

# Qualité de l'analyse financière ou indépendance des analystes? Examen critique de la réglementation et de l'auto-réglementation

Jean-Claude Dufournet\*

## I. Introduction

L'analyse financière participe à deux fonctions économiques centrales:

- l'allocation des capitaux entre les besoins des entreprises et les marchés de capitaux, c'est-à-dire le financement des émissions d'actions (nouvelle émission, augmentation de capital), le placement d'emprunts, les fusions et acquisitions;
- l'information des investisseurs à travers des prévisions de bénéfice et des recommandations d'achat ou de vente de certains actifs, le plus souvent des actions de sociétés cotées.

Ces fonctions sont essentielles au bon fonctionnement des marchés tant d'un point de vue financier qu'économique. Les abus constatés ces dernières années, particulièrement aux Etats-Unis, ont amené les régulateurs et les organismes d'auto-réglementation (bourses, associations bancaires et associations d'analystes) à réagir vigoureusement afin de restaurer les conditions d'un fonctionnement efficient des marchés et la confiance des investisseurs.

Les banques d'investissement jouent un rôle essentiel dans l'allocation des capitaux sur le plan national ou international. Elles emploient des analystes spécialisés dans la finance d'entreprise qui évaluent notamment les nouvelles émissions d'actions ou d'obligations, conseillent de les souscrire ou pas, évaluent la valeur d'une acquisition pour une entreprise ou d'une fusion entre deux ou plusieurs entreprises et évaluent les sociétés non cotées (*private equity*).

Les banques de gestion de fortune ou les brokers ont des services ad hoc qui analysent les sociétés pour le compte d'investisseurs privés ou institutionnels et émettent des recommandations d'achat et de vente des titres. Un analyste *sell-side* émet des recommandations qui sont publiées à l'extérieur de son établissement, à disposition des gérants institutionnels, d'autres banques et des investisseurs privés. Il est généralement

---

\* Docteur en sciences économiques et sociales, directeur, Swiss Financial Analysts Association (SFAA), Zurich.

rémunéré par des commissions sur les transactions qui font suite à ses recommandations. Au contraire, un analyste *buy-side* ne met ses recommandations qu'à la disposition de son employeur, pour lequel il représente une charge financière correspondante.

La principale différence entre les analystes des banques d'investissement et ceux des banques de gestion de fortune réside dans l'accès à l'information. Les analystes travaillant pour la banque d'investissement ont accès à des informations qui ne sont pas publiques, alors que les analystes travaillant dans la gestion de fortune ou le brokerage n'ont accès qu'à des informations publiques.

Dans ce cadre, nous allons examiner uniquement certains aspects financiers et réglementaires liés à l'information de l'investisseur. Tout d'abord, la théorie financière nous aidera à expliciter la mission des analystes financiers, tant *sell-side* que *buy-side*. En regard de cette théorie, nous définirons les objectifs des réglementations qui semblent essentiels à une information correcte de l'investisseur. Nous examinerons ensuite le contenu des règles en rapport avec ces objectifs et nous conclurons par une synthèse et quelques suggestions.

## **II. L'analyse financière dans la perspective de l'investisseur**

### **A. Mandat de l'analyste**

Tous les analystes n'ont pas la même connaissance de toutes les actions, n'ont pas les mêmes qualifications, n'utilisent pas les mêmes méthodes, les mêmes données ou les mêmes périodes pour calculer la valeur théorique d'une action. Ils vont recommander à l'achat des titres qui leur semblent sous-évalués et à la vente des titres qui leur semblent surévalués.

Le mandat de l'analyste (ou d'un groupe d'analystes) porte sur une liste d'actions appartenant le plus souvent à un secteur, parfois à une région géographique. L'analyste peut donner des recommandations sur les titres eux-mêmes, sur son secteur ou sa région géographique (dénote plus loin par son benchmark ou son index). Il émet ses recommandations en monnaie locale. Son mandat peut être formulé en termes:

- absolus,
- relatifs par rapport à la moyenne de son benchmark,
- relatifs ajustés au risque de l'action par rapport au benchmark.

Un mandat formulé en termes absolus indique que l'analyste a pour objectif de recommander à l'achat les actions qui montent et à la vente les actions qui baissent. Sa

recommandation est mesurée par rapport au taux hors-risque<sup>1</sup>, par exemple au taux payé pour un placement de liquidités à court terme:

$E[R_i] = E[\mathbf{a}_i] + R_f$  : l'analyste anticipe que le rendement de l'action  $E[R_i]$  aura un excès de rendement  $E[\mathbf{a}_i]$  par rapport au rendement d'un placement hors risque  $R_f$ .

Un mandat formulé en termes relatifs indique que l'analyste a pour objectif de recommander à l'achat les actions qui montent plus que la moyenne de sa liste de titres et à la vente les actions qui baissent plus que la moyenne de sa liste de titres. Sa recommandation est mesurée par rapport à la moyenne de sa liste de titres (dénnoté ci-dessous par benchmark):

$E[R_i] = E[\mathbf{a}_i] + E[R_{Bmk}]$  : l'analyste anticipe que le rendement de l'action  $E[R_i]$  aura un excès de rendement  $E[\mathbf{a}_i]$  par rapport au rendement moyen de sa liste de titres  $E[R_{Bmk}]$ .

En termes ajustés au risque, l'analyste a pour objectif de recommander à l'achat les actions qui vont monter plus que le benchmark sur une base ajustée pour le risque de l'action et à la vente les actions qui vont baisser plus que le benchmark sur une base ajustée pour le risque de l'action. Sa recommandation est mesurée par rapport à la moyenne des rendements de sa liste de titres en considérant un ajustement du rendement pour le risque de l'action.

$E[R_i] = E[\mathbf{a}_i] + R_f + \mathbf{b}_i \cdot \{E[R_{Bmk}] - R_f\}$  : l'analyste anticipe que le rendement de l'action  $E[R_i]$  aura un excès de rendement  $E[\mathbf{a}_i]$  par rapport au taux hors-risque  $R_f$  plus une prime de risque dépendant du risque du titre  $\mathbf{b}_i \cdot \{E[R_{Bmk}] - R_f\}$ .

Les deux premières interprétations, absolue et relative, sont indépendantes d'un modèle. La troisième, ajustée au risque, est basée sur le *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

---

<sup>1</sup> On pourrait penser qu'il suffit que la hausse, respectivement la baisse, d'un titre soit supérieure, respectivement inférieure, à zéro pour qualifier une hausse, respectivement une baisse. Dans une perspective financière, un investisseur rationnel n'investira dans une action, qui comporte plus de risque que les liquidités à court terme ou les obligations de la Confédération, que si le rendement attendu de l'action est supérieur au taux hors-risque.

Pour communiquer leurs recommandations aux investisseurs, les analystes utilisent différents termes qui sont résumés dans le tableau ci-dessous.

<b>Types standards</b>				
<b><i>Strong buy</i></b>				
<b><i>Buy</i></b>	<i>Over-/ Outperform</i>	<i>Overweight</i>	<i>Accumulate</i>	<i>Add</i>
<b><i>Hold</i></b>	<i>Neutral</i>		<i>In-Line</i>	
<b><i>Reduce</i></b>	<i>Underperform</i>	<i>Underweight</i>		
<b><i>Sell</i></b>				

Les recommandations émises en termes relatifs doivent spécifier le benchmark correspondant, qui peut être standardisé ou ad hoc. Faute de benchmark, "*outperform*" ou "*overweight*" ne signifient rien et ne sont pas contrôlables *ex post*. Certains instituts indiquent également si le titre est plus ou moins risqué.

## **B. Benchmarking**

Le principal indice du marché suisse est le *Swiss Market Index* (SMI), composé des plus grosses capitalisations boursières de sociétés ayant leur siège social en Suisse.

Admettons qu'un analyste émette des recommandations sur le marché suisse. Lorsque l'on veut mesurer la valeur ajoutée des recommandations émises sur des titres ayant des capitalisations différentes, se pose la question de la pondération des recommandations portant sur ces titres. Faut-il pondérer les recommandations par le poids des titres dans le benchmark ou faut-il plutôt les équilibrer? Prenons les titres bancaires du SMI, par exemple. Le 9 octobre, le poids de l'UBS dans le SMI était de 15,7%, celui du CS de 8,3% et celui de Julius Baer de 0,5%. On voit immédiatement qu'une recommandation sur UBS a beaucoup plus d'importance, toute chose égale par ailleurs, qu'une recommandation sur Julius Baer. Cela pourrait nous conduire à penser que les recommandations des analystes doivent être pondérées par la capitalisation boursière de la société.

Cependant, si tel est le cas, un analyste qui utilise rationnellement ses ressources va passer tout son temps sur UBS et CS, et négliger Julius Baer. C'est malheureusement souvent le cas, ce qui a pour conséquence qu'une partie significative des petites

capitalisations du marché suisse sont peu ou pas analysées (ce n'est bien sûr pas le cas de Julius Baer, qui a une capitalisation boursière suffisante pour intéresser les analystes). Heureusement, on peut argumenter que UBS est suivie par de si nombreux analystes que toutes les informations s'y rapportant sont déjà dans le cours et qu'il est donc plus profitable de faire de la recherche sur les petites et moyennes capitalisations.

On voit donc qu'il existe des arguments rationnels pour pondérer les recommandations par la capitalisation boursière des sociétés ou pour équipondérer les recommandations. C'est donc à la direction de la recherche d'assigner des mandats précis aux analystes et de leur indiquer comment ils seront mesurés.

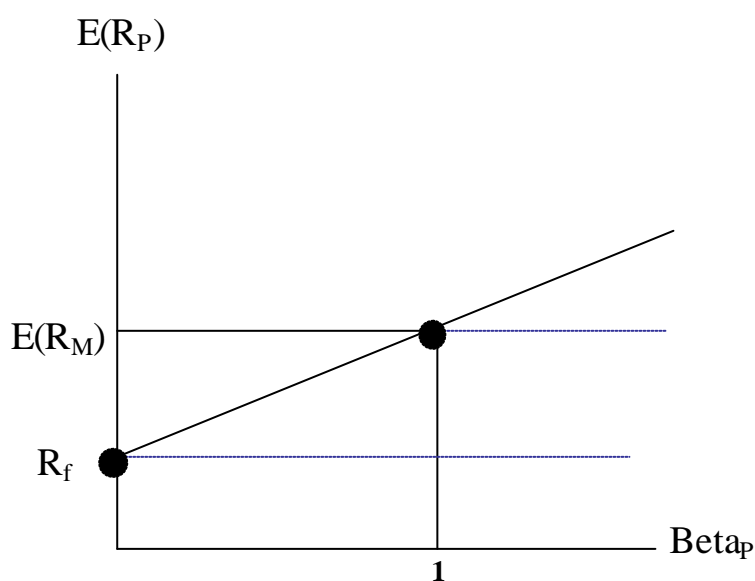
### ***C. Utilisation des recommandations dans le cadre d'une gestion active***

En l'absence d'analystes financiers, un investisseur pourrait choisir entre deux portefeuilles de base qui seraient gérés passivement:

- un portefeuille dit "market neutral", composé de cash ou d'un portefeuille d'obligations de la Confédération, ou
- un portefeuille dit "de marché", composé de toutes les actions du marché (par exemple l'ensemble des actions formant le SMI),

et toutes les combinaisons de ces deux portefeuilles.

Le graphique ci-après montre le choix de l'investisseur dans le cadre du CAPM.

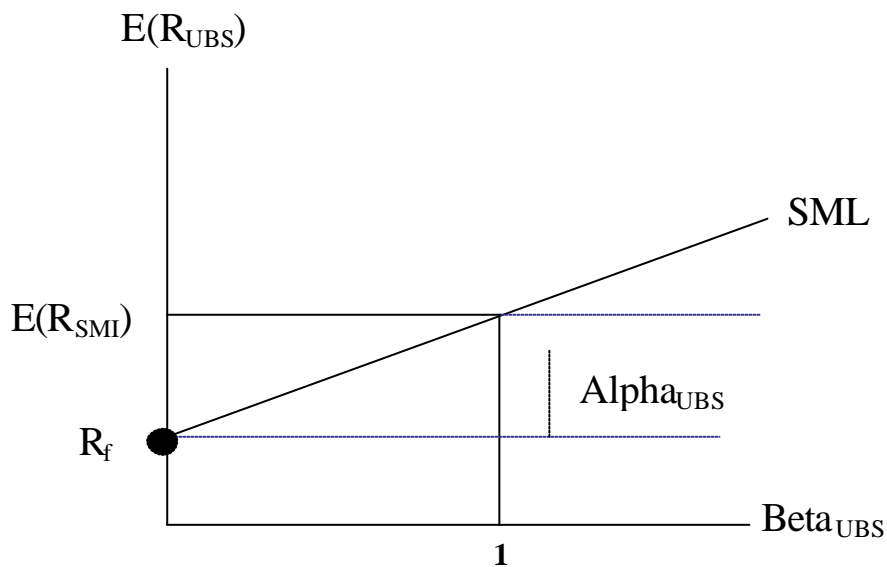


avec:

- $E(R_P)$  le rendement espéré du portefeuille
- $E(R_M)$  le rendement espéré du portefeuille de marché (le SMI dans notre cas)
- $R_f$  le taux hors-risque
- $Beta_P$  le risque de marché du portefeuille

Les recommandations des analystes financiers vont permettre à l'investisseur de dévier de ces deux stratégies de base dénotées par les points noirs sur le graphique. Admettons que l'investisseur reçoive une recommandation d'achat de UBS.

Si la recommandation est libellée en termes absolus, c'est-à-dire  $E[R_{UBS}] = E[a_{UBS}] + R_f$  et que l'investisseur a choisi d'investir dans le portefeuille "market neutral", il va vendre une partie de son cash investi au taux hors-risque  $R_f$  et acheter UBS. Inversément, si le alpha sur UBS est négatif, il va vendre à découvert UBS et investir le produit de la vente au taux hors-risque.



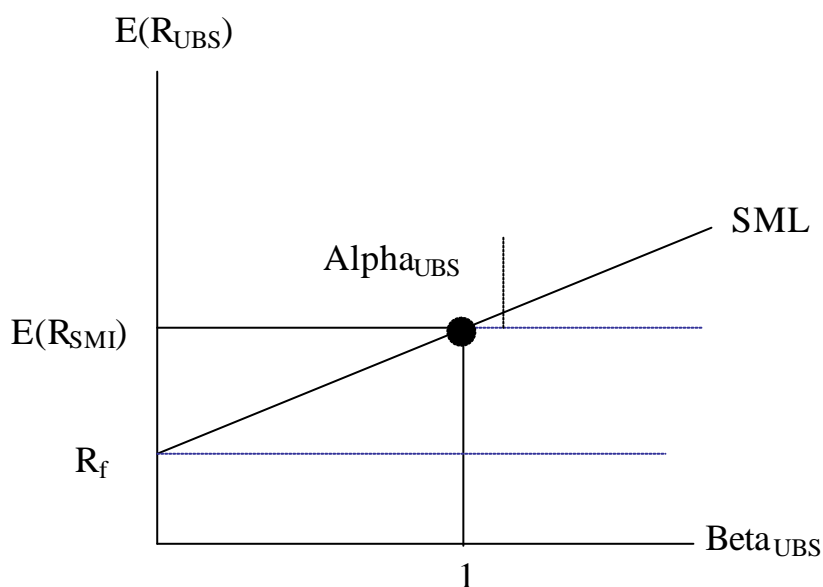
avec:

SML *Security Market Line*

On note qu'un titre comportant un beta supérieur à 1 comporte un risque de marché plus grand que le risque moyen du marché, alors qu'un beta inférieur à 1 indique un risque de marché plus petit que le risque de marché moyen. On considère généralement qu'un titre ayant un beta supérieur à 1,25 est un titre plutôt risqué et un titre ayant un beta inférieur à 0,75 un titre peu risqué.

Si l'investisseur a investi dans le portefeuille de marché (le SMI par exemple), la recommandation de l'analyste ne lui est pas directement utile. En effet, une recommandation en termes absolus n'indique pas si l'alpha espéré de UBS est supérieur au rendement du SMI, mais uniquement que le rendement espéré de UBS est supérieur au taux hors-risque.

Si la recommandation est libellée en termes relatifs, c'est-à-dire  $E[R_{UBS}] = E[\alpha_{UBS}] + E[R_{SMI}]$  et que l'investisseur a choisi d'investir dans le portefeuille de marché, il va vendre une partie de son investissement dans le SMI et acheter UBS. Dans le cas d'un alpha négatif, il va vendre UBS et acheter le SMI.



Si l'investisseur a investi dans le portefeuille hors-risque, la recommandation en termes relatifs ne lui est pas directement utile. En effet, il n'est pas indiqué si le alpha espéré de UBS est strictement positif (et en plus supérieur au taux hors-risque), mais uniquement que UBS va faire mieux que le SMI. Si le SMI a une performance négative mais que UBS montre une performance moins négative, la recommandation reste bonne et inversement pour un alpha négatif.

La même démarche s'applique à une recommandation sur une base ajustée au risque. Dans ce cas, l'alpha est défini par rapport à la *Security Market Line* (SML).

On voit donc que pour avoir du sens pour l'investisseur, la recommandation doit indiquer si elle est formulée en termes absolus ou relatifs, et si elle est formulée en termes relatifs, elle doit indiquer quel est le panier, l'index ou le benchmark qui sert de référence.

### **III. Objectifs de la réglementation**

Comme on l'a vu, la principale raison pour un investisseur d'utiliser de l'analyse financière est l'espoir d'obtenir un rendement supérieur par rapport à un portefeuille géré passivement. Dans cette perspective, nous allons essayer d'identifier quels facteurs essentiels contribuent potentiellement à la qualité de l'analyse financière, respectivement à la qualité de l'information produite pour les investisseurs.

#### **A. *Indépendance des analystes***

Ce que l'on appelle indépendance des analystes, c'est avant tout leur indépendance vis-à-vis de leur employeur et des sociétés qu'ils analysent. Concrètement, il s'agit de ne pas émettre des recommandations de complaisance qui induiraient l'investisseur en erreur. Par exemple:

- les analystes travaillant dans la banque d'investissement ne devraient pas influencer les recommandations des analystes travaillant dans le brokerage (*sell-side*) ou dans la gestion de fortune (*buy-side*);
- les analystes devraient être protégés des pressions des sociétés cotées ou de très gros investisseurs, de manière à pouvoir émettre des recommandations de vente lorsqu'ils l'estiment nécessaire.

Il apparaît évident que la réglementation devrait protéger l'indépendance de jugement des analystes des pressions internes et externes.

#### **B. *Formation des analystes***

L'analyse financière est un travail délicat qui demande entre autres de très bonnes connaissances de la comptabilité et des différentes méthodes d'évaluation des entreprises, ainsi que de leur environnement sectoriel (produits, concurrence, marges, etc.). Pour éviter ou réduire les évaluations fantaisistes, il serait possible que la réglementation impose ou recommande certaines qualifications ou pour le moins fixe certaines règles minimales.

### ***C. Communication claire des recommandations***

Avant de faire des recommandations, les analystes évaluent les sociétés. Certaines méthodes d'évaluation ad hoc ont permis de justifier les pires excès, en particulier pour les sociétés appartenant à ce que l'on a qualifié de « nouvelle économie ». Il serait donc souhaitable que les investisseurs puissent recevoir des informations quant à la méthode d'évaluation utilisée.

Il est très fréquemment reproché aux analystes de publier un pourcentage trop élevé de recommandations d'achat par rapport à un faible pourcentage de recommandations de vente. En partie, cette réalité est la conséquence d'une interprétation peu claire pour certains investisseurs de la signification des recommandations. Par exemple:

- une action dont le rating est "*buy*" qui passe à "*hold*" a souvent signifié que l'analyste pensait qu'il fallait vendre le titre;
- une lecture attentive de certains systèmes de ratings montrait que la mention "*hold*" signifiait que le titre allait sous-performer le marché auquel il appartenait.

Pour les investisseurs, il est évident que la réglementation devrait imposer aux instituts qui publient des recommandations un système de rating clair et robuste, et des recommandations formulées de manière consistante par rapport au système de rating.

Finalement, un institut qui décide de ne plus analyser une entreprise cotée devrait le mentionner explicitement, de manière à informer l'investisseur correctement.

### ***D. Transparence et contrôle***

Tous les conflits d'intérêts réels ou potentiels ne sont pas évitables, en particulier pour les grands instituts financiers qui sont actifs dans tous les domaines de la finance. Dans ce cadre, rappelons que conflit d'intérêt est souvent synonyme de synergie ou d'économie d'échelle. Les conflits d'intérêts résiduels devraient donc être mentionnés, de manière à permettre à l'investisseur de se faire sa propre opinion de la confiance qu'il attribue à une recommandation, confiance qui peut être réduite par l'annonce de certaines relations d'affaires entre l'institut financier et la société faisant l'objet de la recommandation.

Il serait en outre souhaitable que la réglementation exige des instituts financiers qu'ils publient suffisamment d'informations pour que l'investisseur puisse comprendre quel usage l'institut fait de son système de rating et quel a été la valeur ajoutée par le passé des recommandations émises. Ainsi, l'investisseur serait à même d'interpréter la recommandation de manière raisonnable.

### ***E. Alignement des intérêts des analystes avec ceux des investisseurs***

L'un des sujets les plus discutés est le conflit d'intérêt potentiel entre l'analyste financier et ses propres investissements. Certains défendent que l'analyste financier pourrait être influencé par ses propres investissements et qu'il serait préférable par conséquent de lui interdire d'investir dans les titres qu'il analyse. Cependant, la majorité des régulateurs et des associations d'analystes défendent qu'à condition qu'il investisse dans le même sens que ses recommandations et qu'il ne fasse pas de *front running*, l'investisseur ne peut qu'être rassuré de savoir que l'analyste investi dans ces propres recommandations.

Même si l'analyste a le droit d'effectuer des opérations pour son propre compte, bien entendu dans le même sens que ses recommandations, on sent bien que l'alignement de ses intérêts par rapport aux intérêts des investisseurs ne peut être que partiel. En effet:

- on ne peut certainement pas forcer un analyste à investir dans toutes ses recommandations;
- il n'existe pas toujours un véhicule financier qui permet d'implémenter simplement la recommandation.

Certains législateurs proposent de mesurer systématiquement la performance des recommandations de l'analyste et de faire dépendre une partie de sa rémunération de la valeur ajoutée de ses recommandations. Dans ce cadre, la performance des analystes serait faible voire négative et leur rémunération réduite en conséquence si les analystes font preuve:

- d'un optimisme excessif, ou
- de complaisance par rapport à leur institut financier ou par rapport aux sociétés qu'ils analysent.

Il y a là une protection évidente pour l'investisseur.

## **IV. Remèdes proposés par les principaux régulateurs et les principales associations d'analystes**

Nous allons examiner les réponses données par les régulateurs, à savoir:

- *FORUM Group* (EU): groupe de l'Union européenne qui a préparé des recommandations relatives à la recherche pour la Commission Européenne. Ces recommandations n'ont pas encore fait l'objet d'une décision de la Commission Européenne.

- FSA: Financial Services Authority (UK)
- IOSCO: International Organization of Securities Commissions
- SwissBanking: Association Suisse des Banquiers
- SEC: Securities and Exchange Commission (USA)

et deux associations d'analystes financiers, à savoir:

- AIMR: Association for Investment Management and Research (USA), qui a publié les Research Objectivity Standards (AIMR-ROS)
- SFAA: Swiss Financial Analysts Association, qui a publié un code d'éthique en juin 2002.

Vu leur nature différente, ces organisations ne poursuivent pas toujours exactement les mêmes objectifs. Certaines d'entre elles émettent des directives, d'autres des recommandations, parfois les deux à des degrés divers. Il s'agira pour nous de dégager les grandes lignes et les principales différences entre leurs approches. Parfois, il reste difficile d'évaluer la réponse du régulateur.

Afin de faciliter la lecture:

- i) les citations des textes les plus pertinents sont extraites directement de la bibliographie. Nous ne citons que des extraits et le lecteur pourra se reporter à la bibliographie pour compléter et affiner les citations.
- ii) chaque citation est suivie d'une évaluation, c'est-à-dire:
  - "oui" ou "non", qui indique si nous estimons que la réglementation répond de manière adéquate à la problématique, ou
  - "-", qui indique "oui-non" ou que la question est irrelevante pour l'organisation considérée.

## A. *Indépendance des analystes*

### 1. *Chinese walls*

Sur ce point, et ce n'est pas une surprise, les réponses des régulateurs et des associations d'analystes sont unanimes. Les analystes travaillant pour la recherche doivent pouvoir agir de manière indépendante, en particulier au regard des intérêts de la banque d'investissement.

AIMR-ROS (USA), Art. 4 (a)	Firms ... must:  (a) Establish and implement effective policies and procedures that:  i. Segregate research analysts from the investment banking department; and  ii. Ensure that investment banking objectives or employees do not have the ability to influence or affect research or recommendations;	Oui
FORUM Group (EU) 5.4 p. 31	Integrated firms should bring analysts 'over the [Chinese] wall' only in specific circumstances, documented and agreed by the Compliance and Research departments. (Recommendation 15)	Oui
FSA (UK) Annex 7, point 7.16.4	A firm should therefore have in place robust internal arrangements to ensure that the ability of its investment analysts to provide clients with objective investment research is not compromised. It is the responsibility of the firm's senior management to determine the arrangements necessary to achieve this and to ensure that those arrangements operate effectively.	Oui
IOSCO (World) p. 8	Firms that employ analysts should establish written internal procedures or controls to identify and eliminate, manage or disclose actual and potential analysts' conflicts of interest.	Oui

SFAA (CH) Part 4, Rule 2	Members shall know and comply with the provisions of the laws, regulations and self-regulatory rules (...) <sup>2</sup>	Oui
SwissBanking, Rule 5 p. 4	The organizational unit responsible for financial research (hereinafter referred to as “financial research”) must be independent, from an organizational, hierarchical and functional perspective, from the unit that is responsible for issuing securities and for investment banking.	Oui
US SEC (C) NYSE p. 35 (b)(1)	Research Department personnel or any associated person(s) engaged in the preparation of research reports may not be subject to the supervision or control of the Investment Banking Department of the member or member organization.	Oui

## 2. Mesures contre les représailles

FORUM et IOSCO incluent explicitement une disposition protégeant les analystes contre les pressions des compagnies analysées. SwissBanking a une disposition qui mentionne que tous les analystes doivent être traités de manière équivalente, mais ce n’est pas à proprement parler une mesure anti-représailles. La SEC interdit aux services de la banque d’investissement de prendre des mesures contre les analystes ayant émis des avis contraire à ses intérêts, c’est-à-dire des recommandations de vente ou des avis négatifs sur une compagnie. Ce paragraphe est assez surprenant dans la mesure où si la banque d’investissement devait perdre un mandat ou être écartée d’un mandat à cause de l’avis négatif d’un analyste, ce serait certainement une mesure de représailles de la compagnie concernée. Il vaudrait dès lors mieux une disposition empêchant les firmes de prendre des mesures de représailles telles que proposées par FORUM ou par IOSCO.

AIMR-ROS (USA)		Non
FORUM Group (EU) p. 34	(...) companies should:  Not seek to influence an analyst’s recommendation or engage in retaliatory actions in the event of an unfavorable assessment.	Oui

<sup>2</sup> Cette disposition inclut les "Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière" émises par SwissBanking.

FSA (UK)		Non
IOSCO (World) Principle 5 p. 9	The undue influence of issuers, institutional investors and other outside parties upon analysts should be eliminated or managed.	Oui
SFAA (CH)	Members shall know and comply with the provisions of the laws, regulations and self-regulatory rules (...)³	-
SwissBanking Rule 25 p. 10	Any bank that rates a company (...), shall advise the company in an appropriate manner of its duty to treat all financial analysts who wish to or are considering preparing research reports, equally, from a temporal and content point of view.	-
SEC (Release No. 34-48252) Comment	The amendments prohibit firms engaged in investment banking activities from directly or indirectly retaliating, or threatening to retaliate, against a research analyst who publishes a research report or makes a public appearance that may adversely affect the member's present and prospective investment banking relationship.  ( <a href="http://www.sec.gov/news/extra/sroanalysts-facts.htm">www.sec.gov/news/extra/sroanalysts-facts.htm</a> )	-

## ***B. Formation des analystes***

Seuls les régulateurs ont les moyens juridiques d'imposer une formation minimale aux analystes. Tant la SFAA que l'AIMR offrent des qualifications pour les analystes financiers et il est évident qu'elles les soutiennent, même si elles ne vont pas proposer que leurs examens deviennent obligatoires pour les analystes financiers.

Le FORUM Group, la FSA, IOSCO et la SEC ont choisi de traiter la question. En ce qui concerne le FORUM Group, il ne s'agit que d'un encouragement, accompagné d'une liste de qualifications qui pourraient être reconnues par l'Union Européenne, dont les qualifications proposées par la European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS) à laquelle appartient la SFAA. La FSA attend la directive européenne avant de prendre position. Toutefois, il faut savoir que la FSA réglemente les formations nécessaires pour exercer dans le domaine financier, et que la profession d'analyste financier ne fera pas exception. Pour IOSCO, il s'agit d'une recommandation. La SEC a décidé d'enregistrer les

<sup>3</sup> Cette disposition inclut les "Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière" émises par *SwissBanking*.

analystes financiers, de mettre en place un examen obligatoire et de s'assurer qu'ils reçoivent une éducation continue.

SwissBanking n'a pas abordé cette question.

AIMR-ROS (USA)		-
FORUM Group (EU) 7.3 p. 49  p. 50	<p>Competent research analysts are an essential element in preserving market integrity and investor confidence.</p> <p>The Group encourages both the activities of, and the qualifications offered by, relevant professional analysts bodies operating within Member States (...).</p> <p>Analysts should receive on-going training in market practice and in relevant regional laws and regulation.</p>	Oui
FSA (UK) 3.20 p. 14	<p>Standards of conduct and competence for analysts are important issues. (...) As noted in paragraph 3.12, the inclusion of financial research and analysis as an ancillary activity in the revised ISD could lead to further considerations at EU level on how that activity should be regulated.</p>	Oui
IOSCO (World) p. 10  p. 11	<p>Requiring analysts to take periodic examinations designed to test analysts' knowledge of their legal and ethical duties.</p> <p>Require analysts to disclose their professional credentials in research reports.</p>	Oui
SFAA (CH)		-
SwissBanking		Non
SEC (Release No. 34-48252) p. 23	<p>The rules impose additional registration, qualification, and continuing education requirements on research analysts. The amendments establish a new registration category and require a qualification examination for research analysts.</p> <p>(<a href="http://www.sec.gov/news/extra/sroanalysts-facts.htm">www.sec.gov/news/extra/sroanalysts-facts.htm</a>)</p>	Oui

## C. *Communication claire des recommandations*

### 1. **Communication des méthodes d'évaluation**

Afin d'éviter l'utilisation de méthodes d'évaluation ad hoc qui peuvent amener à des évaluations beaucoup trop élevées des sociétés et par conséquent à des recommandations d'achat trompeuses pour l'investisseur, le régulateur a la possibilité d'indiquer quelles caractéristiques les méthodes d'évaluation devraient avoir pour pouvoir servir de base à des recommandations. On voit dans le tableau ci-dessous que la SEC de même que la SFAA et l'AIMR limitent les méthodes d'évaluation utilisables à celles qui sont raisonnables et fiables, et mentionnent expressément la notion de risque associé à un investissement. SwissBanking exige la publication de la méthode utilisée sans pour autant la caractériser, IOSCO se limite à une discussion des hypothèses du modèle utilisé et les européens ne traitent pas cette question.

AIMR-ROS (USA) Art. 3 p. 7	Firms must require research reports and recommendations to have a basis that can be substantiated as reasonable and adequate.	Oui
FORUM Group (EU)		Non
FSA (UK)		Non
IOSCO (World) p. 11	Requiring analysts to include in their research report a discussion of the assumptions underlying their recommendations and a sensitivity analysis (...)	-
SFAA (CH) Part 4, p. 17, 1	Members shall use reliable and recognized analysis methods. Their investment recommendations shall rely on a synthesis of risk and return, assessed on both a quantitative and a qualitative basis.	Oui
SwissBanking Rule 35 p. 13	Banks must publish the basic methodology used for their financial research in a generally accessible and regularly updated form.	Oui
SEC NYSE, Rule 472, (k)(2)(ii)	The valuation method used, and any price objectives must have a reasonable basis and include a discussion of risks.	Oui

## 2. Communication du système de rating

En ce qui concerne l'utilisation d'un système de rating transparent et robuste, il y a un accord général des régulateurs et des associations professionnelles d'analystes. Les recommandations devraient à l'avenir être plus consistantes. Cependant, seule l'AIMR et dans une moindre mesure la SFAA indiquent clairement ce qu'est un système de rating consistant.

<p>AIMR-ROS (USA) Art 11 p. 10  (a)  (b)  p. 18</p>	<p>Firms must establish a rating system that:  Is useful for investors and for investment decision-making; and  Provide investors with information for assessing the suitability of the security to their own unique circumstances and constraints.  Recommendation or rating categories may be absolute (e.g. buy, hold, sell) or relative (e.g. market outperform, neutral or underperform). If the recommendation categories are relative, the firm should clearly identify the relevant benchmark, index or objective.</p>	<p>Oui</p>
<p>FORUM (EU) 5.12 p. 45</p>	<p>(...) rating or recommendation system should provide investment clients with basic information on the methodology followed and the interpretation to be given to the terms used.</p>	<p>Oui</p>
<p>FSA (UK) Anne x 7, p. 11  p. 12, (e)  IOSCO (World) p. 11</p>	<p>A firm that publishes investment research must take reasonable steps to ensure that the investment research:  contains a clear and unambiguous explanation of the rating or recommendation system used;  Requiring analysts to define the terms they use by making recommendations</p>	<p>Oui    Oui</p>
<p>SFAA (CH) Rule 8, 2, p. 17</p>	<p>Members shall explain the meaning of the terms used. In particular, they shall inform the investors of the approach adopted (absolute or relative to a reference index) and of the investment horizon.</p>	<p>Oui</p>

SwissBanking Rule 35 p. 13	Banks (...) must take care when formulating their investment and financial recommendations and their ratings to use clear and understandable language.	Oui
SEC (SR-NASD-2002-21) p. 43, (h)(4)	A member must define in its research reports the meaning of each rating used by the member in its rating system. The definition of each rating must be consistent with its plain meaning.	Oui

### 3. Fin de la couverture

Lorsqu'un institut financier décide de ne plus analyser une entreprise, il s'agit d'une information qu'il est essentiel de communiquer aux investisseurs. Ce n'est quasiment jamais une bonne nouvelle pour l'entreprise et pour les investisseurs.

A l'exception de FORUM et de SwissBanking, les autres organisations exigent au minimum d'avertir les investisseurs en cas de cessation de couverture, éventuellement de produire un rapport final (AIMR, SEC).

AIMR-ROS (USA) p. 15, rule 8	When coverage of a subject company is being discontinued, firms should require the research analyst to issue a "final" research report that includes a recommendation. The final report should clearly explain the reason for discontinuing coverage.	Oui
FORUM Group (EU)		Non
FSA (UK) Annex 7, 7.16.15	Notifying clients of discontinuance of coverage	Oui
IOSCO (World)		
SFAA (CH) Part 4, 3.A, p. 9	Should an analyst or his employer no longer carry out an ongoing analysis, the recipients of prior research reports should be informed that the research will not be updated.	Oui
SwissBanking		Non

US SEC (Release No. 34-48252) Comment	The rules require that firms disclose to customers in a final report that it is terminating research coverage of an issuer that is the subject of a research report. <a href="http://www.sec.gov/news/extra/sroanalysts-facts.htm">www.sec.gov/news/extra/sroanalysts-facts.htm</a>	Oui
---------------------------------------	--	-----

## ***D. Transparence et contrôle de l'analyse financière***

### **1. Devoir d'annonce des conflits d'intérêts**

Toutes les organisations imposent d'annoncer les conflits d'intérêts lors de la publication de rapports d'analyse.

AIMR-ROS (USA) Art. 10 p. 10	Firms must provide full and fair disclosure of all conflicts of interest to which the firm or its covered employees are subject.	Oui
FORUM Group (EU) 5.5 p. 32	It is essential, however, that all conflicts situations that cannot be adequately avoided or prevented are appropriately managed, including via disclosure. Any disclosure must be meaningful and readily understandable by investors.	Oui
FSA (UK) Annex 7, 7.16.13	Disclosure of conflicts in investment research	Oui
IOSCO (World) Principle 6 p. 9	Disclosure of actual and potential conflicts of interest should be complete, timely, clear, concise, specific and prominent.	Oui
SFAA (CH) Part 4, Rule 4, p. 10	Members have to disclose any fact affecting their objectivity and their independence.	Oui
SwissBanking Rule 22 p. 8	Any (...) potential conflicts of interest must be disclosed in any publication of research reports, unless the bank chooses not to prepare such reports.	Oui
SEC (SR-NYSE-2002-49) Point k p. 41	Disclosures Required in Research Reports and Public Appearances	Oui

## 2. Graphique de prix et recommandations, statistique sur l'utilisation des ratings

Il s'agit sans aucun doute de la pierre angulaire de tous les dispositifs permettant aux investisseurs de se faire une idée raisonnable de la pertinence des recommandations des analystes et de la politique de l'institut financier. En ce qui concerne la représentation graphique du cours de l'action et des recommandations associées, il faut bien comprendre qu'il s'agit d'une recommandation en valeur absolue. En d'autres termes, un bon analyste recommande à l'achat une action dont le cours monte et à la vente une action dont le cours baisse. Si son mandat est en termes relatifs, ce graphique devrait inclure en plus du cours de l'action le benchmark de l'analyste. Dans ce cas, un bon analyste émet une recommandation d'achat lorsque le titre monte davantage ou baisse moins que le benchmark. Il émet une recommandation de vente lorsque le titre monte moins ou baisse plus que le benchmark.

En ce qui concerne la distribution des ratings, il est tout aussi essentiel de connaître le mandat de l'analyste. En effet, si le mandat est en termes absolus, 100% de recommandations de vente signifient que l'analyste est haussier sur tous les titres de sa liste. Par contre, si le mandat est en termes relatifs, 100% de recommandations d'achat n'ont aucun sens et peuvent induire l'investisseur en erreur.

Comme on le voit ci-dessous, l'AIMR, la FSA, IOSCO, la SFAA et la SEC ont prévu des dispositions détaillées pour communiquer ces informations aux investisseurs. En revanche, FORUM et SwissBanking n'ont rien prévu. On peut lire dans US SEC (B), p. 24, "As a result, the Commission finds that the disclosures relating to ratings distributions and price charts should help perfect the mechanism of a free and open market, and protect investors and the public interest...". C'est un dispositif crucial pour informer et protéger l'investisseur.

<p>AIMR-ROS (USA) p. 17, Price chart, price target</p> <p>Distribution of ratings</p>	<p>Firms should provide information about prices of the securities of the subject company. ... Firms should also provide information in connection with these price charts that identifies ratings and the dates of rating changes ...</p> <p>Firms should provide appropriate statistical or other quantitative and qualitative presentations of information about their recommendations or ratings.</p>	<p>Oui</p>
<p>FORUM (EU)</p>		<p>Non</p>
<p>FSA (UK)</p>	<p>A firm that publishes investment research must take</p>	<p>Oui</p>

<p>Annex 7, p. 11</p> <p>Price chart, p. 12, (f)</p> <p>Distribution of ratings, p. 12, (g)</p>	<p>reasonable steps to ensure that the investment research:</p> <p>Includes (...) a line graph of the performance of that investment for the period that the firm has given a rating or recommendation or for a three-year period (whichever is shorter), indicating the dates on which the firm assigned or changed (...)</p> <p>specifies by percentage the distribution of different ratings and recommendations in the investment research (...)</p>	
<p>IOSCO (World)</p> <p>Price chart and Price target p. 11</p> <p>Distribution of ratings p. 11</p>	<p>Requiring analysts to disclose a comparison of the target price forecasted in the past versus the actual price of a covered securities over a period of time from the date of the forecast;</p> <p>Requiring analysts to disclose a breakdown comparison (in percentage or proportion terms) of the number of the different types of recommendations (e.g. “buy”, “hold”, or “sell”) they make over a given time period.</p>	Oui
<p>SFAA (CH)</p> <p>ISfA p. 8-10</p> <p>ISfA p. 16-17, 2.5</p>	<p>See Recommendation definition, types, date, interpretation and market recommendations.</p> <p>See Presentation and Reporting</p>	Oui
<p>SwissBanking</p>		Non
<p>US SEC (SR-NASD-2002-21)</p> <p>Price chart. p. 44, (h)(7)</p> <p>Price target</p>	<p>A member must present in any research report concerning equity security on which the member has assigned any rating (...) The line graph must:</p> <p>(A) indicate the dates on which the member assigned or changed each rating or price target;</p> <p>(...)</p> <p>A member must disclose in research reports the valuation methods used to determine a price target. Price targets must</p>	Oui

Distribution of ratings p. 43, (h) (5)	have a reasonable basis (...)  (A) Regardless of the rating system that a member employs, a member must disclose in each research report the percentage of all securities rated by the member to which the member would assign a “buy”, “hold/neutral” or “sell” rating.	
---	--	--

## *E. Alignement des intérêts des analystes avec ceux des investisseurs*

### **1. Investissement personnel par les analystes**

AIMR, FORUM, IOSCO, SFAA et la SEC autorisent les analystes à investir dans les titres qu’ils suivent. Par conséquent:

- ils imposent un délai avant et après la parution d’un rapport d’analyse pendant lequel l’analyste ne peut pas faire d’opérations;
- ils interdisent à l’analyste de faire des investissements contraires à ses recommandations.

La FSA préférerait que les analystes ne fassent pas d’opérations, mais la question n’est pas tranchée. SwissBanking a interdit aux analystes de faire des transactions sur les titres qu’ils suivent. Comme il peut être argumenté raisonnablement que l’interdiction faite aux analystes d’effectuer des transactions ne prêterait pas les investisseurs, nous ne pénalisons pas la FSA ou SwissBanking par une mention "Non". Par contre, comme nous considérons favorable pour les investisseurs que les analystes investissent dans le même sens que leurs recommandations, nous maintenons une mention "Oui" pour les organisations qui l’autorisent dans les conditions mentionnées précédemment.

AIMR-ROS (USA) Art. 7:	no front running  no trades contrary to, or inconsistent with, the firm’s most recent published recommendations or ratings	Oui
FORUM Group (EU) 5.7. p. 35-36	Either a) analysts should not own securities in sectors on which they are producing research; or	Oui

	b) (...) their employers should have in place effective written policies covering such activities (...)	
FSA (UK) 4.21 p. 20	Our preferred approach would be to prohibit analysts from dealing both in the securities of the companies they covered (...)	-
IOSCO (World) 1 p. 4	Prohibiting analysts from trading in securities or related derivatives of an issuer they review in a manner contrary to their outstanding recommendations (...)  Requiring analysts or firms employing the analysts to publicly disclose if the analysts have investment positions (...) in issuers that the analysts review.	Oui
SFAA (CH) Rule 5  point B, part 4, p. 14	Analysts (...) have to abstain from dealing in the last ten (10) days before publication. They have to wait two (2) trading days before undertaking personal investment transactions in the securities covered by a research report.  (...) Analysts are prohibited from making any personal investment transaction that contradicts their latest research report.	Oui
SwissBanking Rule 33, p. 12	A financial analyst may not acquire for his/her account any securities that he/she researches (...).	-
US SEC (SR- NASD-2002-21)  Point I p. 14 (2)  Point I p. 14 (3)	The proposal prohibits analysts and their household members from:  Trading in recommended securities thirty days prior and five days after issuance of a research report or a change in rating or price target;  Trading in a manner contrary to the analyst's recommendation	Oui

## 2. Alignement de la rémunération des analystes sur la qualité de leurs recommandations

La SEC et l'AIMR exigent que la performance des recommandations constitue un critère dans la rémunération de l'analyste. FORUM recommande qu'afin de renforcer l'objectivité des analystes, la performance de leurs recommandations soit considérée dans leur rémunération.

En revanche, la FSA, IOSCO et les organisations suisses ne mentionnent pas de lien entre la performance des recommandations et la rémunération des analystes.

AIMR-ROS (USA) Art 5.0 (a)	Align compensation with the quality of the research and the accuracy of the recommendations over time	Oui
FORUM (EU) 5.8 p. 36  p. 37	In order to reinforce the objectivity of analysts, the Group suggests that, in determining the analysts' remuneration, firms should consider the performance of their recommendations (...)  Consideration should be given to the objective measurement of research-related performance.	Oui
FSA (UK)		Non
IOSCO (World)		Non
SFAA (CH)		Non
SwissBanking		Non
US SEC (SR- NYSE-2002-49) p. 40, (h)(2)  p. 40, (h)(2)ii.	An associated person's compensation must be reviewed and approved at least annually (...) The committee must (...) consider the following factors:  The correlation between the associated person's recommendations and stock price performance;	Oui

## V. Synthèse et conclusion

### A. Tableau récapitulatif

Le tableau ci-dessous résume les réponses en relation avec une meilleure information des investisseurs.

	AIMR	FORUM	FSA	IOSCO	SFAA	Swiss-Banking	SEC
<b>Indépendance des analystes</b>							
<i>Chinese walls</i>	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Mesures anti-représailles	Non	Oui	Non	Oui	-	-	-
<b>Formation des analystes</b>							
	-	Oui	Oui	Oui	-	Non	Oui
<b>Communication claire des recommandations pour l'investisseur</b>							
Méthodes d'évaluation	Oui	Non	Non	-	Oui	Oui	Oui
Système de rating robuste	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Fin de la couverture	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui
<b>Transparence et contrôle de l'analyse financière</b>							
Annonce des conflits d'intérêts	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Graphique des cours et recommandations, statistiques des ratings	Oui	Non	Oui	Oui	Oui	Non	Oui
<b>Alignement des intérêts des analystes avec ceux des investisseurs</b>							
Investissement personnel	Oui	Oui	-	Oui	Oui	-	Oui
Aligner la rémunération sur la performance des recommandations	Oui	Oui	Non	Non	Non	Non	Oui
<b>Total</b>							
Oui	8	7	6	7	7	4	9
Non	1	3	3	2	1	4	0
-	1	0	1	1	2	2	1

### B. Commentaire

Dans la perspective d'un investisseur qui utilise les résultats de l'analyse financière pour décider de ses investissements, que ce soit les rapports d'analyse ou les recommandations, la

situation s'est notablement améliorée. Comme en témoigne le tableau ci-dessus, il a maintenant des garanties d'objectivité qui n'existaient pas encore récemment:

- les *Chinese walls*, qui garantissent que les services d'analyse ne sont plus subordonnés à d'autres intérêts des instituts financiers, que ce soit la banque d'investissement ou le brokerage;
- la communication de ratings clairs, dont la signification correspond au sens commun des termes utilisés (Système de rating robuste);
- l'annonce systématique des conflits d'intérêts résiduels (Annonce des conflits d'intérêts).

A ce stade, il est regrettable que la majorité des régulateurs ne proposent pas de mesures efficaces contre les représailles des compagnies qui sont proposées à la vente par les analystes. On sait en effet qu'il est très difficile de maintenir des contacts de qualité et d'obtenir des réponses pour un analyste qui a donné un rating négatif à une firme. Or, au-delà des chiffres, au-delà des modèles financiers utilisés pour analyser une société, les contacts avec le management, le *chief financing officer* (CFO) ou le responsable des *investor relations* (IR) restent déterminants pour évaluer la stratégie d'une entreprise ou la qualité de son management. Il est bien évident qu'un analyste hésitera avant de donner un rating négatif s'il sait qu'il risque des mesures de rétorsion.

La formation ne garantit pas qu'un analyste crée de la valeur. Elle peut cependant garantir que l'analyste connaît les méthodes comptables, l'économie, la finance d'entreprise et les méthodes d'évaluation qui permettent d'évaluer rigoureusement une entreprise. A l'exception de SwissBanking, tous les régulateurs s'en préoccupent et c'est très positif.

Les rapports d'analyse incluent le plus souvent la méthode et les hypothèses sur lesquels les prévisions de cours et de bénéfice d'une action ainsi que la recommandation sont basées. Ils sont cependant généralement à la disposition d'un public d'investisseurs professionnels, qui est d'ailleurs le seul à avoir la capacité de bien les comprendre. En ce qui concerne un public plus large, la communication de la méthode utilisée peut certes avoir une certaine utilité, mais c'est surtout la notion de risque lié aux hypothèses de la méthode qui comporte une information déterminante et qui devrait être communiquée.

Comme on l'a déjà mentionné, la fin de la couverture d'une société par un institut financier a un contenu informationnel très significatif pour le possesseur d'actions de la société ou un investisseur potentiel. Les raisons pour lesquelles un institut décide d'arrêter la couverture devraient au minimum être communiquées à la communauté financière. FORUM, IOSCO ou SwissBanking auraient dû aborder cette question explicitement.

Si tous les instituts financiers ont l'obligation de communiquer leurs recommandations en langage clair, l'obligation aurait dû être faite lorsqu'ils utilisent des systèmes de ratings

relatifs ("*overweight*", "*underweight*", etc.) de communiquer l'index ou le benchmark par rapport auquel le rating est basé. Seuls l'AIMR et la SFAA leur imposent cette obligation.

La communication d'un graphique du cours d'une action et des recommandations qui lui ont été associées comporte une information significative pour un investisseur. Si les recommandations sont émises en termes relatifs, il faudrait ajouter le cours du benchmark pour interpréter la valeur ajoutée des recommandations. Si les organismes anglo-saxons et la SFAA soutiennent cette disposition, FORUM et SwissBanking ne l'ont pas intégrée dans leur dispositif. C'est pourtant une information facile à présenter et très explicite pour les investisseurs, même si le passé n'est jamais une garantie pour l'avenir en cette matière. Quant à la présentation statistique de l'usage qui est fait des ratings par un institut financier, elle est tout simplement indispensable. En effet, le contenu informatif d'une recommandation d'achat est différent si l'on sait que l'institut financier émet 50% de recommandations d'achat et 50% de recommandations de conservation (*hold*), ou s'il émet 25% de recommandations d'achat, 50% de "*hold*" et 25% de vente. L'investisseur devrait être en mesure de comprendre la politique de l'institut financier pour interpréter le sens d'une recommandation.

A l'exception de SwissBanking et de la FSA (qui le souhaite mais ne l'a pas décidé), les régulateurs autorisent les analystes à faire des transactions sur les titres qu'ils analysent à conditions qu'ils ne fassent pas de *front running* et aucune transaction qui contredise leurs recommandations. Comme on peut le concevoir aisément, les associations d'analystes défendent les restrictions proposées et s'opposent à une interdiction totale de faire des transactions. Si l'on se place exclusivement dans la perspective de l'employeur, on peut comprendre une interdiction qui économise le coût du système de compliance nécessaire pour surveiller les transactions effectuées par les analystes. Si l'on se place dans la perspective de l'investisseur, une telle interdiction apparaît plus difficile à justifier. Dès lors que les conditions restrictives placées par la majorité des régulateurs sont observées, on voit mal quel dommage pourrait résulter pour l'investisseur. Au contraire, on voit bien l'intérêt de savoir que si l'analyste investit, ce sera dans le sens de ses recommandations. Avant de pouvoir vendre ses propres titres, il n'est pas négatif de savoir qu'il devra préalablement émettre une recommandation de vente.

Pour aligner les intérêts des analystes avec ceux des investisseurs, un lien entre la mesure de la performance des recommandations des analystes et leur rémunération est sans aucun doute une excellente mesure. Elle n'a malheureusement été prise que par la SEC et par l'AIMR et dans une moindre mesure par FORUM. C'est particulièrement regrettable que la FSA qui propose d'interdire toute transaction aux analystes (le projet est en consultation) et SwissBanking qui l'a décidé ne soutiennent pas un système qui peut facilement servir de substitut aux transactions des analystes. Du point de vue des analystes, il est en effet indifférent qu'ils soient rémunérés en partie par la valeur ajoutée de leurs propres

transactions ou par celles de leurs recommandations. Du point de vue des investisseurs, l'introduction d'un système de mesure de la performance des recommandations facilite une plus grande transparence et une meilleure communication, alors que le lien entre la valeur ajoutée des analystes et leur rémunération représente une meilleure sécurité et une plus grande garantie d'indépendance. A terme, l'analyse financière ne pourrait qu'en bénéficier.

De ce survol de la réglementation et de l'auto-réglementation, il apparaît qu'en matière de protection et d'information de l'investisseur, la réglementation de SwissBanking n'est pas optimale. Bien entendu, on peut discuter de telle ou telle mesure, mais qui peut sérieusement douter de l'intérêt de:

- protéger les analystes contre de possibles mesures de représailles;
- demander aux instituts financiers qui émettent des recommandations en termes relatifs de définir par rapport à quel benchmark elles sont formulées;
- demander aux instituts financiers qui arrêtent de couvrir un titre d'en informer les investisseurs;
- montrer un "track record" des recommandations effectuées dans le passé;
- montrer l'usage qui est fait des ratings par l'institut financier.

Si le régulateur suisse a beaucoup fait pour l'indépendance des analystes, il a été peu préoccupé, à l'exception des conflits d'intérêts, de l'information aux investisseurs. Or, c'est l'élément central qui déterminera l'amélioration de la qualité de l'analyse financière et de son utilisation correcte par les investisseurs.

## **Bibliographie**

AIMR-ROS, 2003, *AIMR Research Objectivity Standards* ([www.aimr.org](http://www.aimr.org))

FORUM Group, 4.9.03, *Financial Analysts: Best practices in an integrated European financial market* ([www.effas.com](http://www.effas.com))

FSA February 2003, *Conflicts of Interest: Investment Research and Issues of Securities* ([www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk))

IOSCO 25.9.03, *IOSCO Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analysts Conflicts of Interest* ([www.iosco.org](http://www.iosco.org))

ISfA, 10.4.03, *Information Standard for Analysts* ([www.isfa.ch](http://www.isfa.ch))

NCCR FINRISK, ICMB, September 2003, *Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: What Should We Do About Them?*, by Andrew Crockett, Trevor Harris, Frederic Mishkin, Eugene White ([www.nccr-finrisk.unizh.ch](http://www.nccr-finrisk.unizh.ch), unpublished paper)

SFAA June 2002, *Handbook of Best Practices, Part 4: Comments on the Rules of Conduct and Fundamental Principles of Professional Ethics* ([www.sfaa.ch](http://www.sfaa.ch))

SwissBanking 24.1.03, *Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière* ([www.swissbanking.org](http://www.swissbanking.org))

Securities and Exchange Commission, NASD, February 8, 2002, Proposed Rule Regarding Research Analyst Conflicts of Interest, SR-NASD-2002-21 ([www.nasdr.com](http://www.nasdr.com))

Securities and Exchange Commission, NYSE, NASD, May 10, 2002, NASD and NYSE Rulemaking, Release No. 34-45908 ([www.sec.gov/rules/sro.html](http://www.sec.gov/rules/sro.html))

Securities and Exchange Commission, NYSE, May 16, 2003, Proposed Rule Change by New York Stock Exchange, Inc., SR-NYSE-2002-49, Rules 472, 351, 344 and 345A ([www.nyse.com](http://www.nyse.com))

Securities and Exchange Commission, NYSE, NASD, July 29, 2003, NASD and NYSE Rulemaking, Release No. 34-48252 ([www.sec.gov/rules/sro.html](http://www.sec.gov/rules/sro.html))