



NORWEGIAN SECURITIES MARKETS ASSOCIATION

BRANSJESTANDARD NR. 3

Analyseavdelingens uavhengighet og integritet.

Standarden ble fastsatt av styret i Verdpapirforetakenes Forbund 6. september 2005 med ikrafttredelse 12. september 2005. Revidert 4. desember 2007, 28. juni 2016, 1. februar 2017, 12. juni 2018, 10. juni 2020, 2. desember 2020, 26. april 2022 og 21. november 2023. Revidert 25. november 2025 med ikrafttredelse 1. februar 2026.

Innholdsfortegnelse

1. Bakgrunn og formål	3
1.1. Innledning	3
1.2. Rettskilder	3
2. Analyseavdelingens uavhengighet.....	3
2.1. Innledning	3
2.2. Honorering	3
2.3. Gjennomgang og verifisering av fakta ved utarbeidelse av analyse	4
2.4. Utstederbetalt analyse	4
3. Egenhandel m.m. for analytikere og tilknyttede personer.....	4
3.1. Restriksjoner ved eierskap i finansielle instrumenter	4
3.2. Unntak.....	5
3.3. Egenhandel for analytikere og tilknyttede personer	5
4. Investeringsanalyser - definisjon og innholdskrav	6
4.1. Definisjon.....	6
4.2. Innholdskrav	7
4.3. Plassering av opplysninger	10
4.4. Analyser som omfatter flere utstederselskap eller en eller flere sektorer/bransje(r).....	10
5. Distribusjon av analyser	11
6. Spesielt om kredittanalyser.....	11
7. Markedsføringsmateriale utarbeidet av analyseavdelingen - definisjon og innholdskrav ...	11
7.1. Definisjon.....	11
7.2. Innholdskrav	11
8. Markedskommentarer/oppdateringer m.m.	12
9. Stille perioder ved utarbeidelse av analyser.....	13
9.1 Innledning	13
9.2. Aksjeanalyse	13
9.3. Kredittanalyse	14
9.4. Smitteeffekt.....	14
10. Intern organisering i verdipapirforetaket m.m.	14
10.1 Innledning	14
10.2 Organisatoriske krav – informasjonssperrer	14
10.3 Taushetsplikt	15
10.4 Godkjenningsfunksjon for oppdrag	15
10.5 Observasjonsliste (oppdragsliste)	15
11 Analytikers bistand til corporate finance	16
11.1. Innledning	16
11.2. Analytikers generelle bistand til corporate finance-avdelingen.....	16
11.3. Deltagelse i markedsføringsaktiviteter.....	16
11.4. Wall-crossing av analytikere.....	16
11.5. Stille periode for analytikere i forbindelse med corporate finance-oppdrag	17

1. Bakgrunn og formål

1.1. Innledning

Standard 3 er bindende for medlemsforetak av Verdipapirforetakenes Forbund (VPFF). Den gjelder for verdipapirforetak som utarbeider og distribuerer analyser. Standarden omfatter blant annet krav til innhold i investeringsanalyser¹ og markedsføringsmateriell². Investeringsanalyser er vurderinger som har som formål å gi en objektiv og uavhengig anbefaling om finansielle instrumenter. De er underlagt strenge krav for å sikre at de ikke er påvirket av kommersielle interesser. Markedsføringsmateriell har som formål å fremme salg av finansielle produkter eller tjenester, og er derfor underlagt andre regler. Standarden inneholder også regler for intern organisering i verdipapirforetak.

Formålet med denne standarden er å sikre analyseavdelingens uavhengighet og integritet basert på lovkravene, herunder at analyser er objektive, balanserte og tydelige, samt at interessekonflikter identifiseres og håndteres på en transparent og forsvarlig måte.

1.2. Rettskilder

Hovedkildene for de lovfestede kravene er verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften med tilhørende rettsakter, og da særlig delegert kommisjonsforordning (EU) 2016/958 og delegert kommisjonsforordning (EU) 2017/565.

I rundskriv 1/2023 gir Finanstilsynet veiledning om «Verdipapirforetaks organisering og virksomhet». Rundskrivet omfatter blant annet taushetsplikt, etablering av informasjonssperrer (chinese walls) og håndtering av interessekonflikter. Disse temaene er relevante også for forståelsen og etterlevelsen av kravene i standard 3.

2. Analyseavdelingens uavhengighet

2.1. Innledning

Ansatte i verdipapirforetak som utarbeider eller formidler investeringsanalyser, eller annen informasjon som anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi, skal sikre at informasjonen er balansert og faglig forankret. Eventuelle interessekonflikter skal opplyses klart og tydelig. Investeringsanalyser skal reflektere analytikerens egne, uavhengige og profesjonelle vurderinger av den aktuelle utstederen og det aktuelle finansielle instrumentet.

Verdipapirforetak, analytikere eller andre personer som deltar i utarbeidelsen av investeringsanalyser, skal ikke tilby/forplikte seg til å gi bestemte anbefalinger (for eksempel kjøpsanbefaling), og kan ikke endre anbefalinger eller estimerer uten et saklig og faglig grunnlag. Se for øvrig om utstederbetalt analyse punkt 2.4 under.

2.2. Honorering

Analytikernes godtgjørelse skal ikke være direkte knyttet til konkrete corporate finance-oppdrag. Det skal opplyses i investeringsanalysen om analytikeren mottar bonus fra foretakets generelle bonusordning og/eller aksjeutbytte.

¹ Se definisjon i punkt 4.1.

² Se definisjon i punkt 7.1.

2.3. Gjennomgang og verifisering av fakta ved utarbeidelse av analyse

Analytikere skal ikke være underlagt veiledning, tilsyn eller kontroll av ledelsen eller ansatte i andre forretningsområder, spesielt corporate finance-avdelingen (dette gjelder ikke for compliance eller andre kontrollfunksjoner). Dersom en investeringsanalyse inneholder en anbefaling eller kursmål, kan ansatte i corporate finance-avdelingen eller det relevante utstederselskapet, ikke gjennomgå eller godkjenne investeringsanalysen før den publiseres.

Dersom det anses nødvendig for å verifisere fakta eller for å avdekke eventuelle interessekonflikter gjengitt i en investeringsanalyse, kan en redigert versjon av investeringsanalysen, uten kursmål og anbefaling, likevel sendes til corporate finance-avdelingen og/eller utstederselskapet. Slik gjennomgang kan kun skje etter tillatelse fra foretakets compliance eller analysesjef. Den som gir slik tillatelse, skal dokumentere og oppbevare begrunnelsen for tillatelsen.

For en IPO-analyse hvor prosessen er regulert gjennom egne retningslinjer (omtales vanligvis som research guidelines), kan corporate finance-avdelingen få tilgang til analyseutkast som sendes til eksterne advokater for gjennomlesning. En IPO-analyse er markedsføringsmateriell, og har ingen anbefaling eller kursmål, men kan indikere et verdiintervall på utstederselskapet. Corporate finance-avdelingen kan sjekke fakta i analysen, men skal ikke gi uttrykk for noen synspunkter eller meninger om det indikerte verdiintervallet. Utstederselskapet skal kun få tilgang til en redigert versjon av analyseutkastet som ikke inneholder indikert verdiintervall, eller annen informasjon om verdsettelse av selskapet.

Verdipapirforetaket skal etablere effektive interne rutiner som sikrer at disse kravene overholdes.

2.4. Utstederbetalt analyse

Utstederbetalt analyse er å anse som markedsføringsmateriell. Dersom utsteder eller en tredjepart betaler for utarbeidelsen av analysen, skal dette fremgå klart og tydelig på fremtredende plass i analysen, for eksempel ved benevnelsen «utstederbetalt analyse», «sponsored research», «commissioned research» eller lignende.

Avtale om analysedekning skal ikke ha vilkår som er egnet til å påvirke analytikerens objektivitet, ut over at verdipapirforetaket får betalt for analysen.

Utstederbetalt analyse skal oppfylle krav til innhold av analyser som følger av standarden punkt 4.2.2 (underpunktene 1, 2, 3, 5 og 10), men skal ikke inneholde anbefaling som kjøp, hold, selg eller underperform, market perform, overperform eller lignende. Analysen kan heller ikke inneholde et kursmål (target price). Analysen kan inneholde et verdiintervall (valuation range) på utstederselskapet som helhet eller per finansielle instrument, forutsatt at verdiintervallet er tilstrekkelig bredt og at verdsettelsesmetodikken og forutsetningene som verdiintervallet er basert på, er beskrevet.

3. Egenhandel m.m. for analytiker og tilknyttede personer

3.1. Restriksjoner ved eierskap i finansielle instrumenter

Analytiker kan ikke utarbeide eller delta i utarbeidelse av analyser av finansielle instrumenter i utstedere hvor vedkommende selv eier finansielle instrumenter. Compliance og/eller analysesjef skal vurdere om forbudet også bør gjelde tilsvarende for eierskap i andre utstedere i samme sektor/bransje.

Et eventuelt salg av finansielle instrumenter forut for at analytiker får i oppgave å ta opp dekning på det finansielle instrumentet og/eller utsteder, må gjennomføres så fort foretaket ber analytiker

forberede seg for å ta opp dekning, og senest én måned forut for planlagt tidspunkt for publisering av analysen. Compliance kan gi unntak fra tidsfristen for gjennomføring av salg.

3.2. Unntak

Etter nærmere vurdering av analysesjef og/eller compliance kan det likevel tillates at analytiker beholder finansielle instrumenter ervervet;

- Tidligere enn 3 måneder før vedkommende begynte som analytiker for det finansielle instrumentet og/eller utsteder.
- På annen måte enn ved kjøp; eksempelvis arv, skifte og fusjonsvederlag.

Dersom beholdningen er ervervet som nevnt i punktene over, gjelder følgende bestemmelser:

- Analytiker kan ikke selge med mindre siste anbefaling er salg. Compliance kan i særlige tilfeller gi dispensasjon fra denne bestemmelsen.
- Analytikere kan ikke selge før det har gått minst fem virkedager etter at vedkommendes analyse (med salgsanbefaling) er offentliggjort. Restriksjonen på salg gjelder selv om eventuell bindingstid er utløpt.
- Analytikere kan benytte/selge tegningsretter ved emisjon av aksjer i selskaper analytikeren er aksjonær i fra før, men kan ikke kjøpe nye tegningsretter.

Analytikere har opplysningsplikt om egen beholdning slik det fremgår av punkt 4.2.4 under (Krav til opplysninger om interessekonflikter i analyser).

3.3. Egenhandel for analytiker og tilknyttede personer³

Analytikere og deres tilknyttede personer med kunnskap om:

- (1) det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøringen av analysen, eller,
 - (2) innhold av analysen som ikke er tilgjengelig for kundene eller offentligheten, og
 - (3) innhold av investeringsanalysen som ikke lett kan utledes av offentlig tilgjengelig informasjon
- kan ikke handle for egen eller andres regning (herunder verdipapirforetakets regning) i finansielle instrumenter som omfattes av analysen eller et avledet finansielt instrument, før mottakerne av analysen har hatt rimelig tid til å handle på bakgrunn av analysen. (Som det fremgår av punkt 3.1, over kan ikke analytiker eie finansielle instrumenter i utstedere analytikere har analysedekning på/deltar i utarbeidelse av analyser av, med de unntak som fremgår av punkt 3.2.)

Som analytikers «tilknyttede person» menes;

- (i) ektefelle eller annen person som analytiker bor sammen med i ekteskapslignende forhold (samboer);
- (ii) mindreårige barn av analytiker eller av den ansattes ektefelle eller samboer;
- (iii) andre slektninger av analytiker som har delt husholdning med analytiker i minst ett år på tidspunktet for egenhandel;
- (iv) selskap hvor (a) analytikers tilknyttede personer har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1–3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1–3 annet ledd eller

³ Se kommisjonsforordning (EU) 2017/565 artikkel 37 nr 2 (a).

selskapsloven § 1–2 annet ledd, samt; (b) analytiker, alene eller sammen med tilknyttede personer, har eller kontrollerer minst 20 prosent av stemmerettene eller kapitalen;

- (v) en person hvor analytikers forbindelser er slik at analytiker har en direkte eller indirekte vesentlig interesse i handelens utfall, med unntak av et gebyr eller en provisjon for gjennomføring av handelen.

Se forøvrig VPFFs anbefaling nr 5 om ansattes egenhandel.

4. Investeringsanalyser - definisjon og innholdskrav

4.1. Definisjon⁴

Med investeringsanalyse (heretter kalt analyse) menes i denne standarden, analyse eller annen informasjon med anbefaling eller forslag til en investeringsstrategi, eksplisitt eller implisitt, som gjelder et eller flere finansielle instrumenter eller utstedere av finansielle instrumenter, herunder enhver uttalelse om slike instrumenters nåværende eller framtidige verdi eller kurs, beregnet på distribusjonskanaler eller offentligheten, og der følgende vilkår i denne sammenheng er oppfylt:

a) Analysen eller informasjonen er merket eller beskrevet som investeringsanalyse eller lignende, eller presenteres på annen måte som en objektiv eller uavhengig forklaring av de forholdene som anbefalingen inneholder.

b) Dersom vedkommende anbefaling ble gitt av et verdipapirforetak til en kunde, ville det ikke utgjøre yting av investeringsrådgivning etter direktiv 2014/65/EU.

Ovennevnte definisjon følger av kommisjonsforordning EU 2017/565 artikkel 36, jf. verdipapirforskriften § 2-2.

Med kriteriet «enhver uttalelse om slike instrumenters nåværende eller fremtidige verdi eller kurs», tolker VPFF det slik at det må ligge en vurdering til grunn, ikke en gjengivelse av hva som er aktuell markedskurs (for eksempel børskurs). Det samme gjelder dersom det bare gjengis den verdi/kurs som benyttes i fremtiden ved ombytting til et annet finansielt instrument eller innløsning/bortfall av derivatkontrakter. Informasjon i form av en vurdering av verdien på et finansielt instrument, som ikke er priset gjennom omsetning i markedet (regulert marked/børs, multilateral handelsfasilitet/organisert handelsfasilitet, OTC-system), eller hvor det har gått lang tid siden en pris ble fastsatt i markedet, vil derimot være informasjon som faller innenfor definisjonen.

Hvis en analyse viser til en tidligere rapport, men enten bekrefter den tidligere vurderingen eller verdsettelsen, eller inneholder nye vurderinger basert på nye fakta eller hendelser om utstederen, regnes dette som en ny investeringsanalyse⁵.

⁴ Se verdipapirforskriften § 2-2 som viser til definisjonen i EU 2017/565 artikkel 36.

⁵ Se ESMA Q&A spørsmål 8.6: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar_0.pdf

4.2. Innholdskrav⁶

4.2.1 Opplysninger om den som utarbeider en investeringsanalyse

Det skal gis følgende opplysninger:

- Navn og stillingsbetegnelse på analytiker(e) som har utarbeidet analysen, samt tilsvarende opplysninger om eventuelle andre personer som har vært involvert i utarbeidelsen av analysen.
- Navn på juridisk person som har ansvar for analysen.
- Navn på tilsynsmyndighet.

4.2.2 Generelle krav til innhold⁷

Punktene 1.–9. under følger av artikkel 3 og 4 i kommisjonsforordning (EU) 2016/958.

Den som utarbeider en analyse skal sikre at:

1. Det skilles klart mellom fakta og tolkninger, vurderinger, oppfatninger og andre typer opplysninger som ikke er fakta.
2. Alle informasjonskilder er pålitelige, eller dersom det hersker tvil om hvorvidt en kilde er pålitelig, at det gjøres klart og tydelig oppmerksom på dette.
3. Alle prognoser, forventninger og kursmål klart og tydelig angis som slike, og at vesentlige antakelser som ligger til grunn for utarbeidingen eller bruken av dem, angis.

Videre skal følgende opplysninger gis på en klar og tydelig måte:

4. En erklæring om eventuelle endringer i analysen, utover korrigerings av rene faktaopplysninger, hvis endringene ble gjort etter innspill fra utsteder etter at denne ble gjort kjent med analysen. En erklæring om hvorvidt utstederen som anbefalingen direkte eller indirekte vedrører, har blitt underrettet om anbefalingen og om anbefalingen senere har blitt endret.⁸
5. En angivelse av hvor nærmere opplysninger om verddivurderingen eller metoden og de underliggende forutsetningene er direkte og enkelt tilgjengelige, med mindre personen som utarbeider analysen, har benyttet beskyttede modeller.
6. En angivelse av hvor vesentlige opplysninger om de benyttede beskyttede⁹ modellene er direkte og enkelt tilgjengelige, dersom den personen som utarbeider analyser, har benyttet slike modeller.
7. En angivelse av den planlagte oppdateringshyppigheten for analysen.
8. En angivelse av relevant dato og tidspunkt for alle priser på finansielle instrumenter nevnt i analysen.
9. Dersom en analyse avviker fra tidligere analyser som gjelder samme finansielle instrument eller utsteder og har blitt formidlet i den foregående tolv månedersperioden, skal endringen(e) og datoen for den tidligere analyser angis.

⁶ Verdipapirforskriften § 3-1 nr. 11, jf. kommisjonsforordning (EU) 2016/958.

⁷ Kommisjonsforordning (EU) 2016/958 artikkel 3.

⁸ VPFFs tolkning er at dette ikke gjelder korrigerings av rene faktaopplysninger.

⁹ Engelsk oversettelse er «proprietary models», mens den norske oversettelsen er «eiendomsrettslig beskyttede modeller». VPFF legger til grunn at det dreier seg om en modell som er eiet og kontrollert av en bestemt person eller virksomhet, og at den ikke er offentlig tilgjengelig eller fritt brukbar.

10. Lenke til utsteders publiserte bærekraftrapportering, enten direkte eller til annen relevant nettside.¹⁰

4.2.3 Krav til innhold som er avhengig av analysens lengde eller form¹¹

Den som utarbeider en analyse skal videre sikre at punktene 1.-5. under oppfylles.

1. At alle vesentlige informasjonskilder angis klart og tydelig.
2. At dato og tidspunkt da utarbeidingen av analysen ble ferdigstilt, angis klart og tydelig.

Videre skal følgende opplysninger gis på en klar og tydelig måte:

3. Et sammendrag av alt grunnlag for verdivurderinger eller metoder og de underliggende forutsetningene som er benyttet for enten å vurdere et finansielt instrument eller en utsteder, eller for å fastsette et kursmål for et finansielt instrument, samt en angivelse og et sammendrag av eventuelle endringer i verdivurderingen, metoden eller de underliggende forutsetningene.
4. En redegjørelse for betydningen av de anbefalingene som gis, f.eks. om å «kjøpe», «selge» eller «beholde», og tidsrammen for den investeringen analysen gjelder, forklart på egnet måte, samt en egnet advarsel om risiko, herunder en sensitivitetsanalyse av forutsetningene.
5. En liste over alle verdipapirforetakets analyser om finansielle instrumenter eller utstedere som har blitt formidlet i den foregående tolv månedersperioden, der hver analyse inneholder: datoen for formidlingen, identiteten til den (de) fysiske personen(e) som er involvert i utarbeidingen av analysen, kursmålet og den relevante markedsprisen på tidspunktet for formidlingen, analysens retning og kursmålets eller analysens gyldighetsperiode.

Dersom offentliggjøring av opplysningene i de nevnte punktene ikke står i forhold til analysens lengde eller form, for eksempel når det gis muntlige anbefalinger i møter, presentasjoner («road shows») eller lyd- eller videokonferanser samt i intervjuer på radio, fjernsyn eller nettsteder, skal det angis i anbefalingen hvor personene som mottar anbefalingen, enkelt og vederlagsfritt kan få direkte tilgang til de nødvendige opplysningene¹².

4.2.4 Krav til opplysninger om interessekonflikter i analyser¹³

Analytikeren skal tydelig opplyse om alle egne interesser og interessekonflikter som med rimelig grunn kan forventes å påvirke analysens objektivitet. Dette gjelder også for andre som har deltatt i utarbeidelsen av analysen.

Når det gjelder analytikers og tilknyttede personers eierskap i finansielle instrumenter, vises det til hovedregelen om forbud og restriksjoner i kapittel 3 over. Uavhengig av dette skal det alltid opplyses om følgende forhold:

- om analytikeren eller vedkommendes tilknyttede person, direkte eller indirekte, har beholdning i de finansielle instrumenter som analysen omfatter, skal samlet størrelse på beholdningen

¹⁰ Nr. 10 går ut over kravene i kommisjonsforordning (EU) 2016/958.

¹¹ Kravene følger av kommisjonsforordning (EU) 2016/958 artikkel 3 og 4.

¹² Se kommisjonsforordning (EU) 2016/958 artikkel 3 og 4.

¹³ Se også kommisjonsforordning (EU) 2016/958 artikkel 5.

opplyses i analysen, og om analytiker har en annen økonomisk interesse i ett eller flere av de finansielle instrumenter analysen gjelder,

- om andre personer som har vært involvert i utarbeidelsen av analysen har en ikke-ubetydelig eierandel eller annen økonomisk interesse i ett eller flere av de finansielle instrumenter som analysen gjelder.

Det enkelte verdipapirforetak må også foreta en vurdering av om det er andre ansatte i foretaket som skal navngis i analysen, fordi vedkommende eier finansielle instrumenter i utstederselskapet direkte eller indirekte. Dersom dette er tilfelle, skal størrelsen på vedkommendes beholdning opplyses.

I tillegg skal det opplyses om verdipapirforetakets egne og nærstående¹⁴ juridiske personers interesser eller interessekonflikter, dersom det med rimelig grunn kan forventes at slike interesser er kjent for analytikeren eller andre fysiske personer som deltar i utarbeidelsen av analysen, og eventuelt andre fysiske personer som med rimelig grunn kan forventes å ha hatt tilgang til analysen før den ble distribuert eller offentliggjort.

Opplysningsplikten i lovgivningen modifiseres ved at det ikke foreligger noen plikt for verdipapirforetaket «å bryte effektive informasjonssperrer som er etablert for å unngå interessekonflikter mellom virksomhetens avdelinger». Bestemmelsene i lovgivningen omfatter både opplysninger som i utgangspunktet er offentlige og taushetsbelagte. Opplysninger om eierandel i et aksjeselskap er normalt offentlig tilgjengelig informasjon. Selv om det i noen tilfeller ikke er offentlig tilgjengelig informasjon (for eksempel utenlandsk selskap), så vil opplysninger om egen eierandel i et selskap, normalt ikke bryte med taushetsplikten. Opplysninger om «annen (ikke ubetydelig) økonomisk interesse» kan derimot lett være opplysninger som er underlagt taushetsplikt. For eksempel kan ikke en bank gi opplysninger til analytikere i bankens verdipapirforetak om utsteders kredittengasjementer. Det foreligger dermed heller ingen plikt til å inkludere slike opplysning i analysen.

4.2.5 Ytterligere krav til opplysninger om interessekonflikter

Punktene 1.-8. under er en omskrevet versjon av de lovfestede opplysningskravene om interesser /interessekonflikter i kommisjonsforordning (EU) 2016/958 artikkel 6.

I analysen skal følgende opplysninger gis¹⁵:

1. Verdipapirforetakets nettoposisjon i utstederen dersom denne overskrider terskelen på 0,5 prosent av utstederens samlede utstedte aksjekapital, herunder en erklæring om det er en eier- eller shortposisjon.
2. Utstederens eierskap av aksjer i verdipapirforetaket eller i nærstående juridiske personer, dersom eierskapet overstiger 5 prosent av aksjekapitalen eller med rimelig grunn kan forventes å påvirke analysens objektivitet, samt annen ikke-uvesentlig økonomisk interesse som verdipapirforetaket eller nærstående juridiske personer har i forhold til utstederen.
3. Hvis aktuelt, at verdipapirforetaket eller tilknyttede juridiske personer er market maker eller likviditetsgarantist i de aktuelle finansielle instrumentene.
4. Hvis aktuelt, at verdipapirforetaket eller nærstående juridiske personer har vært tilrettelegger eller medtilrettelegger i forbindelse med et offentliggjort tilbud om finansielle instrumenter i det aktuelle utstederselskapet i de foregående tolv månedene. Etter VPFFs oppfatning er

¹⁴ Se verdipapirhandelloven §2-5.

¹⁵ For «nærstående juridiske personer» se verdipapirhandelloven § 2-5.

det ikke nødvendig å gi slike opplysninger dersom verdipapirforetakets oppdrag kun har vært å være tegningssted (motta bestillinger).

5. Hvis aktuelt, at verdipapirforetaket eller andre personer som tilhører samme konsern har et avtaleforhold med utsteder vedrørende levering av investeringstjenester eller tilleggstjenester, såfremt slik opplysning ikke vil åpenbare forretnings- eller driftshemmeligheter, og avtalen har vært i kraft i løpet av de siste tolv månedene, eller at det i løpet av samme periode har oppstått en forpliktelse til å betale eller motta kompensasjon.
6. Hvis aktuelt, at personen eller andre personer som tilhører samme konsern er part i en avtale med utstederen vedrørende utarbeidelse av analysen.
7. Beskrivelse av hvilke organisatoriske og administrative forholdsregler, og opplysningsbarrierer, som er innført med det formål å forebygge og unngå interessekonflikter når det gjelder utarbeidelse av analyser.
8. Kvartalsvis offentliggjøre hvor stor andel av utarbeidede anbefalinger som tilhører kategorien kjøp, selg, hold eller tilsvarende, samt hvor stor andel av utstederne som svarer til hver av disse kategoriene som verdipapirforetaket har levert ikke-ubetydelige «investeringsbanktjenester» (corporate finance-oppdrag) til i løpet av de siste tolv månedene.

Dersom offentliggjøring av opplysningene i punktene 1.–7. over ikke står i forhold til analysens lengde eller form, for eksempel når det gis muntlige anbefalinger i møter, presentasjoner («road shows») eller lyd- eller videokonferanser samt i intervjuer på radio, fjernsyn eller nettsteder, skal det angis i anbefalingen hvor personene som mottar anbefalingen enkelt og vederlagsfritt kan få direkte tilgang til de nødvendige opplysningene¹⁶.

4.3 Plassering av opplysninger

Opplysninger som verdipapirforetaket er pålagt å opplyse om i analyser etter bestemmelsene over skal fortrinnsvis inntas samlet på et egnet sted i analysen.

Når verdipapirforetaket er involvert i et offentliggjort corporate finance-oppdrag skal foretakets rolle opplyses om på forsiden av analysen (eller der dette omtales i analysen), dersom utstederen som oppdraget gjelder er tema i analysen. Etter at transaksjonen er gjennomført gjelder punkt 4.2.5 nr. 4 ovenfor.

4.4 Analyser som omfatter flere utstederselskap eller en eller flere sektorer/bransje(r)

I analyser som omfatter tre eller flere utstederselskaper,¹⁷ eller én eller flere sektorer/bransjer, samt i rapporter (månedssrapporter og lignende) kan det enten tas inn i analysen de opplysninger som kreves inntatt i henhold til punkt 4.2 (Innholdskrav), eller tas inn en generell opplysning om at verdipapirforetaket kan ha corporate finance-oppdrag og/eller at foretaket eller dets ansatte kan ha beholdning i de aktuelle utstedereselskapene.

Det skal opplyses om hvor informasjon om de faktiske forhold er tilgjengelig, eksempelvis på foretakets hjemmeside eller ved at foretaket gir opplysninger ved forespørsel.

¹⁶ Se kommisjonsforordning (EU) 2016/958 artikkel 6 nr 4.

¹⁷ Grensen er seks utstedere etter reglene i USA; se: [2241. Research Analysts and Research Reports | FINRA.org](#) kapittel (c) Content and Disclosure in Research Reports punkt (7).

5. Distribusjon av analyser

Verdipapirforetak bør sikre at analyseprodukter og anbefalinger distribueres samtidig til relevante kunder.

Dersom analyser gjøres tilgjengelige for enkelte kunder før andre, skal dette være saklig begrunnet, dokumentert og i tråd med foretakets interne retningslinjer og rutiner for håndtering av interessekonflikter.

6. Spesielt om kredittanalyser

Lovgivningen skiller ikke mellom aksjeanalyse og kredittanalyse.

Kredittanalyse hvor det benyttes kvantitative modeller for å gi selskapene (eksempelvis banker) en «automatisk» kredittscore, uten subjektive vurderinger fra analytikere, faller utenfor definisjonen av investeringsanalyser.

En form for kredittanalyse er rapporter uten anbefaling som inneholder en vurdering av låntakers (obligasjonsutsteders) evne til å betjene lån (kreditt) samt en vurdering av sikkerheten/verdiene som underbygger selskapets gjeld. I slike rapporter fokuseres det på hvilke kredittstyrker og kredittsvakheter en utsteder har, herunder kan det gjøres sammenligninger med tilsvarende utstedere («peer credits»). Denne form for rapporter har dermed ikke til formål å anbefale eller foreslå en investering eller investeringsstrategi og faller dermed utenfor definisjonen av investeringsanalyser i denne standarden.

Ovennevnte kredittanalyser- og rapporter anses som markedsføringsmateriale, og skal oppfylle innholdskravene i punkt 7.1 under (Innholdskrav til markedsføringsmateriale).

Kredittanalyser og -rapporter som inneholder anbefalinger knyttet til konkrete utstedere eller finansielle instrumenter, regnes derimot som investeringsanalyser.

7. Markedsføringsmateriale utarbeidet av analyseavdelingen - definisjon og innholdskrav

7.1. Definisjon

Med markedsføringsmateriale forstås i denne sammenheng kommunikasjon som:

- Promoterer verdipapirforetakets tjenester, finansielle instrumenter eller investeringsstrategier.
- Ikke omfattes av kravene til uavhengige investeringsanalyser etter punkt 4 over (Investeringsanalyser - definisjon og innholdskrav).
- Kan inneholde handelstips, markedsvurderinger eller investeringsidéer.
- Ikke inneholder en objektiv eller uavhengig analyse.

7.2. Innholdskrav¹⁸

7.2.1 Generelt

Innholdet skal være balansert, klart og ikke villedende. Dersom materialet omtaler finansielle instrumenter, skal det inntas informasjon om relevante risikoelementer. Markedsføringsmateriale skal klart merkes som sådan.

¹⁸ Ytterligere innholdskrav følger av kommisjonsforordning (EU) 2017/565 artikkel 44

7.2.2 Følgende opplysninger om interessekonflikter skal inntas i markedsføringsmateriale

Dersom markedsføringsmaterialet gjelder ett eller flere finansielle instrumenter, skal det i tillegg opplyses om interessekonflikter, som minst omfatter:

- Samlet størrelse på den som har utarbeidet materialet, og/eller vedkommendes tilknyttede personer, sin beholdning av slike finansielle instrumenter.
- Opplysninger om den som har utarbeidet materialet og vedkommendes tilknyttede personers eventuelle styremedlemskap og/eller ansettelsesforhold i utsteder av slike finansielle instrumenter, på tidspunkt for deling/offentliggjøring.
- Om verdipapirforetaket eller dets nærstående¹⁹ kan ha en egen beholdning av de finansielle instrumentene markedsføringsmaterialet omhandler. Dette gjelder ikke beholdning som følge av verdipapirforetakets egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomhet.
- Om verdipapirforetaket har hatt corporate finance-oppdrag for utsteder av de finansielle instrumentene i løpet av de siste 12 måneder.
- Dersom verdipapirforetaket på annet vis har en egeninteresse i det finansielle instrumentets utvikling.
- Dersom markedsføringsmaterialet utarbeides i forbindelse med et konkret corporate finance-prosjekt, at analytikeren ikke mottar bonus tilknyttet det konkrete oppdraget markedsføringsmaterialet eventuelt er utarbeidet i forbindelse med.

Dersom ovennevnte krav ikke står i rimelig forhold til markedsføringsmaterialets lengde eller form, eller markedsføringen er muntlig, er det tilstrekkelig at det klart og tydelig opplyses hvor man kan få tilgang til nødvendige opplysninger, som for eksempel foretakets hjemmeside.

8. Markedskommentarer/oppdateringer m.m.

Kommunikasjon som:

- gir faktabaserte nyhetssammendrag, makroøkonomiske oppdateringer eller hendelsesdrevne overskrifter
- ikke inkluderer analyser, subjektive vurderinger eller strategiske råd
- ikke gir konkrete investeringsanbefalinger eller -oppfordringer
- har et utpreget informativt formål, uten salgs- eller rådgivningselementer

er ikke markedsføring, og omfattes normalt ikke av definisjonen av investeringsrådgivning etter verdipapirhandelloven § 2-4 eller investeringsanalyse etter kommisjonsforordning (EU) 2017/565 artikkel 36. Det anbefales imidlertid at slikt materiale underlegges intern redaksjonell kontroll for å sikre at materialet ikke faller inn under markedsføring eller analyse.

Kravene i verdipapirhandelloven § 10-10 om «informasjon til kunden» får anvendelse, samt at kravene i punkt 7.2.2 over om opplysninger om interessekonflikter gjelder så langt de passer for kommunikasjon som nevnt i dette punktet.

¹⁹ Se verdipapirhandelloven § 2-5

9. Stille perioder ved utarbeidelse av analyser

9.1 Innledning

For verdipapirforetak som opptrer som tilretteleggere, syndikatmedlemmer og rådgivere gjelder restriksjoner på utarbeidelse og distribusjon av analyser som omhandler utsteder i transaksjonen. I en periode med restriksjoner må det vurderes å inaktivere gjeldende anbefalinger og estimater. Det avgjørende her vil være hvor lenge restriksjonene antas å vare. Det må tas hensyn til at anbefaling og estimater kan bli utdaterte og misvisende, dersom restriksjonene varer over lenger tid. Dette må vurderes av analysesjef og/eller compliance.

Med mindre annet er bestemt og fastsatt i research guidelines eller tilsvarende retningslinjer for den enkelte transaksjon, gjelder restriksjonene i punktene 9.2 til 9.4 under. I syndikater kan det være hensiktsmessig at medlemmene koordinerer håndteringen av restriksjonene.

Se også punkt 11.5 under om «Stille perioder for analytiker i forbindelse med corporate finance-oppdrag».

9.2. Aksjeanalyse

Ved *offentlig emisjon eller videresalg* skal det ikke utarbeides og distribueres²⁰ analyse senere enn syv dager før prospektet offentliggjøres eller tidligere enn tretti dager etter siste dag i tegningsperioden for emisjonsaksjene eller videresalget.

Ved *notering av utsteder på regulert marked* skal det ikke utarbeides og distribueres analyse senere enn syv dager før prospektet offentliggjøres eller tidligere enn tretti dager etter første noteringsdag.

Ved *notering på multilateral handelsfasilitet* skal det ikke utarbeides og distribueres analyser med kursmål og/eller anbefaling tidligere enn fjorten dager etter første noteringsdag. Dersom det utarbeides prospekt i forbindelse med slik notering, gjelder samme restriksjoner på utarbeidelse og distribusjon som ved notering av utsteder på regulert marked.

Ved *private plasseringer* skal det ikke utarbeides og distribueres analyse tidligere enn to børsdager etter at resultatet av plasseringen er offentliggjort.

Ved *reparasjonsemisjoner* etter private plasseringer skal det ikke utarbeides og distribueres analyse senere enn syv dager før prospektet for reparasjonsemisjonen offentliggjøres, eller tidligere enn dagen etter siste dag i tegningsperioden.

Det kan likevel utarbeides og distribueres analyser også i slike stille perioder dersom det kommer vesentlige selskapsspesifikke nyheter, eller det skjer vesentlige hendelser vedrørende utstederselskapet. Dette krever forutgående klarering av analysesjef og/eller compliance. Verdipapirforetaket bør i slike tilfeller særlig tydeliggjøre interessekonflikten, for eksempel ved å ta inn en tekst på forsiden av analysen, og vurdere om anbefaling og kursmål skal inkluderes eller ikke.

Verdipapirforetak bør også ha rutiner for hvordan analysedekning håndteres når det annonseres andre typer corporate finance-oppdrag, for eksempel rådgivning i forbindelse med oppkjøp eller tilbudssituasjoner. Hvis analysedekningen fortsetter mens oppdraget pågår og oppdraget er offentlig, skal analysen opplyse om oppdraget. Det bør samtidig vurderes om analysen skal publiseres uten anbefaling og kursmål, eller om den skal underlegges ekstra redaksjonell kontroll.

²⁰ Med «distribusjon» menes her enhver form for offentliggjøring eller spredning.

9.3. Kredittanalyse

Ved obligasjonsutstedelser skal behovet for restriksjoner på utarbeidelse og distribusjon av analyse vurderes, herunder eventuelt restriksjonens lengde²¹. Normal praksis ved obligasjonsutstedelser er at det produseres en «pre-issue» rapport uten anbefaling, som distribueres i forbindelse med lansering. For en «pre-issue» rapport bør det gjøres en konkret vurdering av behovet for restriksjoner i forhold til enkelte jurisdiksjoner og for særlige disclaimere.

9.4. Smitteeffekt

Restriksjonene over gjelder hver for seg for utarbeidelse og distribusjon av aksjeanalyse ved aksjeutstedelse eller notering av aksjer på regulert marked, og for utarbeidelse og distribusjon av kredittanalyse ved obligasjonsutstedelse eller notering av obligasjoner på regulert marked. Det innebærer at det som hovedregel ikke kreves stille periode eller andre restriksjoner for utarbeidelse og distribusjon av aksjeanalyse i forbindelse med et mandat for obligasjonsutstedelse, og tilsvarende at det normalt ikke kreves stille periode eller andre restriksjoner for utarbeidelse og distribusjon av kredittanalyse i forbindelse med et mandat for aksjeemisjon. Stille periode eller restriksjoner kan likevel i visse situasjoner være nødvendig, eksempelvis i en situasjon hvor utstederselskapet går gjennom en større restrukturering. Et viktig moment vil være type transaksjon og hvor lang periode transaksjonen strekker seg over.

Analysesjef og/eller compliance skal vurdere om det skal innføres restriksjoner for både aksjeanalyse og kredittanalyse i tilfeller som nevnt.

10. Intern organisering i verdipapirforetaket m.m.

10.1 Innledning

Verdipapirforetak som utarbeider og formidler analyser er (foruten compliance og andre støttefunksjoner) som oftest organisert rundt flere avdelinger, som kan ha motstridende interesser.

Investeringsstjenestevirksomhet har en rekke iboende interessekonflikter, og det vil også være interessekonflikter mellom avdelingene, som må håndteres²². Verdipapirforetakene har plikt til å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og hindre eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket/ansatte og kundene, og kundene imellom.

Det stilles derfor krav til intern organisering samt uavhengighet mellom avdelinger i verdipapirforetak. Blant annet må informasjonssperrer (chinese walls) være effektive, og både utstedere og investorer må ha tillit til at verken innsideinformasjon eller fortrolig informasjon flyter mellom avdelinger eller innad i avdelinger, uten at det er en berettiget grunn for dette.

Finanstilsynets rundskriv 1/2023 om «Verdipapirforetak organisering og virksomhet» inneholder Finanstilsynets tolkninger og forvaltningspraksis.

10.2 Organisatoriske krav – informasjonssperrer²³

For å hindre at konfidensiell informasjon spres mellom ulike deler av virksomheten, skal det etableres organisatoriske, fysiske og systemmessige informasjonssperrer (chinese walls). Disse

²¹ Behovet for restriksjoner ved obligasjonsutstedelser skal først og fremst vurderes med tanke på analyser med anbefaling i den perioden transaksjonen er «åpen» og kjent i markedet.

²² Verdipapirforskriften § 2-2, jf. kommisjonsforordning (EU) 2017/565 kapittel 3 om «Interessekonflikter».

²³ Se Finanstilsynets rundskriv 1/2023 om «Verdipapirforetaks organisering og virksomhet» punkt 3.5.

skal skille corporate finance, analyse- og megleravdelingen, og skal også sikre at kun personer med tjenstlig behov får tilgang til informasjon.

Organisatorisk: Corporate finance- og analyseavdelingene skal være separate enheter med egne ledere og tydelig ansvarsfordeling.

Systemmessig: Det skal etableres tekniske begrensninger i IT-systemene for tilgang til informasjon på tvers av avdelinger.

Fysisk: Corporate finance-avdelingen skal være fysisk adskilt og avlåst fra andre avdelinger. Det samme bør gjelde analyseavdelingen. Krav til forsvarlig informasjonshåndtering skal ivaretas ved bruk av møterom, og møter skal avholdes i møterom uten innsyn.

10.3 Taushetsplikt²⁴

Ansatte i verdipapirforetak har taushetsplikt om det de under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold herunder hvem som er kunde. Plikten gjelder uavhengig av om informasjonen er sensitiv eller ikke. Verdipapirforetakene skal ha interne instruksjoner om taushetsplikt og om når informasjon kan deles.

Taushetsplikten gjelder ikke når personer har et tjenstlig eller saklig behov for informasjonen, som for eksempel ansatte i kontrollfunksjoner, rådgivere eller kontraktsmotparter. I slike tilfeller skal det vurderes hva som faktisk er nødvendig å dele. Dersom informasjonen utgjør innsideinformasjon, skal mottakerne føres på innsideliste og informeres om oppføringen samt relevante restriksjoner mv.

10.4 Godkjenningssfunksjon for oppdrag

Verdipapirforetak som driver virksomhet av et visst omfang og tjenestespekter skal ha en sentralisert godkjenningssfunksjon, ofte omtalt som engagement committee/deal committee e.l. Godkjenningssfunksjonen skal vurderer nye oppdrag før de aksepteres, identifisere mulige interessekonflikter, og sikre at disse håndteres forsvarlig.

Godkjenningssfunksjonen er særlig relevant for corporate finance og plasseringsoppdrag²⁵, men kan også omfatte større eller uvanlige oppdrag innenfor annenhåndsvirksomhet (mottak og formidling av sensitive ordre, utførelse av slike ordre og egenhandel).

Finanstilsynets forventninger til komiteens arbeid, sammensetning og organisering er nærmere beskrevet i Rundskriv 1/2023 (Verdipapirforetaks organisering og virksomhet).

10.5 Observasjonsliste (oppdragsliste)

Som en del av verdipapirforetakets organisering for å redusere risikoen for interessekonflikter, skal det føres en observasjonsliste med oversikt over alle corporate finance-oppdrag og konkrete indikasjoner på slike. Observasjonslisten, som i utgangspunktet er konfidensiell, skal kun være tilgjengelig for relevante ansatte med et saklig behov for innsyn (typisk medlemmer av godkjenningssfunksjonen for oppdrag, samt compliance/legal).

²⁴ Se Finanstilsynet Rundskriv 3/2019 med veiledning om taushetsplikt etter bl.a. verdipapirhandelloven.

²⁵ Kommisjonsforordning (EU) 2017/565 oppstiller særskilte regler om interessekonflikter ved fulltegningssgarantier og plassering av finansielle instrumenter (artikkel 38-43).

10.6 Uttalelser til media

Dersom analytikere eller andre ansatte i verdipapirforetak kommenterer et selskap i media, bør vedkommende så langt praktisk mulig gi opplysning om egen vesentlig beholdning i finansielle instrumenter utstedt av selskapet, eller andre interessekonflikter. Vedkommende er ikke ansvarlig for om slike opplysninger videreformidles av media eller ikke.

11 Analytikers bistand til corporate finance

11.1. Innledning

Analytikere skal ikke delta i andre aktiviteter enn utarbeidelse av analyser, dersom disse aktivitetene ikke er forenelige med at analytikeren bevarer sin objektivitet. Det kreves en grundig vurdering av både analytikeren selv, analytikerens overordnede og compliance dersom analytikeren skal delta i noen form for aktiviteter som er knyttet til eller innebærer bistand til corporate finance-avdelingen. Ved slike vurderinger bør man ikke bare vurdere analytikerens selvstendige evne til å bevare sin objektivitet, men også potensielle reaksjoner og oppfatninger blant kunder og andre interessenter. Nedenfor er det nevnt noen eksempler på aktiviteter som analytikere kan delta i, forutsatt at analytikerens objektivitet opprettholdes.

11.2. Analytikers generelle bistand til corporate finance-avdelingen

Analytikeren kan delta i følgende generelle aktiviteter knyttet til corporate finance-avdelingen:

- Bistå corporate finance-avdelingen med idéer til mulige transaksjoner så lenge regler og retningslinjer om informasjonssperrer m.m. ivaretas, herunder at corporate finance-avdelingen ikke deler konfidensiell informasjon med analytiker. Analytiker må i disse tilfellene utvise stor varsomhet, slik at bistanden ikke medfører at det kan stilles spørsmål om analytikers objektivitet.
- Gi begrenset bistand til markedsføringsaktiviteter som beskrevet i punkt 11.3 under.

11.3. Deltagelse i markedsføringsaktiviteter

En analytiker kan bare delta i markedsføringsaktiviteter dersom analytikeren fremstår som en uavhengig representant fra analyseavdelingen, og ikke er underlagt instruksjonsmyndighet fra corporate finance-avdelingen eller utstederselskapet. Dette kan for eksempel være tilfelle dersom utstederselskapet i en åpen anbudsfasen ber om å få høre én eller flere analytikers syn på selskapets utvikling, planer for analysedekning eller lignende. Det samme gjelder i markedsføringsfasen av en transaksjon, for eksempel dersom potensielle investorer ber om å få høre analytikers syn på selskapet eller transaksjonen.

11.4. Wall-crossing av analytiker

11.4.1 Utarbeidelse av supporting slides og kredittanalyser

En analytiker kan utarbeide såkalte «supporting slides» og kredittanalyser i forbindelse med corporate finance-oppgaver dersom analytikeren verken er underlagt instruksjonsmyndighet fra corporate finance-avdelingen eller utsteder.

Med supporting slides menes markedsføringsmateriale utarbeidet av analytiker i forbindelse med emisjoner i aksjer eller obligasjoner. Supporting slides er analytikers uavhengige vurdering knyttet til en konkret transaksjon og inngår ikke i tegningsmaterialet.

I tillegg til innholdskravene i kulepunktene i punkt 7.2.2 ovenfor (opplysninger om interessekonflikter), skal supporting slides, som minimum, inneholde følgende:

- Forsiden skal tydelig angi at dokumentet består av supporting slides utarbeidet i forbindelse med en transaksjon der foretaket er engasjert som tilrettelegger.
- Alle sider i dokumentet bør markeres tydelig med «supporting slides» eller tilsvarende.
- Språket skal være objektivt, og innholdet bør være balansert med en redegjørelse av risikofaktorer.
- Det bør inkluderes scenarier for fremtidig utvikling i selskapet og sannsynlige utfall bør kommenteres.
- Det bør inkluderes sensitivitetsanalyser eller tilsvarende av verdivurderinger.
- Kilder må tydelig angis og det må klart fremgå hva som er fakta og hva som er analytikers egne tolkninger.
- Det skal tydelig fremgå dersom prognoser og estimater er basert på utsteders egne vurderinger.

Foretaket bør ha rutiner for når supporting slides kan utarbeides, samt for gjennomlesning, kontroll og distribusjon av supporting slides.

11.4.2 Wall-crossing av analytiker for intern opplæring, håndtering av interessekonflikter m.m.

Analytiker kan wall-crosses i en begrenset periode før lanseringen av et corporate finance-oppdrag for å yte støtte til corporate finance-avdelingen, herunder gjennomføre intern opplæring av foretakets meglere og være tilgjengelig for spørsmål fra kunder som deltar i markedssondering. Analytiker kan wall-crosses i forbindelse med at analytiker gir råd til corporate finance-avdelingen med hensyn til prissetting og strukturering av en «corporate-transaksjon» og om den forventede investorinteresse.

I tillegg kan analytiker wall-crosses hvis dette anses hensiktsmessig for å sikre etterlevelse av reglene om interessekonflikter og analyserestriksjoner i tilknytning til gjennomføringen av et corporate finance-oppdrag, selv om analytikeren ikke er involvert i oppdraget. For eksempel kan analytiker gjøres oppmerksom på at foretaket er involvert i en transaksjon som berører et konkret selskap og at transaksjonen vil bli annonsert om kort tid.

11.5. Stille periode for analytiker i forbindelse med corporate finance-oppdrag

Analytiker skal ikke utarbeide eller distribuere analyse så lenge vedkommende er i besittelse av innsideinformasjon. Har analytiker bistått i et corporate finance-oppdrag som nevnt i punkt 11.4 (Wall-crossing av analytiker) over, skal stilleperioden i kapittel 9 (Stille periode ved utarbeidelse av analyser) gjelde tilsvarende. Som hovedregel skal det ikke utarbeides eller distribueres analyse de to første børsdagene etter at informasjonen er utlignet i markedet eller ikke lenger utgjør innsideinformasjon (f.eks. ved kansellert transaksjon eller «private cleanse»).

Der bistanden går utover slik bistand som nevnt over, og denne er av en viss varighet, skal det vurderes om stilleperioden skal utvides. Beslutningen treffes av compliance, eventuelt i samråd med analysesjef. Ved vurderingen skal hensynet til analytikers integritet og objektivitet vektlegges, samt omfanget av analytikerens bistand og graden av involvering i prosjektet og analytikers tilgang til innsideinformasjon og eventuelt annen ikke-offentlig informasjon.

Compliance, eventuelt i samråd med analysesjef, kan i særlige situasjoner beslutte at det skal kunne utarbeides nyhetsoppdateringer i den stille perioden eller når analytiker fremdeles er i besittelse av innsideinformasjon. Dette vil typisk være aktuelt der en manglende kommentar fra analytiker vil oppfattes som et klart signal om at noe er nært forestående eller når analytikers taushet må antas å være egnet til å villedde markedet.