

Januar 2008

Richtlinien zur Sicherstellung  
der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Directives visant à garantir  
l'indépendance de l'analyse financière

Directives on the  
Independence of Financial Research

**Richtlinien zur Sicherstellung  
der Unabhängigkeit der Finanzanalyse**

# Inhaltsverzeichnis

Präambel.....	3
1. Allgemeine Bestimmungen .....	4
2. Grundsätze für die interne Organisation.....	5
2.1 Verhältnis zur Emissionsabteilung bzw. zum Investment Banking .....	5
2.2 Verhältnis zu Wertschriftenhandel (inkl. Eigenhandel) und Verkauf (Sales).....	7
2.3 Verhältnis zur Kreditabteilung.....	9
2.4 Beteiligungen der Bank .....	10
3. Grundsätze für das Aussenverhältnis.....	11
3.1 Verhältnis zum Bankkunden.....	11
3.2 Verhältnis zur analysierten Gesellschaft .....	12
3.3 Eigengeschäfte des Finanzanalysten .....	15
4. Schlussbestimmungen .....	16
5. Glossar .....	17

## **Präambel**

Die nachfolgenden Richtlinien sind vom Verwaltungsrat der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) erlassen worden, um die Unabhängigkeit der Finanzanalyse sicherzustellen. Dabei geht es unter anderem darum, mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Ausarbeitung von Finanzanalysen zu vermeiden, zu begrenzen oder mindestens deren Offenlegung zu erwirken. Nebst der Schaffung entsprechender Transparenz soll grundsätzlich die Gleichbehandlung der Empfänger von Finanzanalysen sichergestellt werden. Kunden, die ihre Anlageentscheide u.a. aufgrund von Empfehlungen von Finanzanalysten treffen, sollen sich darauf verlassen können, dass diese ihre Analysen unvoreingenommen und nach bestem Wissen und Können durchführen.

Die übergeordnete Zielsetzung besteht darin, durch die Erhaltung bzw. Stärkung des Vertrauens der Anleger in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts die Reputation der Finanzanalyse auf dem Finanzplatz Schweiz bzw. die Reputation des Finanzplatzes als Ganzes zu bewahren und stärken.

Die Richtlinien bezwecken keine Vereinheitlichung interner Strukturen und Prozesse bei den Banken. Diese sind in der Ausgestaltung der Umsetzung frei, sofern sie die in den Richtlinien festgelegten Mindestanforderungen erfüllen.

Die Richtlinien gelten als Standesregeln. Sie haben zumindest keine direkte Auswirkung auf das zivilrechtliche Verhältnis zwischen der Bank und ihren Kunden. Dieses Verhältnis stützt sich auf die gesetzlichen Vorschriften sowie auf die jeweiligen vertraglichen Vereinbarungen zwischen Bank und Kunden.

## 1. Allgemeine Bestimmungen

1. Finanzanalysten im Sinne der vorliegenden Richtlinien sind Mitarbeiter von Banken oder Effekthändlern (nachfolgend als „Banken“ bezeichnet), die an der Erarbeitung und Festlegung von nach aussen publizierten Research-Berichten (insbesondere Anlage- und Finanzempfehlungen) der Bank beteiligt sind. Insbesondere fallen sowohl sogenannte Buy-Side-Analysten als auch Sell-Side-Analysten in den Geltungsbereich dieser Richtlinien. Die Richtlinien gelten für Analysten im primären und im sekundären Research. Ferner finden die vorliegenden Richtlinien Anwendung auf Analysten sowohl in den Bereichen Equities als auch Fixed-Income (Zinspapiere). Der Finanzanalyst darf die Bestimmungen der vorliegenden Richtlinien nicht durch Transaktionen über Dritte, wie beispielweise Mitglieder seines Haushaltes oder andere ihm nahestehende Personen, umgehen.
2. Anlage- und Finanzempfehlungen, die ausschliesslich bank-internen Zwecken dienen (z.B. Portfolio- und Risikomanagement, Eigenhandel) und nicht an Kunden abgegeben werden oder einem breiteren Publikum (z.B. durch Publikation auf Intranet- oder Internet-Seiten) zugänglich gemacht werden, fallen nicht in den Geltungsbereich dieser Richtlinien. Die Angabe von Kurszielen fällt in den vorliegenden Richtlinien ebenfalls unter den Begriff der Empfehlung. Die Richtlinien gelten auch für ausführliche Interviews und Äusserungen von Finanzanalysten in Printmedien.
3. Die Richtlinien gelten für in der Schweiz domizilierte Banken. Die Banken dürfen ihre ausländischen Zweigniederlassungen und ihre ausländischen, im Bank- und Finanzbereich tätigen Konzerngesellschaften nicht dazu missbrauchen, diese Richtlinien zu umgehen.
4. Die Richtlinien belassen jeder Bank das Recht, über beliebige Gesellschaften Analysen anzufertigen oder anfertigen zu lassen. Dabei sind die vorliegenden Grundsätze zu berücksichtigen. Ist trotz Einhaltung dieser Grundsätze im Einzelfall ein Interessenkonflikt für die Finanzanalyse nicht

auszuschliessen bzw. nicht befriedigend lösbar, so verzichtet die Bank auf die Veröffentlichung von Research-Berichten zur betroffenen Gesellschaft.

## **Kommentar**

Die Behandlung der Technischen Analyse (Chartanalyse) sowie reiner „Empfehlungslisten“ u.ä. wird in Zirkular 7258 vom 15.5.2003 geregelt.

Gemäss Grundsatz 2 gelten die Richtlinien auch für „analyse-ähnliche“ Äusserungen von Finanzanalysten in Printmedien. Dabei gilt eine Äusserung als „analyse-ähnlich“, wenn davon auszugehen ist, dass sie vom Publikum als Analyse (bzw. Resultat einer solchen) wahrgenommen wird.

Im Zusammenhang insbesondere mit Grundsatz 3 wird auf die Präzisierung des allgemeinen Geltungsbereichs in Zirkular 7410 vom 3.6.2005 verwiesen.

## **2. Grundsätze für die interne Organisation**

### **2.1 Verhältnis zur Emissionsabteilung bzw. zum Investment Banking**

5. Die Organisationseinheit, die für die Finanzanalyse verantwortlich ist (nachfolgend „Finanzanalyse“ genannt), muss organisatorisch, hierarchisch, funktional und räumlich von der Einheit getrennt sein, die für Emissionsgeschäft und Investment Banking verantwortlich zeichnet.
6. Die Entlohnung der Finanzanalysten darf nicht vom Erfolg (Umsatz- oder Performance-Ziel) einer oder mehrerer spezifischer Transaktion(en) der Emissionsabteilung bzw. des Investment Banking abhängig sein.
7. Wenn die Entlohnung der Finanzanalysten auf den Erfolg von Emissionsabteilung bzw. Investment Banking insgesamt abstellt, so ist dies in Studien und Empfehlungen offen zu legen.

8. Die Emissionsabteilung bzw. das Investment Banking einer Bank und die Finanzanalyse müssen so organisiert sein, dass zwischen ihnen grundsätzlich keine privilegierten („material, non-public“) Informationen fließen, die nicht gleichzeitig den Kunden der Bank zur Verfügung stehen (Chinese Walls). Für den Ausnahmefall, dass solche Informationen trotzdem ausgetauscht werden, ist die vorgängige Zustimmung der für die Compliance verantwortlichen Stelle der Bank (nachfolgend „Compliance-Stelle“ genannt) notwendig. Diese stellt insbesondere sicher, dass der Informationsaustausch im Rahmen eines geregelten Prozesses erfolgt. Dabei müssen negative Folgen von Interessenkonflikten eliminiert werden.

### **Kommentar**

Finanzanalysten der Bank, die oft auch über das Pricing einer Emission mitentscheiden, dürfen nicht veranlasst werden, eine Gesellschaft günstiger zu beurteilen, als sie dies von sich aus tun würden. Ebenfalls muss sichergestellt sein, dass Finanzanalysten und andere Personen, die an der Vorbereitung einer Emission direkt beteiligt sind und dabei Zugang zu kursrelevanten, (noch) nicht öffentlichen Informationen („material, non-public“) haben, daraus keine Vorteile ziehen.

9. Ein Vorkauf von zu emittierenden Titeln durch Analysten oder andere Mitarbeiter der Bank, die möglicherweise von der Emission eines Titels profitieren, ist nicht zulässig.

### **Kommentar**

Dieser Grundsatz soll Vorkäufe, insbesondere durch Analysten, verhindern. Hingegen dürfen Analysten wie alle anderen Anleger im Rahmen der betroffenen Emission neue Titel zeichnen.

10. Research-Berichte dürfen vor deren Publikation weder zur Bewilligung noch zur vollständigen Einsichtnahme an die Investmentbanking-Abteilung verschickt werden. Der

Finanzanalyst darf die Investmentbanking-Abteilung lediglich zur Überprüfung von Fakten mündlich oder schriftlich kontaktieren. Die diesbezügliche Kommunikation muss unter Einbezug der Compliance-Stelle bzw. gemäss einem von dieser genehmigten Prozess erfolgen und schriftlich festgehalten werden.

11. Finanzanalysten dürfen nicht veranlasst werden, Research-Berichte mit vordefiniertem Resultat zu verfassen, sondern müssen in jedem Fall zu einem unabhängigen Ergebnis gelangen können.
12. In publizierten Research-Berichten hat die Bank offenzulegen, ob sie während der letzten 12 Monate bei Emissionen im Auftrag der analysierten Gesellschaft mitgewirkt hat.

### **Kommentar**

Die Offenlegung der Beziehung zum Emittenten umfasst lediglich Tatbestände, die im Rahmen von erbrachten Leistungen für Emissionen öffentlich sind. Soweit sie dies nicht sind, kann eine Offenlegung nur nach ausdrücklicher Zustimmung durch den Emittenten erfolgen (Art. 47 BankG). Als Mitwirkung bei einer Emission gelten auch Beratungsmandate.

## **2.2 Verhältnis zu Wertschriftenhandel (inkl. Eigenhandel) und Verkauf (Sales)**

13. Die Finanzanalyse muss organisatorisch, hierarchisch und funktional von den Einheiten getrennt sein, die für den Wertschriftenhandel (inkl. Eigenhandel) und den Verkauf verantwortlich zeichnen.
14. Die Entlohnung der Finanzanalysten darf nicht vom Erfolg (Umsatz- oder Performance-Ziel) einer oder mehrerer spezifischer Transaktion(en) des Wertschriftenhandels (inkl. Eigenhandel) bzw. des Verkaufs abhängig sein.
15. Wenn die Entlohnung der Finanzanalysten auf den Erfolg des Wertschriftenhandels (inkl. Eigenhandel) bzw. des



**Verkaufs insgesamt abstellt, so ist dies in Studien und Empfehlungen offen zu legen.**

## **Kommentar**

Finanzanalysten sollen nicht im Interesse des Wertschriftenhandels bzw. Verkaufs unfundierte Kaufs- und Verkaufsempfehlungen abgeben können. Auch darf der Eigenhandel nicht unter unstatthafter Mithilfe der Analysten seine Positionen optimieren. Ein solches unzulässiges Verhalten liegt zum Beispiel dann vor, wenn der Eigenhandel Titel auf Empfehlung der Analysten kauft, bevor die Bankkunden über die entsprechende Empfehlung informiert wurden (vgl. Ziff. 24).

Die in Ziff. 13 vorgesehene Trennung muss bezüglich dem Verhältnis zwischen Finanzanalyse und Wertschriftenhandel (inkl. Eigenhandel) auch räumlich gegeben sein. Die Trennung zwischen Finanzanalyse und Verkauf (Sales) hingegen kann, muss jedoch nicht notwendigerweise in Form einer räumlichen Trennung implementiert werden.

Vermögensverwalter und entsprechende Organisationseinheiten von Banken, die ausschliesslich Buy-Side-Research betreiben, sind von Ziff. 13 ausgenommen. Wo eine reine Ausführung von Wertschriftenaufträgen in der selben Organisationseinheit vorgenommen wird, die auch Research-Berichte erarbeitet (z.B. ein Order Routing oder Execution Desk innerhalb des Portfoliomanagements), kann auf die Einhaltung von Ziff. 13 verzichtet werden.

Gesellschaften, die ausschliesslich Brokerage (inkl. Research) betreiben, sind von Ziff. 13 ausgenommen, insofern auf andere Weise sichergestellt wird, dass der Verkauf (Sales) die Analyse (Research) nicht beeinflusst.

**16. Der Wertschriftenhandel (inkl. Eigenhandel und Verkauf) und die Finanzanalyse einer Bank müssen so organisiert sein, dass zwischen ihnen grundsätzlich keine privilegierten („material, non-public“) Informationen fließen, die nicht gleichzeitig den Kunden der Bank zur Verfügung stehen**

(Chinese Walls). Für den Ausnahmefall, dass solche Informationen trotzdem ausgetauscht werden, ist der Einbezug der Compliance-Stelle der Bank erforderlich. Diese stellt insbesondere sicher, dass der Informationsaustausch im Rahmen eines geregelten Prozesses erfolgt. Dabei müssen negative Folgen von Interessenkonflikten eliminiert werden.

### **Kommentar**

Die Übermittlung von beschlossenen Änderungen von Empfehlungen durch die Finanzanalysten an Wertschriftenhandel und Salesabteilung der Bank ist gestattet, soweit sichergestellt ist, dass die betroffenen Mitarbeiter dieser Abteilungen die entsprechenden Informationen nicht für „Front-Running-Operationen“ zu Gunsten eigener Positionen oder jener der Bank (Nostro) verwenden. Die entsprechenden Massnahmen sind geeignet zu dokumentieren.

## **2.3 Verhältnis zur Kreditabteilung**

17. Die Finanzanalyse muss organisatorisch, hierarchisch, funktional und räumlich von den Einheiten getrennt sein, die für das Kreditgeschäft verantwortlich zeichnen.
18. Die Organisationseinheit, die für die Kreditvergabe an Firmenkunden verantwortlich ist, und die Finanzanalyse sind so zu organisieren, dass zwischen ihnen grundsätzlich keine privilegierten („material, non-public“) Informationen fließen, die nicht gleichzeitig den Kunden der Bank zur Verfügung stehen (Chinese Walls). Für den Ausnahmefall, dass solche Informationen trotzdem ausgetauscht werden, ist die vorgängige Zustimmung der Compliance-Stelle der Bank notwendig. Diese stellt insbesondere sicher, dass der Informationsaustausch im Rahmen eines geregelten Prozesses erfolgt. Dabei müssen negative Folgen von Interessenkonflikten eliminiert werden.
19. Als vertraulich bezeichnete Informationen, welche Betreuer von Firmenkunden erhalten, dürfen nicht an die Finanzanalyse der Bank gelangen.

## **Kommentar**

Die Verantwortlichen für Kredite an Firmenkunden und die Finanzanalysten tauschen im Interesse der Bank und ihrer Kunden Informationen aus. Dabei sollen Finanzanalysten keinen Anreiz haben, Kreditpositionen ihrer Bank durch nicht-fundierte positive Empfehlungen kurzfristig zu schützen. Zusätzlich dürfen die Kreditverantwortlichen bei einer Verschlechterung der Kundenposition die Finanzanalyse und den Eigenhandel nicht vorab informieren. Es müssen deshalb Massnahmen getroffen werden, welche die Unabhängigkeit der Finanzanalysten auch in solchen Situationen sicherstellen. Die obigen Grundsätze regeln diesen Informationsaustausch.

## **2.4 Beteiligungen der Bank**

20. Hält eine Bank mehr als 50 Prozent der Stimmrechte einer kotierten Gesellschaft, so darf sie diese nicht durch die eigene Finanzanalyse abdecken (keine Studien, keine Empfehlungen).
21. Hält eine Bank einen Stimmrechtsanteil, welcher die Schwellenwerte betreffend die Offenlegung von Beteiligungen (Meldepflicht gemäss FinfraG/FinfraV-FINMA) erreicht oder überschreitet, so muss die Finanzanalyse bei jeder Studie bzw. Empfehlung zur entsprechenden Gesellschaft den betroffenen Schwellenwert offenlegen, bezogen auf die Situation kurz vor der Publikation. Für Gesellschaften, welche ihre Primärkotierung nicht an einer Schweizer Börse haben, kann bezüglich Höhe der Schwellenwerte sowie Berechnung des Stimmrechtsanteils auch auf gleichwertige ausländische Regelungen zurückgegriffen werden.
22. Weitere mögliche Interessenkonflikte sind bei der Publikation von Research-Berichten offen zu legen, soweit die Bank nicht auf deren Erstellung verzichtet.
23. Eigene Wertschriften (inkl. Derivate) sowie diejenigen von Gesellschaften, die dem gleichen Konzern angehören, werden von Banken nicht mit veröffentlichten Empfehlungen bzw. Studien abgedeckt.

## **Kommentar**

Beteiligungen einer Bank an kotierten Unternehmungen werden in der Regel nicht kurzfristig bewirtschaftet. Auch sind qualifizierte Beteiligungen in der Regel offengelegt. Gleichwohl besteht das Risiko eines Interessenkonfliktes, wenn Analysten kotierte Beteiligungen ihres Arbeitgebers beurteilen. Um diese Gefahr zu entschärfen, gelten bei massgeblichen Beteiligungen abgestufte Restriktionen für die Analyse.

Für die Offenlegung der Stimmrechtsanteile gemäss Ziff. 21 können auch an anderer Stelle bereits berechnete Anteile verwendet werden (z.B. Stimmrechtsanteile per Ende des jeweils vorangegangenen Monats). Ansonsten sind die Stimmrechtsanteile per Stichtag 10 Tage vor Publikation der Studie bzw. Empfehlung offenzulegen.

## **3. Grundsätze für das Aussenverhältnis**

### **3.1 Verhältnis zum Bankkunden**

24. Studien und Empfehlungen, insbesondere Rating-Publikationen und Rating-Änderungen von Finanzanalysten sind grundsätzlich allen Empfängern einer Kundenkategorie (Empfängergruppe) inner- und ausserhalb der Bank gleichzeitig mitzuteilen. Interne wie externe Personen und Stellen können nur in begründeten Ausnahmefällen und gemäss den Weisungen der Compliance-Stelle vorinformiert werden.

## **Kommentar**

Finanzanalysten beliefern sowohl Bankkunden als auch bankinterne Abteilungen mit Informationen. Analysten dürfen die unterschiedlichen Adressaten einer Kundenkategorie (z.B. per Fax, per E-Mail, per Internet etc.) nicht diskriminierend behandeln. Insbesondere dürfen sie nicht ausgewählte (potentielle) Kunden innerhalb einer Empfängergruppe bevorzugt mit Informationen beliefern, welche andere Kunden derselben Empfängergruppe nicht zum gleichen Zeitpunkt erhalten, so dass die bevorzugten

Adressaten daraus börsenrelevante Vorteile ziehen könnten. Dies betrifft auch den Eigenhandel der Banken (vgl. Ziff. 13-16).

Als zeitliche Gleichbehandlung gilt die Verbreitung von Informationen in einer Form, welche die (potentiell) gleichzeitige Verfügbarkeit für alle Adressaten einer Empfängergruppe sicherstellt. Insbesondere gelten als zeitliche Gleichbehandlung die Aufschaltung auf der Internetseite der Bank und der zeitgleiche Versand in elektronischer Form (E-Mail).

Im Falle der ausnahmsweisen Vorinformation muss der Kreis der Empfänger dieser Informationen der Compliance-Stelle im Voraus zur Kenntnis gebracht werden. Die Bank erlässt hierzu Bestimmungen, wie und unter welchen Voraussetzungen die Vorinformation weitergeleitet werden darf. Eine mögliche Lösung besteht darin zu verlangen, dass vorinformierte Personen oder Stellen in adäquater Weise auf die Vertraulichkeit der Informationen hingewiesen werden und eine Erklärung zu Handen der Compliance-Stelle unterschreiben. Darin verpflichten sie sich, die so erhaltenen Informationen vor der allgemeinen Bekanntgabe weder an Dritte weiterzuleiten noch für Anlageentscheide zu verwenden.

### **3.2 Verhältnis zur analysierten Gesellschaft**

25. Die Gesellschaft legt grundsätzlich gegenüber einzelnen Analysten keinerlei privilegierten („material, non-public“) Informationen offen. Erhält ein Analyst im Rahmen seiner Tätigkeit trotzdem ausnahmsweise privilegierte Informationen, so entscheidet er in Absprache mit der Compliance Stelle über das weitere Vorgehen, insbesondere über einen allfälligen Verzicht auf die Veröffentlichung der Studie bzw. Empfehlung sowie über eine allfällige Offenlegung, dass es sich um privilegierte Informationen gehandelt haben könnte.
26. Eine Bank, die als „Manager“ oder „Co-Manager“ bei einem Initial Public Offering (IPO) mitwirkt, darf während 40 Kalendertagen nach dem ersten Handelstag keine neuen Studien zur betreffenden Gesellschaft veröffentlichen und

keine neuen Empfehlungen abgeben („Quiet Period“). Ausnahmsweise kann die Frist von 40 Kalendertagen mit Zustimmung der Compliance-Stelle verkürzt werden.

27. Eine Bank, die als „Manager“ oder „Co-Manager“ bei einem Secondary Public Offering (SPO) mitwirkt, darf während 10 Kalendertagen nach Zuteilung der Aktien keine neuen Studien zur betreffenden Gesellschaft veröffentlichen und keine neuen Empfehlungen abgeben („Quiet Period“). Ausnahmsweise kann die Frist von 10 Kalendertagen mit Zustimmung der Compliance-Stelle verkürzt werden.

### **Kommentar**

Wenn in einer Bank bzw. einem Bankkonzern die als „Manager“ oder „Co-Manager“ bei einem IPO oder SPO mitwirkende Organisationseinheit organisatorisch und hierarchisch von anderen Teilen der Bank bzw. des Konzerns getrennt ist, sodass keine privilegierten („material, non-public“) Informationen fließen können, gelangen die Ziff. 26 und 27 für die Organisationseinheiten, die reinen Buy-Side-Research betreiben, nicht zur Anwendung.

Eine Verkürzung der 40- bzw. 10-tägigen Frist kann ausnahmsweise bewilligt werden, wenn es sich um bedeutsame Neuigkeiten oder einen bedeutsamen Anlass der betreffenden Gesellschaft handelt, dessen Weiterleitung im Interesse der Investoren ist.

28. Der Finanzanalyst darf der Gesellschaft keine Research-Ergebnisse zur Genehmigung vor deren Publikation zukommen lassen. Eine allfällige vorgängige Durchsicht durch die zu beurteilende Gesellschaft darf lediglich der Überprüfung von Fakten dienen.

### **Kommentar**

Der Gesellschaft dürfen die Research-Zusammenfassung oder das Kursziel nicht vorgängig mitgeteilt werden. Ein vollständiger Entwurf des Research-Berichts muss an die Compliance-Stelle übergeben werden, bevor der Gesellschaft Fakten aus dem

Research-Bericht übergeben werden dürfen. Sollte der Finanzanalyst im Nachhinein das Research-Rating oder das Kursziel ändern wollen, muss er dies schriftlich begründen, dokumentieren und von der Compliance-Stelle eine Bewilligung für die Änderung einholen.

29. Der Finanzanalyst darf der zu beurteilenden Gesellschaft Änderungen des Ratings einen Tag vor Publikation des Research-Berichts mitteilen, jedoch erst nach Handelsschluss der Börse(n), an welcher (welchen) die betreffende Gesellschaft kotiert ist.

### **Kommentar**

Das Verbot der Bekanntgabe von Rating-Änderungen an die analysierte Gesellschaft vor Handelsschluss soll eine Beeinflussung des Finanzanalysten durch die analysierte Gesellschaft sowie ein Front-Running durch Vertreter der analysierten Gesellschaft verhindern.

30. Der Finanzanalyst darf keine Versprechungen abgeben, wonach vorteilhafte Research-Berichte, ein spezifiziertes Rating oder ein spezifiziertes Kursziel publiziert werden.
31. Analysten dürfen keine Privilegien, Geschenke oder andere Gefälligkeiten von analysierten Gesellschaften entgegennehmen, die den Wert von üblichen Gelegenheitsgeschenken übersteigen. In kritischen Fällen hat der Analyst die Compliance-Stelle über erhaltene Angebote zu informieren. Die Bank konkretisiert das diesbezügliche Vorgehen in einer internen Weisung.

### **Kommentar**

Die Banken wirken der möglichen Gefahr von Beeinflussungsversuchen auf Finanzanalysten u.a. entgegen, indem sie Weisungen über erlaubte Geschenke, Privilegien und andere Gefälligkeiten sowie die damit zusammenhängenden Prozesse erlassen. Auch sind alle Kosten, die direkt oder indirekt mit einer Analyse

verbunden sind, wie z. B. Kosten für Reisen und Unterkunft für Finanzanalysten, in jedem Fall durch den Arbeitgeber des Analysten, d.h. durch die Bank, zu bezahlen.

### **3.3 Eigengeschäfte des Finanzanalysten**

32. Ein Finanzanalyst darf von ihm selbst analysierte Titel (Wertpapiere und Wertrechte, inkl. Derivate) nicht auf eigene Rechnung erwerben.

#### **Kommentar**

Dieser Grundsatz ist anwendbar auf alle Research-Berichte, für welche der Finanzanalyst verantwortlich zeichnet oder an denen er massgeblich beteiligt ist und welche zur Veröffentlichung vorgesehen sind. Der Grundsatz gilt unabhängig davon, ob der Analyst als Buy-Side- oder Sell-Side-Analyst tätig ist.

Für die Bestände zum Zeitpunkt des Inkrafttretens dieser Richtlinien gilt: Der Finanzanalyst darf gemäss Grundsatz 32 keine selbst analysierten Titel hinzukaufen. Falls er die bereits erworbenen Titel halten will, so muss er in seinen Research-Berichten zur betroffenen Gesellschaft jeweils die Tatsache offenlegen, dass er Titel dieser Gesellschaft besitzt (ohne Anzahl oder Wert). Ein Verkauf von selbst analysierten Titeln ist nur mit Zustimmung der Compliance-Stelle möglich. Diese Bestimmungen für „Kaufen“, „Halten“ und „Verkaufen“ gelten in analoger Weise für den Fall, dass ein Finanzanalyst neu bei einer Bank angestellt wird oder innerhalb seines Arbeitgebers neue Analyse-Aufgaben übernimmt.

Einzelheiten sind in Zirkular 7258 vom 15.5.2003 geregelt.

33. Hat der Finanzanalyst eine Organstellung oder besteht ein anderweitiger bedeutsamer Einfluss bei der zu beurteilenden Gesellschaft, so darf er keine Research-Berichte über die Gesellschaft ausarbeiten.



## **4. Schlussbestimmungen**

34. Die Banken veröffentlichen die grundlegenden methodischen Ansätze ihrer Finanzanalyse in einer allgemein zugänglichen und regelmässig aktualisierten Form. Sie achten bei der Formulierung ihrer Anlage- bzw. Finanzempfehlungen und ihren Rating-Abstufungen auf eine klare und verständliche Sprache.
35. Die Banken erlassen die notwendigen Weisungen und treffen geeignete organisatorische Massnahmen, um sicherzustellen, dass die Grundsätze dieser Richtlinien jederzeit eingehalten und laufend überwacht werden.
36. Die Interne Revision überprüft die Einhaltung periodisch.

### **Kommentar**

Im Zusammenhang mit Ziff. 34 gilt auch die Dokumentation der grundlegenden methodischen Ansätze im Jahresbericht als geeignete Publikationsform. Ferner können die Banken die entsprechenden Informationen auch durch die Bereitstellung auf elektronischen Medien (Internet) zugänglich machen. Eine separate Publikation zur Methodik der Finanzanalyse ist nicht erforderlich.

Diese Richtlinien sind mit Beschluss des Verwaltungsrats der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) vom 2.12.2002 verabschiedet und von der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK) mit Beschluss vom 23.1.2003 als Standesregeln anerkannt worden. Sie sind per 1.7.2003 in Kraft getreten. Die vorliegende revidierte Version ist im Dezember 2006 vom Verwaltungsrat der SBVg genehmigt und im Dezember 2007 von der EBK als aufsichtsrechtlicher Mindeststandard anerkannt worden. Die revidierte Fassung tritt per 1.7.2008 in Kraft. Für die Bestimmungen zur räumlichen Trennung zwischen der Finanzanalyse und anderen Organisationseinheiten (Ziffern 5, 13 und 17) besteht eine Übergangsfrist bis 31.12.2008.

## 5. Glossar

„**Buy-Side-Analyst**“ ist ein Finanzanalyst, der für Portfolio Manager, Fund Manager, Relationship Manager oder Private Banking (bzw. Kunden des Private Banking) Research-Berichte erstellt.

„**Compliance-Stelle**“ ist die für die Compliance verantwortliche Stelle der Bank. Dabei kann es sich entweder um eine auf Compliance-Aufgaben spezialisierte Organisationseinheit oder um eine andere Organisationseinheit handeln, welche unter anderem Compliance-Aufgaben wahrnimmt. In beiden Fällen kann diese Organisationseinheit auch nur aus einem einzelnen Mitarbeiter bestehen.

„**Finanzanalyse**“ ist die für die (als Funktion verstandene) Finanzanalyse verantwortliche Organisationseinheit der Bank. Der Begriff der Finanzanalyse kann unter anderem stehen für die entsprechende Tätigkeit bzw. Funktion, die zuständige Organisationseinheit oder auch die entsprechenden Produkte dieser Tätigkeit. In den vorliegenden Richtlinien wird der Begriff im Sinne der Organisationseinheit verwendet.

„**Finanzanalyst**“ ist ein Mitarbeiter einer Bank oder eine von dieser beauftragte Person, welche(r) an der Erarbeitung und Festlegung von nach aussen publizierten Research-Berichten (insbesondere Anlage- bzw. Finanzempfehlungen) der Bank beteiligt ist. Diese Definition gilt unabhängig davon, ob die betreffende Person den Titel eines Finanzanalysten trägt oder nicht.

„**Gesellschaft**“ ist jede juristische Person, welche Gegenstand von Research-Berichten oder Empfehlungen ist, die publiziert werden.

„**Material, non-public Informationen**“ sind Informationen über eine Gesellschaft, welche den Marktteilnehmern nicht zur Verfügung stehen und bei entsprechender Offenlegung den Aktienkurs der Gesellschaft bedeutend beeinflussen würden oder ein solcher Einfluss von einem durchschnittlichen Investor erwartet würde.

„**Primärer Research**“ umfasst Aktivitäten der Finanzanalyse, welche auf direktem Kontakt mit dem Management der analysierten Gesellschaft basieren sowie die nachfolgende an Unternehmensdaten orientierte Analyse.

„**Research-Bericht**“ ist jede schriftliche oder elektronische Kommunikation, die eine Bank an ihre Kunden oder die Öffentlichkeit verteilt hat oder verteilen wird, die - als Produkt der Finanzanalyse als Funktion - eine Meinung oder Empfehlung über eine Gesellschaft oder einen Titel wiedergibt. Insbesondere gelten Studien, Analysen und Empfehlungen (inkl. Angabe von Kurszielen und Rating-Änderungen) als Research-Berichte.

„**Sekundärer Research**“ umfasst Aktivitäten der Finanzanalyse, welche sich an allgemein verfügbaren Informationen und Expertenmeinungen (u.a. Analysten des primären Research) orientieren.

„**Sell-Side-Analyst**“ ist ein Finanzanalyst, der innerhalb eines Wertschriftenhauses bzw. einer für das Investment Banking verantwortlichen Organisationseinheit einer Bank Research-Berichte über Gesellschaften verfasst. Diese Research-Berichte sind für Wertschriftenhändler oder professionelle Marktteilnehmer bestimmt.

**Directives visant à garantir  
l'indépendance de l'analyse financière**  
Traduction

# Table des matières

Préambule.....	3
1. Dispositions générales .....	4
2. Principes applicables à l'organisation interne.....	5
2.1 Relations avec le service des émissions et l'Investment Banking .....	5
2.2 Relations avec le négoce de titres (y compris négoce pour compte propre) et la vente (Sales) .....	7
2.3 Relations avec le service du crédit .....	9
2.4 Participations de la banque .....	10
3. Principes applicables aux relations extérieures.....	11
3.1 Relations avec les clients de la banque .....	11
3.2 Relations avec la société analysée .....	12
3.3 Opérations pour compte propre des analystes financiers	15
4. Dispositions finales.....	16
5. Glossaire .....	17

## Préambule

Le Conseil d'administration de l'Association suisse des banquiers (ASB) a édicté les directives ci-après en vue de garantir l'indépendance de l'analyse financière. Il s'agit, entre autres, d'éviter les conflits d'intérêts susceptibles de surgir dans le cadre de l'élaboration d'analyses financières, d'en limiter la portée ou au moins de faire en sorte qu'ils soient rendus publics. Outre la transparence qui doit être assurée à cet effet, il convient également de garantir en principe l'égalité de traitement des destinataires des analyses financières. Les clients qui prennent leurs décisions de placement en se fondant notamment sur les recommandations des analystes financiers doivent pouvoir être sûrs que ces derniers effectuent leurs analyses en toute impartialité et en leur âme et conscience.

L'objectif primordial est d'entretenir et de renforcer la réputation de l'analyse financière sur la place financière suisse, voire la réputation de la place financière toute entière, en conservant et consolidant la confiance qu'ont les investisseurs dans le fonctionnement du marché des capitaux.

Les directives ne se proposent pas d'unifier les structures et processus internes des banques, que celles-ci sont libres d'aménager à condition de respecter les exigences minimums figurant dans ces directives.

Les directives sont considérées comme des règles de comportement. Elles n'ont aucune incidence à tout le moins directe sur le rapport de droit civil liant la banque à ses clients. Ce rapport s'appuie sur les prescriptions légales en vigueur ainsi que sur les différents accords contractuels passés entre la banque et ses clients.

## 1. Dispositions générales

1. Les analystes financiers au sens des présentes directives sont des collaborateurs de banques ou de négociants en valeurs mobilières (ci-dessous dénommés «banques»), qui participent à l'élaboration et à l'établissement de rapports d'analyse destinés à une publication externe à la banque (en particulier recommandations en matière de placement et de finance). Le champ d'application de ces directives couvre tout particulièrement les analystes «buy-side» tout comme les analystes «sell-side». Les directives concernent les analystes chargés de l'analyse primaire et secondaire. De plus, les présentes directives s'appliquent aux analystes traitant les domaines «equities» et «fixed-income» (titres productifs d'intérêts). L'analyste financier n'a pas le droit de contourner les présentes directives en effectuant des transactions par l'intermédiaire de tiers, comme des membres de sa famille ou d'autres personnes qui lui sont proches.
2. Les recommandations en matière de placement et de finance qui sont destinées uniquement à l'usage interne de la banque (par ex. gestion de portefeuilles et de risques, négociation pour compte propre) et qui ne sont pas remises aux clients, ni mises à la disposition d'un plus large public (via publication sur les pages Intranet et Internet), n'entrent pas dans le champ d'application des présentes directives. L'indication d'objectifs de cours est également considérée comme une recommandation au sens des présentes directives. Ces dernières s'appliquent également aux interviews détaillées et aux déclarations d'analystes financiers dans la presse écrite.
3. Les directives s'appliquent aux banques domiciliées en Suisse. Les banques n'ont pas le droit d'utiliser leurs filiales à l'étranger ni les sociétés étrangères de leur groupe opérant dans le domaine bancaire et financier en vue de contourner ces directives.
4. Les directives laissent à toute banque le droit d'effectuer ou de faire effectuer des analyses sur des sociétés de leur choix. Ce faisant, elles doivent tenir compte des principes exposés

dans les présentes directives. Si, en dépit de l'observation de ces principes, on ne peut, dans un cas précis, exclure un conflit d'intérêts au niveau de l'analyse financière, ni résoudre celui-ci de façon satisfaisante, la banque renoncera à la publication de rapports d'analyse sur la société concernée.

## **Commentaire**

Le traitement de l'analyse technique (analyse des charts) ainsi que de pures «listes de recommandations», par exemple, est réglé par la circulaire n° 7258 du 15.5.2003.

En vertu du principe 2, les directives s'appliquent également aux déclarations «assimilables à une analyse» faites par les analystes financiers dans la presse. Une déclaration est considérée «assimilable à une analyse» lorsqu'il est probable que le public la perçoive comme une analyse (ou le résultat d'une analyse).

A propos notamment du principe 3, on se référera à la précision du champ d'application général de la circulaire n° 7410 du 3.6.2005.

## **2. Principes applicables à l'organisation interne**

### **2.1 Relations avec le service des émissions et l'Investment Banking**

5. L'unité d'organisation chargée de l'analyse financière (désignée ci-après par «analyse financière»), doit être séparée de l'unité responsable des activités d'émission et de l'Investment Banking, aux niveaux organisationnel, hiérarchique, fonctionnel et physique.
6. La rémunération des analystes financiers ne doit pas être liée aux résultats (objectifs de chiffre d'affaires ou de performance) d'une ou de plusieurs transaction(s) spécifique(s) du service des émissions ou de l'Investment Banking.
7. Si la rémunération des analystes financiers dépend dans l'ensemble du succès du service des émissions ou de



l'Investment Banking, ceci doit figurer expressément dans les études et les recommandations.

8. Le service des émissions ou l'Investment Banking d'une banque et l'analyse financière doivent être organisés de sorte qu'aucune information privilégiée («material, non-public») ne circule entre eux, sans être mise simultanément à la disposition des clients de la banque (Chinese Walls). Au cas où de telles informations sont néanmoins exceptionnellement échangées, l'accord préalable du service de compliance de la banque (désigné ci-après par «service de compliance») est nécessaire. Celui-ci garantit notamment que l'échange d'informations s'effectue dans le cadre d'un processus réglementé. Dans ce contexte, il convient d'éliminer les conséquences négatives de conflits d'intérêts.

### **Commentaire**

Les analystes financiers de la banque qui participent souvent à la détermination du prix d'une émission ne doivent pas être incités à évaluer une société à un niveau plus favorable qu'ils ne le feraient spontanément eux-mêmes. Il convient également de garantir que les analystes financiers et autres personnes qui participent directement à la préparation d'une émission et qui, dans ce contexte, ont accès à des informations non (encore) publiées et susceptibles d'avoir une incidence sur les cours («material, non-public»), n'en tirent aucun avantage.

9. La vente anticipée de titres faisant l'objet d'une émission, par des analystes ou d'autres collaborateurs de la banque susceptibles de tirer profit de l'émission d'un titre, n'est pas autorisée.

### **Commentaire**

Ce principe doit empêcher les ventes anticipées, notamment de la part d'analystes. En revanche, les analystes sont autorisés à souscrire de nouveaux titres dans le cadre d'une émission donnée, au même titre que tous les autres investisseurs.

10. Les rapports d'analyse ne doivent pas être envoyés au service Investment Banking avant leur publication, que ce soit pour approbation ou pour examen complet. L'analyste financier n'est autorisé à contacter verbalement ou par écrit le service Investment Banking que pour vérifier des faits. Cette communication doit être effectuée en y associant le service de compliance ou en conformité à un processus autorisé par ce dernier et consigné par écrit.
11. Les analystes financiers ne doivent pas être incités à rédiger des rapports d'analyse dont le résultat serait prédéfini; ils doivent au contraire toujours pouvoir parvenir à un résultat indépendant.
12. Dans les rapports d'analyse publiés, la banque doit indiquer si elle a participé à des émissions sur la base d'un mandat de la société analysée, durant les 12 derniers mois.

### **Commentaire**

La mention de la relation entretenue avec l'émetteur ne comprend que les faits publics dans le cadre des prestations fournies pour des émissions. Si ces faits n'entrent pas dans cette catégorie, leur mention ne peut être faite qu'avec l'accord exprès de l'émetteur (art. 47 LB). Les mandats de conseil valent aussi comme collaboration à une émission.

## **2.2 Relations avec le négoce de titres (y compris négoce pour compte propre) et la vente (Sales)**

13. L'analyse financière doit être séparée des unités responsables du négoce de titres (y compris du négoce pour compte propre) et de la vente, aux niveaux organisationnel, hiérarchique et fonctionnel.
14. La rémunération des analystes financiers ne doit pas être liée aux résultats (objectifs de chiffre d'affaires ou de performance) d'une ou de plusieurs transaction(s) spécifique(s)

dans le négoce de titres (y compris le négoce pour compte propre) ou la vente.

15. Si la rémunération des analystes financiers dépend dans l'ensemble du succès du négoce de titres (y compris du négoce pour compte propre) ou de la vente, ceci doit figurer expressément dans les études et les recommandations.

### **Commentaire**

Les analystes financiers ne doivent pas pouvoir livrer des recommandations d'achat et de vente infondées, dans l'intérêt du négoce de titres ou de la vente. Le négoce pour compte propre ne doit pas non plus être optimisé grâce à la participation non autorisée des analystes. On serait par exemple en présence d'un tel comportement non autorisé si des titres étaient achetés pour compte propre sur recommandation des analystes, avant que les clients de la banque ne soient informés de la recommandation correspondante (cf. chiffre 24).

La séparation prévue au ch. 13 doit aussi exister sur le plan physique en raison des rapports entre l'analyse financière et le négoce de titres (y compris négoce en compte propre). En revanche, la séparation entre l'analyse financière et la vente (sales) peut, sans que cela soit obligatoire, être mise en oeuvre sous forme d'une séparation physique.

Les gérants de fortune et les unités correspondantes des banques qui n'effectuent que des analyses «buy-side» ne sont pas assujettis au chiffre 13. Par ailleurs, on peut faire abstraction du chiffre 13 dans le cas de pure exécution d'ordres de bourse dans la même unité d'organisation qui effectue aussi des rapports d'analyse (par ex. un «order routing» ou «execution desk» au sein de la gestion de portefeuilles).

Les sociétés qui n'exercent que des activités d'intermédiation brokerage (y compris l'analyse), ne sont pas concernées par le chiffre 13, à condition que l'on garantisse, par d'autres moyens, que la vente (sales) n'influence pas l'analyse (research).

16. Le négoce de titres (y compris le négoce pour compte propre et la vente) et l'analyse financière d'une banque doivent être organisés de sorte qu'aucune information privilégiée («material, non-public») ne circule entre eux sans être mise simultanément à la disposition des clients de la banque (Chinese Walls). Au cas où de telles informations sont exceptionnellement échangées, l'implication du service de conformité de la banque est nécessaire. Celui-ci garantit notamment que l'échange d'informations s'effectue dans le cadre d'un processus réglementé. Dans ce contexte, il convient d'éliminer les conséquences négatives de conflits d'intérêts.

### **Commentaire**

Les analystes financiers sont autorisés à communiquer des modifications de recommandations au service de négoce de titres et des ventes de la banque, à condition que l'on garantisse que les collaborateurs concernés desdits services n'utilisent pas les informations correspondantes pour des «opérations de front-running» en faveur de positions propres ou de celles de la banque (Nostro). Les mesures correspondantes doivent être documentées de manière appropriée.

## **2.3 Relations avec le service du crédit**

17. L'analyse financière doit être séparée des unités responsables des opérations de crédit aux niveaux organisationnel, hiérarchique, fonctionnel et physique.
18. L'unité d'organisation qui est responsable de l'octroi des crédits à la clientèle d'entreprises et l'analyse financière doivent être organisées de sorte qu'aucune information privilégiée («material, non-public») ne circule entre elles sans être mise simultanément à la disposition des clients de la banque (Chinese Walls). Au cas où de telles informations sont néanmoins exceptionnellement échangées, l'accord préalable du service de conformité de la banque est nécessaire. Celui-ci garantit notamment que l'échange d'informations s'effectue dans le cadre d'un processus ré-

glementé. Dans ce contexte, il convient d'éliminer les conséquences négatives de conflits d'intérêts.

19. Les informations qualifiées de confidentielles que reçoivent les conseillers à la clientèle d'entreprises ne doivent pas parvenir à l'analyse financière de la banque.

### **Commentaire**

Les responsables des crédits à la clientèle d'entreprises et les analystes financiers échangent des informations dans l'intérêt de la banque et de ses clients. Dans ce contexte, les analystes financiers ne doivent pas être incités à protéger à court terme des positions de crédit de leur banque par des recommandations positives non fondées. De plus, au cas où la position d'un client se détériore, les responsables du crédit ne sont pas autorisés à en informer en priorité l'analyse financière et le négoce pour compte propre. Il est donc nécessaire de prendre des mesures qui garantissent l'indépendance des analystes financiers également dans de telles situations. Les principes ci-dessus réglementent cet échange d'informations.

## **2.4 Participations de la banque**

20. Si une banque détient plus de 50 pour cent des droits de vote d'une société cotée, elle n'est pas autorisée à présenter cette dernière dans ses propres analyses financières (ni études, ni recommandations).
21. Si une banque détient une proportion de droits de vote égale ou supérieure aux seuils relatifs à la publicité des participations (obligation d'information selon LIMF/OIMF-FINMA), l'analyse financière doit mentionner dans chaque étude ou recommandation le seuil en question compte tenue de la situation, juste avant la publication. Pour les sociétés dont la cotation principale n'intervient pas auprès d'une Bourse suisse, il est possible de se référer à des réglementations étrangères analogues en ce qui concerne le montant du seuil et le calcul de la proportion de droits de vote.

22. Tout autre conflit d'intérêts éventuel doit être mentionné lors de la publication de rapports d'analyse, si tant est que la banque ne renonce pas à leur publication.
23. Les propres papiers-valeurs (y compris les dérivés) ainsi que ceux de sociétés appartenant au même groupe de banques ne font pas l'objet de recommandations ni d'études publiées par ces dernières.

### **Commentaire**

Les participations détenues par une banque dans des entreprises cotées ne sont en règle générale pas acquises pour le court terme. De même, les participations qualifiées sont la plupart du temps également publiées. Néanmoins, le risque d'un conflit d'intérêts existe lorsque les analystes évaluent des participations cotées de leur employeur. Pour atténuer ce risque, l'analyse fait l'objet de restrictions progressives dans le cas de participations déterminantes.

Pour la publication de la proportion de droits de vote conformément au chiffre 21, le calcul déjà effectué à une autre occasion peut être utilisé (par ex. proportion de droits de vote à la fin du mois précédent). Pour le reste, les proportions de droits de vote au jour de référence doivent être divulguées 10 jours avant la publication de l'étude ou de la recommandation.

## **3. Principes applicables aux relations extérieures**

### **3.1 Relations avec les clients de la banque**

24. Les études et recommandations, notamment la publication des notations et les changements de notation effectués par les analystes financiers doivent en principe être communiqués en même temps à tous les destinataires d'une catégorie de clients (groupe-cible) à l'intérieur et à l'extérieur de la banque. Des personnes et services, internes comme externes, ne peuvent être informés au préalable que dans des cas exceptionnels fondés et conformément aux instructions du service de compliance.

## Commentaire

Les analystes financiers fournissent des informations tant aux clients de la banque qu'aux services internes de celle-ci. Les analystes ne doivent pas traiter les différents destinataires d'une catégorie de clients de façon discriminatoire (par ex. par fax, par e-mail, par Internet, etc.). Ils n'ont en particulier pas le droit de privilégier des clients sélectionnés (potentiels) au sein d'un groupe-cible en leur fournissant des informations que d'autres clients du même groupe-cible ne recevraient pas au même moment, de sorte que les destinataires «privilégiés» pourraient en tirer d'importants avantages boursiers. Ceci s'applique également au négoce pour compte propre des banques (cf. chiffres 13 – 16).

L'égalité de traitement dans le temps est définie par la diffusion d'informations sous une forme qui en garantit la mise à disposition simultanée (potentielle) à tous les destinataires d'un groupe-cible. Par égalité de traitement dans le temps, on entend notamment la diffusion sur le site Internet de la banque et l'envoi simultané des informations sous forme électronique (e-mail).

Dans le cas exceptionnel d'une information préalable, le cercle des destinataires d'une telle information doit préalablement être porté à la connaissance du service de compliance. La banque édicte à cet effet des dispositions précisant les procédures et les conditions de la transmission de l'information préalable. Une solution possible consiste à exiger que les personnes ou services ayant reçu des informations préalablement soient dûment informés du caractère confidentiel des informations et signent une déclaration à l'attention du service de compliance. Par cette déclaration, ils s'engagent à ne pas transmettre ces informations à des tiers ni à les utiliser à des fins de placement, avant qu'elles ne soient portées à la connaissance du public.

## 3.2 Relations avec la société analysée

25. La société ne divulgue par principe aucune information privilégiée («material, non-public») à certains analystes. Si un analyste reçoit néanmoins exceptionnellement des in-

formations privilégiées dans le cadre de son activité, il décide, en accord avec le service de Compliance, de la procédure à suivre: renonciation éventuelle à une publication de l'étude ou de la recommandation ou publication éventuelle d'une information révélant qu'il aurait pu s'agir d'informations privilégiées.

26. Une banque faisant fonction de «Manager» ou de «Co-Manager» lors d'un Initial Public Offering (IPO) n'a pas le droit de publier de nouvelles études sur la société concernée durant les 40 jours de calendrier suivant le premier jour de négoce ni d'émettre de nouvelles recommandations («Quiet Period»). Exceptionnellement, le délai de 40 jours de calendrier peut être réduit avec l'accord du service de compliance.
27. Une banque faisant fonction de «Manager» ou de «Co-Manager» lors d'un Secondary Public Offering (SPO) n'a pas le droit de publier de nouvelles études sur la société concernée durant les 10 jours de calendrier suivant l'attribution des actions, ni d'émettre de nouvelles recommandations («Quiet Period»). Exceptionnellement, le délai de 10 jours de calendrier peut être réduit avec l'accord du service de compliance.

### **Commentaire**

Si dans une banque ou un groupe bancaire, l'unité d'organisation faisant fonction de «Manager» ou de «Co-Manager» lors d'une IPO ou d'une SPO est séparée sur le plan organisationnel et hiérarchique d'autres secteurs de la banque ou du Groupe, de sorte qu'aucune information privilégiée («material, non-public») ne puisse circuler, les chiffres 26 et 27 ne s'appliquent pas aux unités d'organisation qui ne font que des études de type «buy-side».

Une réduction des délais de 40 ou 10 jours peut être autorisée dans des cas exceptionnels, lorsqu'il s'agit d'informations importantes ou d'un événement important concernant la société concernée, dont la divulgation est dans l'intérêt des investisseurs.



28. **L'analyste financier n'a pas le droit de faire parvenir les résultats de son analyse à la société pour approbation avant leur publication. Une éventuelle consultation préalable de l'analyse par la société faisant l'objet de l'évaluation ne peut servir qu'à vérifier les faits.**

### **Commentaire**

Le résumé de l'analyse ou l'objectif de cours ne doivent pas être préalablement communiqués à la société. Le projet complet du rapport d'analyse doit être remis au service de compliance avant que des éléments du rapport puissent être transmis à la société. Si l'analyste financier désire après coup modifier la notation ou l'objectif de cours, il doit en fournir une justification écrite, documenter sa décision et obtenir une autorisation correspondante du service de compliance.

29. **L'analyste financier est autorisé à communiquer un changement de notation à la société faisant l'objet de l'évaluation un jour avant la publication du rapport d'analyse, mais seulement après la clôture de la (des) bourse(s) à laquelle (auxquelles) est cotée la société concernée.**

### **Commentaire**

L'interdiction de révéler à la société analysée une modification de la notation avant la clôture de la bourse a pour but d'éviter que cette société n'influence l'analyste financier et que l'on assiste à un «front-running» de la part des représentants de la société analysée.

30. **L'analyste financier n'a pas le droit de promettre de publier des rapports d'analyses avantageux pour la société ni une notation ou un objectif de cours prédéfinis.**

31. Les analystes ne sont pas autorisés à accepter de privilèges, cadeaux ou autres complaisances dépassant la valeur de cadeaux occasionnels usuels, de la part des sociétés analysées. Dans les cas critiques, l'analyste doit informer le service de compliance des offres qui lui ont été faites. La banque indique la procédure à suivre dans de tels cas au moyen d'une instruction interne.

### **Commentaire**

Les banques s'opposent au risque de tentatives visant à influencer les analystes financiers, notamment en édictant des instructions sur les cadeaux, privilèges ou autres complaisances autorisés ainsi que sur les comportements s'y rapportant. Par ailleurs, tous les frais liés directement ou indirectement à une analyse, tels que frais de voyage et d'hébergement occasionnés par les analystes financiers, doivent toujours être payés par l'employeur de l'analyste, c'est-à-dire par la banque.

## **3.3 Opérations pour compte propre des analystes financiers**

32. Un analyste financier n'a pas le droit d'acheter pour son propre compte les titres qu'il analyse (papiers-valeurs et droits-valeurs, dérivés compris).

### **Commentaire**

Ce principe est applicable à tous les rapports d'analyse dont l'analyste financier a la responsabilité ou auxquels il participe de façon déterminante et qui doivent être publiés. Ce principe s'applique, que l'analyste effectue des analyses «buy-side» ou «sell-side».

Pour les stocks en cours au moment de l'entrée en vigueur des présentes directives, les dispositions suivantes sont appliquées : l'analyste financier n'a pas droit à acheter à nouveau pour son compte des titres analysés. Pour le cas où il veut conserver les titres déjà achetés, il doit mentionner dans ses rapports d'analyse relatifs à la société concernée, qu'il possède des titres

de la société (sans en mentionner le nombre ni la valeur). Une vente de titres d'une société qu'il analyse lui-même, n'est possible qu'avec l'assentiment du service de compliance. Ces dispositions relatives aux achats/ventes et à la conservation de positions s'appliquent par analogie au cas de l'analyste financier qui débute une activité dans une banque ou qui se voit confier chez son employeur une nouvelle tâche d'analyste.

Les détails figurent dans la circulaire n° 7258 du 15.5.2003.

33. Si l'analyste financier est membre d'un organe de la société ou s'il a une influence importante d'une autre nature sur la société faisant l'objet de l'évaluation, il n'est pas autorisé à élaborer des rapports d'analyse à son sujet.

#### **4. Dispositions finales**

34. Les banques publient les principes méthodiques fondamentaux de leur analyse financière sous une forme accessible à tous et actualisée régulièrement. Elles veillent à utiliser un langage clair et compréhensible dans la formulation de leurs recommandations en matière de placement et de finance et pour leur échelle de notation.
35. Les banques édictent les instructions nécessaires et prennent les mesures organisationnelles qui s'imposent pour garantir que les principes de ces directives soient respectés et contrôlés en permanence.
36. La révision interne examine régulièrement le respect de ces instructions.

#### **Commentaire**

Le rapport annuel constitue une forme de publication appropriée des principes méthodiques fondamentaux mentionnés au ch. 34. De plus, les banques peuvent également diffuser les informations correspondantes par l'intermédiaire des médias élec-

troniques (Internet). Une publication distincte sur la méthode de l'analyse financière n'est pas requise.

Ces directives ont été adoptées par décision du Conseil d'administration de l'Association suisse des banquiers (ASB), le 2.12.2002 et acceptées par la Commission fédérale des banques (CFB) par décision du 23.01.2003 en tant que règles de comportement. Elles sont entrées en vigueur le 1er juillet 2003. La présente version révisée des directives a été acceptée au mois de décembre 2006 par le Conseil d'administration de l'ASB et reconnue au mois de décembre 2007 par la CFB en tant que standard minimal du point de vue du droit de la surveillance. La version révisée des directives entrera en vigueur le 1.7.2008. En ce qui concerne les dispositions relatives à la séparation physique entre l'analyse financière et les autres unités d'organisation (chiffres 5, 13 et 17), il existe une période transitoire jusqu'au 31.12.2008 au plus tard.

## 5. Glossaire

«**Analyste buy-side**»: analyste financier qui établit des rapports d'analyse pour les gérants de portefeuilles, les gérants de fonds, les responsables des relations à la clientèle ou le Private Banking (ou les clients du Private Banking).

«**Service de compliance**»: service responsable de la compliance au sein de la banque. Il peut s'agir d'une unité d'organisation spécialisée dans les questions de compliance ou d'une autre unité d'organisation s'occupant entre autres de ces questions. Dans un cas comme dans l'autre, cette unité d'organisation peut n'être constituée que d'un seul collaborateur.

«**Analyse financière**»: unité d'organisation de la banque responsable de l'analyse financière (comprise comme fonction). Le terme «analyse financière» peut renvoyer à l'activité ou fonction correspondante, l'unité d'organisation compétente ou encore les produits correspondant à cette activité. Dans les présentes directives, le terme est employé au sens d'unité d'organisation.

«**Analyste financier**»: collaborateur d'une banque ou personne mandatée par celle-ci, qui participe à l'élaboration et à l'établissement des rapports d'analyse de la banque, destinés à la publication externe (notamment des recommandations en matière de placement et de finance). Cette définition s'applique, que la personne concernée ait ou non le titre d'analyste financier.

«**Société**»: toute personne morale faisant l'objet de rapports d'analyse ou de recommandations qui sont publiés.

«**Informations 'material, non-public'**»: informations sur une société dont les acteurs du marché ne disposent pas et dont la divulgation influencerait de façon significative le cours des actions de la société où pourrait avoir une telle influence, pour l'investisseur moyen.

«**Analyse primaire**»: englobe les activités de l'analyse financière qui sont fondées sur le contact direct avec la direction de la société analysée ainsi que l'analyse consécutive orientée sur les données de l'entreprise.

«**Rapport d'analyse**»: toute communication écrite ou électronique qu'une banque a diffusée ou diffusera à ses clients ou au public et qui - en tant que produit de l'analyse financière comprise comme fonction - fournit une opinion ou une recommandation sur une société ou un titre. En particulier, les études, analyses et recommandations (y compris les objectifs de cours et les modifications de notation) sont considérées comme des rapports d'analyse.

«**Analyse secondaire**»: englobe toutes les activités de l'analyse financière qui s'orientent vers l'information disponible en général et les opinions d'experts (entre autres analystes de l'analyse primaire).

«**Analyste sell-side**»: analyste financier qui établit des rapports d'analyse sur des sociétés dans une maison de titres, ou dans une unité d'organisation responsable de l'Investment Banking. Ces rapports d'analyse sont destinés aux négociants en titres ou aux acteurs professionnels du marché.

**Directives on the  
Independence of Financial Research  
Translation**

# Contents

Introduction .....	3
1. General provisions .....	4
2. Principles for internal organisation .....	5
2.1 Relationship with new issues department and investment banking.....	5
2.2 Relationship with securities trading (including proprietary trading) and sales.....	7
2.3 Relationship with credit department.....	9
2.4 Equity participations held by a Bank. ....	10
3. Principles for external relationships.....	11
3.1 Relationship with bank clients.....	11
3.2 Relationship with companies being analysed .....	12
3.3 Proprietary trading by financial analysts.....	14
4. Concluding provisions .....	15
5. Glossary .....	16

## **Introduction**

The following Directives have been issued by the Board of Directors of the Swiss Bankers Association (SBA) with a view to ensuring the independence of financial research. One of the purposes of the Directives is to avoid or limit any potential conflicts of interest associated with the preparation of financial research reports, or at least to require proper disclosure. In addition they aim generally to create appropriate transparency and ensure the equal treatment of all recipients of financial research. Clients who make their investment decisions based in part on recommendations made by financial analysts should be able to rely upon these analysts having conducted their research objectively, in good faith and with due diligence.

The ultimate objective of these Directives is to maintain and enhance the reputation of the financial research provided by the Swiss financial services industry, and the reputation of the Swiss financial centre as a whole, by sustaining and strengthening investor confidence in the efficient operation of the Swiss capital market.

The purpose of the Directives is not to prescribe standard internal structures and procedures within banks. They are free to structure and implement these Directives as they see fit, provided that they meet the minimum requirements set out in the Directives.

The Directives are to be considered as a code of conduct. They have at least no direct effect on the legal relationship between banks and their clients. Any such relationships are based on legal provisions and any particular contractual agreements made between banks and their clients.



## **1. General provisions**

1. Financial analysts within the meaning of these Directives means employees of banks or securities traders (hereinafter referred to as "banks") who are engaged in compiling and producing the bank's research reports (in particular investment and financial recommendations) which are destined for external publication. So-called "buy-side" analysts and "sell-side" analysts, in particular, fall within the scope of application of these Directives. The Directives apply to analysts who conduct primary and secondary research. Furthermore, they apply to both equities and fixed-income analysts. A financial analyst may not circumvent the provisions contained in these Directives by conducting transactions through third parties, such as members of his/her family or other persons close to him/her.
2. Investment and financial recommendations for bank-internal purposes only (such as portfolio and risk management, proprietary trading) that are not provided to clients or made accessible to a broader public (e.g. through publication on intranet or internet sites) do not fall within the scope of application of these Directives. In these Directives, any information which contains target prices for securities is also classified as a recommendation. The Directives also apply to in-depth interviews of and statements by financial analysts in the print media.
3. The Directives apply to banks domiciled in Switzerland. Banks may not use any of their branches abroad and group companies operating abroad in the banking and financial sector to circumvent these Directives.
4. These Directives allow all banks the right to produce financial research, or have research produced, on any company. In this regard, however, the following principles must be observed. If, despite compliance with these Directives, a conflict of interest for the bank's financial research activities cannot be avoided in an individual instance, or cannot be satisfactorily resolved, the bank must forgo publication of research reports on the company in question.

## **Commentary**

The treatment of technical analysis (chart analysis) and pure “recommendation lists” etc. is set out in Circular 7258 of 15 May 2003.

Pursuant to principle 2, the Directives also apply to statements “of a research-like nature” in the print media by financial analysts. A statement is deemed to be “of a research-like nature” if it can be assumed that it will be perceived by the public as research (or the result of research).

In connection with principle 3 in particular, please refer to the more precise definition of the general scope of application given in Circular 7410 of 3 June 2005.

## **2. Principles for internal organisation**

### **2.1 Relationship with new issues department and investment banking**

5. The organisational unit responsible for financial research (hereinafter referred to as “financial research”) must be independent, from an organisational, hierarchical, functional and locational perspective, from the unit that is responsible for issuing securities and for investment banking.
6. The remuneration paid to financial analysts must not be dependent upon the performance (revenues or performance target) of one or more specific transaction(s) of the new issues department or investment banking.
7. If the remuneration paid to the financial analysts is based generally upon the performance of the new issues department or investment banking, this must be disclosed in reports and recommendations.
8. The new issues department and investment banking operations of a bank and its financial research unit must be structured in such a manner that basically no privileged information (“material, non-public” information) flows between them that is not simultaneously available to clients of

the bank (Chinese walls). Prior approval by the unit of the bank responsible for compliance (hereinafter referred to as the "Compliance Unit") is required for any exceptional cases where such information is exchanged despite this requirement. This unit must ensure, in particular, that the exchange of information occurs within the framework of a regulated process. The negative consequences of conflicts of interest must be avoided in such a process.

### **Commentary**

Financial analysts of a bank who are also frequently involved in the pricing of an issue must not be disposed to give a more favourable opinion of a company than they would normally do of their own accord. It must also be ensured that financial analysts and other persons who are directly involved in the preparation of an issue and as such, have access to information ("material, non-public" information) relevant to pricing that has not (yet) been made public, do not gain any benefit from same.

9. Any front-running in securities due to be issued by analysts or other employees of a bank who might benefit from the issuance of a security, is prohibited.

### **Commentary**

This guideline is intended to prevent front-running, particularly by analysts. Nevertheless, analysts, like all other investors, may subscribe for new securities of a particular issue.

10. Research reports may not be sent to the investment banking department prior to their publication either for approval or for complete perusal. A financial analyst may only contact the investment banking department, orally or in writing, for the purpose of checking facts. Any such communication must be carried out with the involvement of the Compliance Unit, or in accordance with a process approved by same, and must be recorded in writing.

11. Financial analysts must not be disposed to write research reports with a predefined conclusion, but must rather, in all cases, be able to reach an independent opinion.
12. In any published research reports, the bank must disclose whether it has participated in the last 12 months in any issue of securities on behalf of the company being researched.

### **Commentary**

Disclosure with respect to any relationship with an issuer needs only to include facts that are considered public under the bank's mandate in respect of the issue. If the facts are not public, any disclosure may only be made with the express consent of the issuer (Banking Act, Art. 47). Consulting mandates are also deemed to be a participation in an issue of securities.

## **2.2 Relationship with securities trading (including proprietary trading) and sales**

13. Financial analysis must be independent, from an organisational, hierarchical and functional perspective, from any units that are responsible for securities trading (including proprietary trading) and sales.
14. The remuneration paid to financial analysts may not be dependent upon the performance (revenues or performance target) of one or more specific securities trading (including proprietary trading) or sales transaction(s).
15. If the remuneration paid to financial analysts is based generally upon securities trading performance (including proprietary trading) or sales, this must be disclosed in reports and recommendations.

### **Commentary**

Financial analysts should not be permitted to make unfounded buy and sell recommendations in the interests of securities trading or sales. Proprietary trading units may also not optimise

their positions with the improper assistance of analysts. An example of such improper conduct shall be if securities are bought by the proprietary trading unit on the recommendation of analysts before bank clients are informed about the recommendation in question (see para. 24).

The separation described in para. 13 must also be locational in respect of the relationship between financial analysis and securities trading (including proprietary trading). In contrast, the separation between financial analysis and sales does not necessarily require separate premises.

Asset managers and corresponding organisational units of banks that conduct only buy-side research, are exempt from para. 13. Where securities executions alone are handled within the same organisational unit that also prepares research reports (e.g. an order routing or execution desk within the portfolio management unit), compliance with para. 13 may be waived.

Companies that operate exclusively as brokerage companies (including research) are exempt from para. 13 if it can be ensured by some other means that the securities sales do not influence the research activities.

- 16. Securities trading (including proprietary trading) and financial research of a bank must be structured in such a manner that basically no privileged information (“material, non-public” information) flows between them that is not simultaneously available to clients of the bank (Chinese walls). For the exceptional case that such information is exchanged despite this, the Compliance Unit of the bank is required to be involved. This unit must ensure, in particular, that the exchange of information occurs within the framework of a regulated process. The negative consequences of conflicts of interest must be avoided in such a process.**

## **Commentary**

The transmission by financial analysts of information to the securities trading and sales department of a bank about any

changes to recommendations that may have been decided is permitted, provided it is ensured that the employees involved in these departments do not use this information for front-running operations for the benefit of their own positions or those of the bank (nostro). The corresponding measures are to be appropriately documented.

## **2.3 Relationship with credit department**

17. Financial analysis must be independent, from an organisational, hierarchical, functional and locational perspective, from any units responsible for lending business.
18. The organisational unit responsible for lending to corporate clients and the financial research unit must be structured in such a manner that basically no privileged information (“material, non-public” information) flows between them that is not simultaneously available to clients of the bank (Chinese walls). For the exceptional case where such information is exchanged despite this, the Compliance Unit of the bank is required to be involved. This unit must ensure, in particular, that any exchange of information occurs within the framework of a regulated process. The negative consequences of conflicts of interest must be avoided in such a process.
19. Any information obtained by advisors of corporate clients that is classified as confidential may not be passed on to financial research of the bank.

### **Commentary**

In the interests of the bank and its clients, loan officers responsible for lending to corporate clients and financial analysts exchange client information. However, financial analysts should not have any incentive to protect their banks’ loan portfolios for short periods by making unfounded positive recommendations. In addition, if a client's loan position deteriorates, the loan officers responsible may not advise financial research and proprietary trading in advance. Measures must therefore be taken

to ensure the independence of financial analysts in such situations as well. The above principles govern this exchange of information.

## **2.4 Equity participations held by a Bank**

20. If a bank holds more than 50 percent of the voting rights of a listed company, the bank may not include any such companies in any of its own financial research (no reports, no recommendations).
21. If a bank holds a percentage of voting rights equal to or greater than the threshold values with regard to the disclosure of shareholdings (notification duty set out in FMIA/FMIO-FINMA), any financial research contained in reports or recommendations relating to any such company must disclose the relevant threshold value in terms of the situation shortly prior to publication of the report or recommendation. In case of companies that do not have their primary listing on Swiss exchange, equivalent foreign provisions may be used in connection with the threshold values and to assist in the calculation of percentage voting rights.
22. Any other potential conflicts of interest must be disclosed in any publication of research reports, unless the bank chooses not to prepare such reports.
23. Proprietary securities (including derivatives), and those of companies that belong to the same group, are not to be included by banks in published recommendations or reports.

### **Commentary**

As a rule, the banks' equity participations in listed companies are not held for short-term investment purposes. Significant participations are also usually disclosed. Nevertheless, there is the risk of a conflict of interest when analysts give an opinion on listed companies in which their employers own an interest. In order to avoid this risk, restrictions apply on a graduated scale to financial research where there is a significant participation in the company concerned.

Percentages that have already been calculated elsewhere (e.g. percentage voting rights as at the end of any previous month) may also be used to disclose voting rights pursuant to para. 21. Otherwise, percentage voting rights must be disclosed as of a date 10 days prior to publication of the report or recommendation.

### **3. Principles for external relationships**

#### **3.1 Relationship with bank clients**

24. As a rule, reports and recommendations by financial analysts, particularly any ratings that are published or changed, are to be made available to all recipients in a client category (recipient group) within and outside the bank at the same time. Internal and external parties and offices may only be given advance notice in exceptional cases and in accordance with the Directives of the Compliance Unit.

#### **Commentary**

Financial analysts provide information to both bank clients and bank departments. Analysts may not discriminate in their treatment of the various addressees in a client category (e.g. by fax, by e-mail, by internet, etc.). In particular, they may not give preference to selected (potential) clients within a recipient group by providing information that other clients in the same recipient group do not simultaneously receive and in such a way that the addressees given preference might be able to derive an advantage in the stock market from it. This also applies to proprietary trading by banks (see para. 13-16).

Equal treatment from a temporal point of view means distributing information in a manner that ensures the information is (potentially) available to all addressees in a recipient group at the same time. In particular, equal treatment in temporal terms means posting the information on the bank's internet site and mailing the information in electronic form (e-mail) at the same time.



If advance information is provided by way of exception, the Compliance Unit must be notified in advance of the group of recipients to receive this information. The bank issues regulations in this regard, defining how and under what conditions information may be passed on in advance. One possible solution is to adequately brief any persons or units provided with information in advance about the confidential nature of the information, and have them sign a confidentiality agreement to be provided to the Compliance Unit. In such an agreement, they undertake to refrain from passing on to third parties any such information received before it is made generally public, and refrain from using it for investment decisions.

### **3.2 Relationship with companies being analysed**

25. As a rule, a company shall not disclose to individual analysts any kind of privileged (“material, non-public”) information. If an analyst nevertheless does receive privileged information in the course of his/her activity, he/she shall decide in consultation with the Compliance unit on how to proceed, in particular, on whether to refrain from publishing the report or recommendation, as well as on whether to disclose that the information could have been privileged.
26. Any bank that is involved in an initial public offering (IPO) as a manager or co-manager may not publish any new reports on the company in question or provide any new recommendation for a period of 40 calendar days following the first day of trading (“quiet period”). By way of exception, the period of 40 calendar days may be shortened with the consent of the Compliance Unit.
27. Any bank that is involved in a secondary public offering (SPO) as a manager or co-manager may not publish any new reports on the company in question or provide any new recommendation for a period of 10 calendar days following the date on which the shares were allocated (“quiet period”). By way of exception, the period of 10 calendar

days may be shortened with the consent of the Compliance Unit.

### **Commentary**

If, within a bank or bank group, the organisational unit that is involved in an IPO or SPO as manager or co-manager is separate from other parts of the bank or group from an organisational and hierarchical perspective, so that no privileged (“material, non-public”) information is able to flow, paras. 26 and 27 will not apply for organisational units that conduct purely buy-side research.

Approval to shorten the 40 or 10-day deadline may be given, by way of exception, if there is some significant news or a significant event relating to the company in question to be passed on in the interests of investors.

28. **A financial analyst may not provide the company with any research results for approval before those results have been published. Any perusal of information by the company to be evaluated prior to publication of the results may only be for the purpose of checking facts.**

### **Commentary**

The company may not be notified of the investment summary or target price in advance. A complete draft of the research report must be provided to the Compliance Unit before the company may be provided with facts from the research report. In the event that a financial analyst wishes to subsequently change the research rating or target price, he must provide written reasons for this, document the change, and obtain approval from the Compliance Unit for any such change.

29. **A financial analyst may notify the company to be evaluated about any rating change one day prior to publication of the research report, but only after the close of trading on the stock exchange(s) where the company in question is listed.**

## **Commentary**

The purpose behind the prohibition against disclosing a rating change to the analysed company before the close of trading is to avoid the financial analyst being influenced by the analysed company, and to avoid any front-running by representatives of the analysed company.

30. A financial analyst may not give any promises that favourable research reports, a specific rating or a specific target price will be published.
31. Analysts may not accept any privileges, gifts or any other favours from the company being analysed where the value of such privileges, gifts or favours exceeds that of normal occasional gifts. If there is any doubt, the analyst must notify the Compliance Unit about any offers received. The bank will set out the procedure to be followed in any such case in an internal directive.

## **Commentary**

Banks must counteract any potential risk of attempts to influence financial analysts, by issuing, among other measures, directives governing permitted gifts, privileges and other favours as well as the relevant corresponding courses of action. In addition, any costs that are directly or indirectly related to a research report, such as the costs of travel and accommodation for financial analysts, are to be paid in all cases by the employer of the analyst, i.e. by the bank.

## **3.3 Proprietary trading by financial analysts**

32. A financial analyst may not acquire for his/her own account any securities which he/she researches (securities, uncertificated securities, incl. derivatives).

## **Commentary**

This principle is applicable to all research reports for which the financial analyst is responsible or in the preparation of which he/she played a key part, and which are intended for publication. This principle shall apply irrespective of whether the analyst works as a buy-side or sell-side analyst.

The following rule governs circumstances prevailing at the time these directives come into force: as stated in para. 32, a financial analyst may not acquire for his/her own account any securities which he/she researches. Should the analyst wish to continue to hold securities already in his/her possession, then he/she must declare in the research report about the relevant company that he/she owns securities in this company (but without revealing the quantity or value). Any sale of securities in companies which the financial analyst has researched is only possible with the consent of the Compliance Unit. These regulations for “buy”, “hold” and “sell” also apply in cases where a financial analyst is newly employed in a bank, or is given new research tasks by his/her employer.

Details are set out in Circular 7258 of 15 May 2003.

33. **If an analyst holds an executive function, or has any other significant influence in the company to be researched, he/she may not prepare any research reports on the company.**

## **4. Concluding provisions**

34. **Banks must publish the basic methodology used for their financial research in a generally accessible and regularly updated form. They must take care when formulating their investment and financial recommendations and their ratings to use clear and understandable language.**
35. **Banks must issue the necessary directives and implement appropriate organisational measures to ensure that these**

Directives are complied with at all times and monitored on an ongoing basis.

36. Internal audit must review compliance with the Directives on a periodic basis.

### **Commentary**

In connection with para. 34, documenting the basic methodology used for analysis in the annual report shall be deemed to be an appropriate form of publication. Furthermore, banks may also make the corresponding information available by posting it on electronic media (internet). A separate publication on the methodology used for financial research is not required.

These Directives were adopted by resolution of the Board of Directors of the Swiss Bankers Association (SBA) on December 2, 2002 and were ratified on January 23, 2003 by resolution of the Swiss Federal Banking Commission (SFBC) as representing a code of conduct. They entered into effect on July 1, 2003. The present revised version was approved by the Board of Directors of the SBA in December 2006 and recognised by the SFBC in December 2007 as a supervisory minimum standard. The revised version enters into effect on July 1, 2008. With regard to the requirement to locationally separate the organisational unit responsible for financial research from other organisational units (paras. 5, 13 and 17) there is a transitional period which ends on December 31, 2008.

## **5. Glossary**

A **"buy-side analyst"** is a financial analyst who prepares research reports for portfolio managers, fund managers, relationship managers or for private banking (or clients of private banking).

A **"Compliance Unit"** is an office within a bank that is responsible for compliance. It can be either an organisational unit that specialises in compliance or an organisational unit that performs tasks relating to compliance, amongst other things. In both cases, this organisational unit may consist of one employee only.

**"Financial Research"** is the organisational unit of the bank responsible for the financial research function. The term "financial research" may, among other things, stand for the corresponding activity or function, the responsible organisational unit or even the corresponding product of this activity. In these Directives, the term is used in the sense of organisational unit.

A **"financial analyst"** is an employee of a bank or a person commissioned by it who is engaged in compiling and producing a bank's research reports (in particular investment and financial recommendations) which are destined for external publication. This definition applies irrespective of whether the person holds the title of financial analyst or not.

**"Company"** is any juristic person which is the subject of research reports or recommendations that will be published.

**"Material, non-public information"** is information about a company that is not available to market participants and the disclosure of which would significantly influence the share price of the company, or would cause an average investor to expect such an influence.

**"Primary research"** includes financial research activities that are based on direct contact with the management of the company being researched as well as the subsequent analysis based on company data.

**"Research report"** is any written or electronic communication that a bank has distributed or will distribute to its clients or the general public which, as a product of its financial research activities, reflects an opinion or recommendation about a company or a security. In particular, reports, analyses and recommendations (including information on target prices and rating changes) are deemed to be research reports.

**"Secondary research"** includes financial research activities that are based on information available to the general public and opinions from experts (including analysts who conduct primary research).

**”Sell-side analyst”** is a financial analyst who prepares research reports on companies within a securities firm or the investment banking department of a bank. These research reports are intended for securities traders or professional market participants.

• Schweizerische Bankiervereinigung  
Aeschenplatz 7  
Postfach 4182  
CH-4002 Basel  
T +41 61 295 93 93  
F +41 61 272 53 82  
office@sba.ch  
www.swissbanking.org