACROÉCONOMIE
Déficit sous les 3% du PIB et chômage
en recul, le bilan de Giorgia Meloni salué
PAGE 5

POLITIQUE
Le PLR a décidé de soutenir les nouvelles
bilatérales, que l'UDC compte faire échouer
PAGE 6

OPINIONS
L'Union patronale suisse explique pourquoi
elle défend les nouveaux accords avec l'UE
PAGE 9

OPINIONS
L'intelligence artificielle redéfinit aussi
la façon dont les entreprises s'organisent
PAGE 9

INVESTISSEMENT
Le changement climatique ne nuit pas
aux obligations catastrophe
PAGE 13

TABLEAU DE BORD DE LA FINANCE DURABLE

ISHARES MSCI EMERGING MARKETS ETF

C+

B

CALVERT EMERGING MARKETS
ADVANCEMENT FUND; I

Deux ETF actions marchés émergents comparés par Conser - ESG Verifier. Et les indispensables de la finance durable, dont des changements de règles aux Etats-Unis. **PAGE 12**

AT1 de Credit Suisse,
une victoire sans gain?

BANQUE. Même validée par le Tribunal fédéral, la décision du TAF ne garantirait pas le remboursement de ces obligations.

La semaine passée, les détenteurs des obligations AT1 de Credit Suisse ont remporté une victoire. Le Tribunal administratif fédéral (TAF) a jugé que l'annulation de ces titres, d'une valeur totale de 16,5 milliards de francs, lors de la reprise de la banque aux deux voiles par UBS en mars 2023 ne reposait sur aucune base légale. Depuis, le gendarme de la finance, la Finma, qui avait décidé cette annulation, a annoncé faire appel. Or même si le Tribunal fédéral confirmait ce jugement, les détenteurs de ces titres n'obtiendraient pas forcément le remboursement qu'ils espèrent. Tel est l'avertissement lancé par Fabien Liégeois, spécialiste des AT1. Le professeur à l'Université de Genève rappelle que «comme des actionnaires, les porteurs d'AT1 n'ont pas la possibilité d'exiger le remboursement de leur investissement» et que «l'émetteur ne s'oblige juridiquement ni à racheter l'instrument ni à payer les intérêts». De leur côté, les plaignants restent confiants. Alexander Lindemann, avocat zurichois qui en représente plusieurs à travers le monde, espère que le TF «confirmera l'annulation». En cas de victoire définitive, UBS pourrait se retrouver débitrice de plusieurs milliards. **PAGE 4**

Les exportations suisses aux Etats-Unis
se redressent, grâce à la chimie-pharma



Commerce. Après avoir chuté de 22,5% en août, en raison des droits de douane de 39%, les envois de produits fabriqués en Suisse vers le marché américain ont rebondi de près de 43% en septembre. La situation reste toutefois instable et de nombreux secteurs sont à la peine. **PAGE 5**

L'argent devient à son tour
une valeur refuge

Matières premières. Le cours de l'once de métal blanc a presque doublé en une année. Ned Naylor-Leyland, gérant du fonds Gold&Silver de Jupiter AM à Londres, estime qu'après l'or, l'argent est entré «dans un nouveau régime», en raison d'incertitudes économiques et géopolitiques. Mais d'autres spécialistes sont plus nuancés. **PAGE 12**



Les négociations salariales
pour 2026 se déroulent
dans un nouveau contexte

PAGE 9

PIMCO
pimco.ch



ENTREPRISES

Même en cas de victoire finale, les plaignants des AT1 pourraient ne rien recevoir

BANQUE. L'ordonnance sur les fonds propres encadre strictement la pratique des AT1. Un remboursement n'est donc pas acquis, même si le Tribunal fédéral donne raison aux plaignants.

Pascal Schmuck

Le succès d'étape remporté la semaine passée par des plaignants dans le dossier des AT1 de Credit Suisse devant le Tribunal administratif fédéral (TAF) fait l'objet d'un suivi attentif. Pour Fabien Liégeois, spécialiste des AT1 et professeur au Centre de droit bancaire et financier de l'Université de Genève (Unige), les investisseurs ne doivent pas se réjouir trop vite. L'auteur d'un article sur ces instruments publié en mai dans la *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier*, rappelle que «comme des actionnaires, les porteurs d'AT1 n'ont pas la possibilité d'exiger le remboursement de leur investissement. C'est seulement après une certaine période que l'émetteur peut exercer un droit de rachat de l'investissement (option call). L'ordonnance sur les fonds propres (OFR) – qui régleme-nte les AT1 – dit au minimum après cinq ans», souligne le professeur. L'ordonnance «précise, s'il le fallait encore, que l'émetteur ne doit susciter aucun espoir de remboursement», ajoute-t-il. Selon lui, le recours de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers

(Finma) a donc des chances de succès devant le Tribunal fédéral (TF). «Une interprétation moins restrictive de la clause est possible étant donné que les AT1 devaient servir à renflouer une banque encore viable (going-concern), ce que les investisseurs auraient dû savoir», indique le professeur. Pour faciliter la reprise de Credit Suisse par UBS, la Finma avait ordonné la dépréciation des AT1 pour un montant de 16,5 milliards de francs.

droit de l'Unige, avait déjà souligné que «les intérêts de ce genre d'emprunts ne sont pas obligatoirement dus. Ce serait donc aussi à un tribunal de trancher cette question-là.» Fabien Liégeois estime que «les investisseurs ne disposent pas d'une créance au sens classique du terme et là, le bât blesse dans l'arrêt du TAF, parce qu'il utilise le terme de 'créance' sans l'explicitier suffisamment». Quant aux paiements d'intérêts, «ils sont à la discrétion de l'émetteur et, s'ils

Lindemann, qui en représente plusieurs, s'en félicite: «Après une attente de plus de deux ans, les créanciers viennent de connaître un succès inattendu grâce à la décision partielle du TAF», se réjouit-il. «Le TAF est réputé être très proche de l'administration et tend à statuer en faveur des autorités publiques. Il est donc particulièrement réjouissant qu'il ait suivi notre argumentation, ce qui place nos clients dans une bonne position pour la confirmation de l'annulation de la décision de la Finma», déclare par écrit Alexander Lindemann. L'avocat reste discret sur le nombre de plaignants représentés mais précise que «les créances s'élèvent à plusieurs centaines de millions de francs, nos clients provenant du Royaume-Uni, des Etats-Unis et des Emirats arabes unis». D'après le TAF, environ 3000 détenteurs de ces titres ont recouru en Suisse contre la décision de la Finma, pour un total de près de 360 procédures. En cas de victoire devant le TF, Alexander Lindemann s'attend à ce que le TAF «statue ensuite sur le mécanisme de restitution ainsi que, pour chaque investisseur individuellement, sur le montant du dommage. Ces décisions pourront également être

portées devant le Tribunal fédéral.» L'avocat genevois Carlo Lombardini, qui défend 140 porteurs d'obligations AT1, estimait déjà la semaine dernière que «si cette décision est maintenue, c'est UBS qui, du fait de la reprise de Credit Suisse, est débitrice des emprunts AT1». La banque aux trois clés reste pour l'instant prudente. Interrogée sur la possibilité de déposer à son tour un recours, UBS a décliné tout commentaire. Mais la question de son exposition financière reste entière. L'impact sur le groupe sera donc à déterminer à la lumière

de la future décision du TF. «Bien sûr, UBS ne voudrait pas trahir la confiance des marchés et des investisseurs qui s'attendent à ce qu'elle reprenne cet engagement à son compte. Toujours est-il que la banque pourra se plaindre du fait qu'elle a consenti aux termes de cette fusion en se basant sur l'assurance qu'elle a reçue des autorités au sujet de l'amortissement des AT1», poursuit Fabien Liégeois. Selon lui, l'établissement dirigé par Sergio Ermotti pourrait demander aux autorités de participer aux coûts d'une éventuelle renaissance de cet engagement. ■

« Les investisseurs ne disposent pas d'une créance au sens classique du terme et là, le bât blesse dans l'arrêt du TAF, parce qu'il utilise le terme de 'créance' sans l'explicitier suffisamment. »

Fabien Liégeois
Professeur au Centre de droit bancaire et financier de l'Université de Genève

Même si le TF devait confirmer la décision du TAF, Fabien Liégeois rappelle que l'émetteur – désormais UBS – «ne s'oblige juridiquement ni à racheter l'instrument ni à payer les intérêts. Cet instrument financier repose en somme sur le bon vouloir de l'émetteur.» Rashid Bahar, vice-doyen de la Faculté de

ne sont pas versés, ils ne s'accumulent pas. La banque effectue des paiements volontaires pour autant qu'elle ait les réserves distribuables. Autrement dit, il reste encore beaucoup de zones grises.» De leur côté, les avocats des plaignants voient dans la décision du TAF une victoire importante. Le cabinet zurichois

La BNS ne veut pas s'exprimer sur cette question

La Banque nationale suisse (BNS) a participé à différentes étapes préparatoires avant l'annonce de la reprise de Credit Suisse par UBS, notamment dans le cadre des liquidités d'urgence à mettre à disposition pour la banque aux deux voiles et de leur implication pour les AT1. Selon le rapport de la commission d'enquête parlementaire (CEP) publié le 17 décembre 2024, Thomas Jordan, alors président de l'institut d'émission, avait émis des réserves sur la révision des créances, dont la radiation des AT1. Interrogée à ce sujet, la BNS ne compte «pas s'exprimer sur cette question puisqu'elle n'est pas impliquée dans la procédure judiciaire relative à [leur] annulation et n'est pas partie prenante», a répondu un porte-parole. **PS**

Publicité

IAZI
CIFI

5^e CONGRÈS IMMOBILIER
ET FINANCIER CIFI

21 Novembre 2025

Musée Cantonal des Beaux-Arts, Lausanne



Inscription

« Réservez votre place dès maintenant : scannez le QR code ou rendez-vous sur congres-immo-romand.ch »



© Khashayar Javanmardi