

BRANSJESTANDARD NR. 3

Forholdet mellom Corporate Finance-avdeling og analyseavdeling.

Håndtering av interessekonflikter og innholds krav i analyser

Standarden ble fastsatt av styret i Verdipapirforetakenes 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 og 1. desember 2020.

Innhold

| | | |
|-----------|--|-----------|
| 1 | Innledning | 3 |
| 1.1 | Formål..... | 3 |
| 1.2 | Rettskilder..... | 3 |
| 2 | Definisjoner | 4 |
| 2.1 | Investeringsanalyser..... | 4 |
| 2.2 | Markedsføringsmateriale..... | 4 |
| 2.3 | Corporate Finance-avdeling..... | 5 |
| 2.4 | Corporate Finance-oppdrag..... | 5 |
| 2.5 | Compliance-avdeling..... | 5 |
| 3 | Bakgrunnen for denne standarden | 5 |
| 4 | Rettslig utgangspunkt | 6 |
| 4.1 | Organisatoriske krav..... | 6 |
| 4.2 | Utarbeidelse av analyser og tilhørende innholdskrav..... | 8 |
| 5 | Krav til intern organisering i verdipapirforetaket | 9 |
| 5.1 | Egne bestemmelser om fulltegningsgaranti og plasseringer..... | 9 |
| 5.2 | Intern taushetsplikt mht. Corporate Finance-oppdrag..... | 10 |
| 5.3 | Oppdragsliste («observasjonsliste»)..... | 10 |
| 6 | Analytikers bistand i forbindelse med Corporate Finance-oppdrag | 11 |
| 6.1 | Alminnelig bistand..... | 11 |
| 6.2 | Deltagelse i markedsføringsaktiviteter..... | 11 |
| 6.3 | Deltagelse i Corporate Finance-oppdrag («Wall Crossing»)..... | 11 |
| 7 | Regler for analytikers og tilknyttede personer egenhandel | 12 |
| 8 | Uavhengighet for analytikere | 13 |
| 8.1 | Analysens innhold - krav til objektivitet..... | 13 |
| 8.2 | Gjennomgang og faktasjekk ved utarbeidelse av analyse..... | 13 |
| 8.3 | Honorering..... | 13 |
| 9 | Stille perioder med hensyn til utarbeidelse av analyser | 14 |
| 9.1 | Aksjeanalyse..... | 14 |
| 9.2 | Kredittanalyse..... | 14 |
| 9.3 | Smitteeffekt..... | 15 |
| 10 | Innholdskrav i analyser | 15 |
| 10.1 | Opplysninger om den som utarbeider en analyse..... | 15 |
| 10.2 | Generelle krav..... | 15 |
| 10.3 | Generelle krav til opplysninger om interessekonflikter..... | 16 |
| 10.4 | Ytterligere krav til opplysninger om interessekonflikter..... | 17 |
| 10.5 | Plassering av opplysninger..... | 17 |
| 10.6 | Analyser som omfatter flere selskap eller en eller flere bransje(r)..... | 18 |
| 10.7 | Analyser av begrenset omfang og muntlige analyser..... | 18 |
| 10.8 | Meglers opplysningsplikt om egen beholdning..... | 18 |
| 10.9 | Analytikers opplysningsplikt om egen beholdning..... | 18 |
| 10.10 | Analytikers bistand i Corporate Finance-oppdrag ("Wall Crossing")..... | 19 |
| 10.11 | Annet skriftlig og elektronisk materiale (prospekt mv)..... | 19 |
| 10.12 | Opplysninger til media (+)..... | 19 |
| 11 | Innholdskrav til markedsføringsmateriale | 19 |

1 Innledning

Denne standarden gjelder i sin helhet for verdipapirforetak som både påtar seg oppdrag fra utstedere av finansielle instrumenter (Corporate Finance-oppdrag¹) og samtidig utarbeider og distribuerer investeringsanbefalinger/investeringsanalyser² til investorer. Standardens del 2 (Utarbeidelse av analyser) gjelder også for verdipapirforetak som kun utarbeider investeringsanbefalinger/investeringsanalyser uten å påta seg Corporate Finance-oppdrag.

1.1 Formål

Formålet med denne standarden er å;

- bidra til at verdipapirforetakene organiserer virksomheten og etablerer rutiner på en måte som forhindrer potensielle interessekonflikter så langt mulig samt at foretakene etablerer interne kontrolltiltak for å identifisere, hindre eller håndtere interessekonflikter som måtte oppstå,
- sikre at investeringsanbefalinger fremstår som objektive, rimelige, tydelige og ikke villedende, herunder at eventuelle interesser og interessekonflikter tydelig tilkjennegis.

Dette vil samlet sett bidra til å fremme markedets integritet og kundenes interesser.

1.2 Rettskilder

Ved denne standarden har Verdipapirforetakenes Forbund (VPFF) søkt å fremstille et samlet regelsett for organisatoriske tiltak og opplysningskrav for å oppfylle formålet i standarden. Hovedkildene for de lovbestemte krav er verdipapirhandelloven, verdipapirforskriften, MiFID II³ og MAR⁴ med tilhørende rettsakter og da særlig delegert Kommisjonsforordning (EU) 2017/565 og delegert Kommisjonsforordning 2016/958. Under enkelte av de gjengitte bestemmelser er det tatt inn merknader med forklaring på hvordan VPFF mener disse bestemmelsene er å forstå. Dette er merket med (*).

Del 1 omhandler organisatoriske krav som dels er fastsatt av VPFF, og dels kan utledes av lovgivningen.

Del 2 omhandler utarbeidelse av analyser og opplysningskrav. Opplysningskravene er stort sett fastsatt i lovgivningen, men enkelte krav er fastsatt av VPFF. For å få til et samlet regelverk vil del 2 dermed inneholde både VPFFs særskilte retningslinjer, gjeldende norske lovbestemmelser samt krav som følger av MAR.

VPFFs særskilte retningslinjer som går lenger enn offentlig fastsatte bestemmelser er angitt i fotnoter.

¹ Se definisjon i pkt 2

² Se definisjon i pkt 2

³ Directive (EU) no 2014/65

⁴ Markedsmisbruksforordningen, Regulation (EU) No 596/2014

2 Definisjoner

2.1 Investeringsanalyser⁵

Med «investeringsanalyse»⁶ (heretter kalt analyse), menes analyse eller annen informasjon som anbefaler eller foreslår en investering eller investeringsstrategi, eksplisitt eller implisitt*, som gjelder ett eller flere finansielle instrumenter eller utstedere av slike finansielle instrumenter, herunder enhver uttalelse om slike instrumenters nåværende eller fremtidige verdi eller kurs*, ment for distribusjonskanaler eller offentligheten, og der følgende vilkår i denne sammenheng er oppfylt:

- a) analysen eller informasjonen er merket eller beskrevet som investeringsanalyse eller på lignende måte, eller blir ellers fremlagt som objektiv forklaring av de saker som anbefalingen inneholder.
- b) ikke regnes som investeringsrådgivning

* Eksplisitt anbefaling er for eksempel kjøp, salg eller hold, mens implisitt anbefaling er for eksempel underperform, market perform, overperform el.

* Med «enhver uttalelse om slike instrumenters nåværende eller fremtidige verdi eller kurs» menes etter vår oppfatning 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, MHF/OHF, OTC-system) eller hvor det har gått lang tid siden en pris ble fastsatt i markedet, vil derimot være informasjon som faller innenfor definisjonen.

Lovgivningen skiller ikke mellom aksjeanalyse og kredittanalyse. Det gjør heller ikke denne standarden. Det samme regelverket gjelder dersom analysen er omfattet av definisjonen av investeringsanalyse.

En form for kredittanalyse er analyser (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 kredittanalyser fokuseres det på hvilke kredittstyrker og kredittsvakheter en utsteder har, herunder kan det gjøres sammenligninger med tilsvarende utstedere («peer credits»). Denne form for kredittanalyser har dermed ikke til formål å anbefale eller foreslå en investering eller investeringsstrategi, og faller dermed utenfor definisjonen av analyser i denne standarden og derfor også utenfor kravene til analyser i denne standarden. Det er imidlertid opplysningskrav til slike analyser som skal benevnes markedsføringsmateriale, se pkt 2.2 og pkt 11 i denne standarden.

Kredittanalyse hvor det benyttes kvantitative modeller for å gi selskapene (eksempelvis banker) en «automatisk» kredittscore, uten subjektive vurderinger fra analytikere, faller også utenfor definisjonen av investeringsanalyse. Dette vil således defineres som markedsføringsmateriale.

2.2 Markedsføringsmateriale

Dersom innholdet av en rapport eller annet produkt ikke oppfyller kravene gjengitt ovenfor i pkt 2.1 første avsnitt, for eksempel publikasjoner fra analytikere så som «weekly updates»,

⁵ EU 2017/565 Art 36

⁶ Se også Verdipapirforskriften §3-6 (2)

sektorrapporter ol., skal dette benevnes som markedsføringsmateriale⁷. Se punkt 11 i denne standarden for innholdskrav for markedsføringsmateriale.

2.3 Corporate Finance-avdeling⁸

Med Corporate Finance-avdeling forstås den avdeling i et verdipapirforetak som yter følgende investeringstjenester og/eller tilknyttede tjenester:

1. Rådgivning i forbindelse med tilrettelegging og gjennomføring av børsintroduksjoner.
2. Rådgivning i forbindelse med tilrettelegging og gjennomføring av emisjoner av aksjer, egenkapitalbevis, obligasjoner og konvertible obligasjoner samt garantistillelse for fulltegning av emisjoner eller andre offentlige tilbud.
3. Rådgivning i forbindelse med tilrettelegging og gjennomføring av fusjoner og oppkjøp (M&A) samt kjøp og salg av virksomheter.
4. Annen finansiell rådgivning i relasjon til ovennevnte tjenester.

2.4 Corporate Finance-oppdrag

Med Corporate Finance-oppdrag menes tjeneste som omfatter én eller flere av de tjenester som nevnt i pkt. 2.3 nr. 1-4.

2.5 Compliance-avdeling

Med Compliance-avdeling menes den avdelingen i verdipapirforetaket som har ansvaret for å fylle følgende funksjoner:

- overvåking av at gjeldende lovgivning, annen regulering og interne regler blir overholdt og etterlevet av verdipapirforetaket og dets ansatte,
- bistår ved utarbeidelse og vedlikehold av interne regler og rutiner for verdipapirforetaket og
- rådgivning til styret, ledelse og ansatte i verdipapirforetaket ved spørsmål om etterlevelse av gjeldende lovgivning, annen regulering og interne regler

3 Bakgrunnen for denne standarden

Verdipapirforetakenes forretningsmodell har et innebygget potensial for interessekonflikter. **Corporate Finance-avdelingen** mottar oppdrag fra utstedere av verdipapirer og avdelingen skal utføre oppdraget til beste for sin oppdragsgiver (selskapet). **Megleravdelingen (Markets)**, som hovedsakelig omsetter aksjer, obligasjoner og andre verdipapirer, skal på sin side utføre sitt oppdrag til beste for sine oppdragsgivere (investorer). **Analyseavdelingen** er en støttfunksjon for megleravdelingen og har samme plikt som megleravdelingen; nemlig å tjene investorenes interesser. Selv om den forretningsmodellen har et potensial for interessekonflikter, er dette en vanlig og akseptert modell for organisering hos verdipapirforetakene både nasjonalt og internasjonalt. Årsakene til dette er bl.a.:

⁷ EU 2017/565 Art 36 pkt 2

⁸ Corporate Finance-avdeling brukes i denne standarden som en fellesbetegnelse på Debt Capital Markets (DCM), Equity Capital Markets (ECM) og M&A aktivitet knyttet til kunder.

Verdipapirforetakenes plasseringsevne

Både selskaper og investorer er avhengige av at verdipapirforetakene raskt og effektivt kan plassere og fremskaffe store aksjeposter i markedet. Slike transaksjoner er ofte knyttet til Corporate Finance-opdrag, som emisjoner, fusjoner og oppkjøp. Tilsvarende har virksomheter (låntagere) behov for at verdipapirforetak raskt kan plassere obligasjoner når finansieringsbehov oppstår.

- **Nettverk.** Det nettverket som er nødvendig for å gjennomføres slike oppdrag, kan ikke vedlikeholdes uten aktiv dag til dag-handel i aksje- eller obligasjonsmarkedet. All erfaring viser at de verdipapirforetakene som har høyest omsetning av aksjer og/eller obligasjoner som regel også har best plasseringsevne.
- **Markedskunnskap.** Ett nettverk alene er ikke tilstrekkelig til å gi den nødvendige plasseringsevnen. Det er også nødvendig å kjenne markedets «puls», investorenes risikoholdning og markedssyn. Dette kan kun oppnås gjennom jevnlig dag til dag-handel. Den samme kunnskapen og kompetansen er en helt sentral forutsetning for arbeidet i Corporate Finance-avdelingen. En effektiv Corporate Finance-avdeling må kjenne markedet for å prise en emisjon «riktig», og et meglerbord er det beste verktøyet for dette formålet.

Analyser

Analyser er en viktig informasjonskilde for investorer for å vurdere kjøp eller salg av aksjer eller obligasjoner. Analysevirksomheten som drives av verdipapirforetakene, er en katalysator for omsetning og likviditet. Det er også en sterk og entydig sammenheng mellom likviditet og prising av et selskap. Høy likviditet gir en «riktigere prising» av selskapene, bidrar til å holde nede finansieringskostnadene og sikrer markedets effektivitet i relasjon til tilgang til risikokapital og investeringer.

Som følge av at ovennevnte forretningsmodell innebærer et potensiale for interessekonflikter, oppstiller regelverket flere krav til verdipapirforetakenes virksomhet.

- For det første stilles det strenge krav til hvilke opplysninger analyser og markedsføringsmateriale må inneholde med hensyn til mulige interessekonflikter. Verdipapirforetaket må opplyse om eventuelle egne interesser i, samt eventuelle interessekonflikter med, selskapet som analysen og markedsføringsmaterialet omhandler. Kundene skal i slike situasjoner sikres en rettmessig behandling, og verdipapirforetakets og den ansattes interesser skal stå tilbake for kundenes interesser.
- For det andre må potensialet for interessekonflikter reduseres så langt mulig gjennom krav til intern organisering og uavhengighet mellom avdelinger. Det viktigste i den forbindelse er at ledelse og ansatte i verdipapirforetaket er bevisst i forhold til de interesser de skal tjene og bygger opp en kultur i foretaket som understøtter dette og som gir tillit utad. Informasjonssperre må være tette, og både utstedere og investorer må ha tillit til at fortrolig informasjon ikke flyter mellom avdelinger.

4 Rettslig utgangspunkt

4.1 Organisatoriske krav

De sentrale lovbestemmelsene som danner utgangspunktet for regulering av forholdet mellom Corporate Finance-avdeling og analyseavdeling er bestemmelsene om;

- organisering av verdipapirforetak
- god forretningsskikk
- taushetsplikt

- håndtering av innsideinformasjon
- særlige bestemmelser om organisatoriske krav til analysevirksomhet
- særlige bestemmelser om ytterligere organisatoriske krav til verdipapirforetak som tilrettelegger emisjoner og fulltegningsgarantier
- særlige innholdskrav ved utarbeidelse av analyser og markedsføringsmateriale

Verdipapirforetakene skal organisere virksomheten slik at risikoen for interessekonflikter begrenses til et minimum. Videre er verdipapirforetakene forpliktet til å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og hindre eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket og kundene, og kundene imellom.

Både ved utarbeidelse av analyser, markedsføringsmateriale og gjennomføring av Corporate Finance-opppdrag vil det kunne oppstå interessekonflikter, for eksempel dersom verdipapirforetaket eller analytiker har en særlig interesse i det relevante finansielle instrumentet. Det er derfor oppstilt særlige krav til organisatoriske ordninger for å hindre at interessekonflikter skader kundenes interesser i kommisjonsforordningen (EU) 2017/565 artikkel 37-43.

Videre skal foretaket ha interne instruksjoner for taushetsplikt, herunder for utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten.

Ved utarbeidelse av analyser og gjennomføring av Corporate Finance-opppdrag vil reglene om håndtering av innsideinformasjon og regler om taushetsplikt stå særlig sentralt. Foretaket skal derfor også ha interne instruksjoner for taushetsplikt, herunder for utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten.

Corporate Finance-avdelingen skal holdes adskilt fra megleravdelingen og analyseavdelingen. Dette innebærer at verdipapirforetaket må bygge informasjonssperrer mellom disse avdelingene. Finanstilsynet har i rundskriv 4/2015 definert «Informasjonssperrer» på følgende måte:

“Med informasjonssperrer menes her ethvert tiltak som tar sikte på å hindre at konfidensiell informasjon som er kjent hos personer i en del av foretaket, kan tilflytte personer i en annen del av foretaket.

Dersom en ansatt i en Corporate Finance-avdeling mottar innsideinformasjon i forbindelse med et oppdrag, har vedkommende taushetsplikt overfor uvedkommende. I relasjon til et Corporate Finance-opppdrag vil andre ansatte i verdipapirforetaket normalt være uvedkommende. Også innenfor Corporate Finance-avdelingen vil det kunne være medarbeidere som i utgangspunktet må regnes som «uvedkommende». Jo større Corporate Finance-avdelingen er i form av antall ansatte og antall oppdrag, desto større krav vil normalt stilles til rutiner for informasjonsutveksling innad i Corporate Finance-avdelingen.

Dersom innsideinformasjon skal gis videre til tredjeparter, må i tillegg denne partens uttrykkelige samtykke til å motta innsideinformasjon innhentes før innsideinformasjon deles.

Når utstederselskaper gir innsideinformasjon internt eller til tredjeparter skal utstederforetaket føre lister over personer som gis tilgang til innsideinformasjon. Tilsvarende har verdipapirforetakene en selvstendig plikt til å føre innsidelister når det mottas innsideinformasjon fra utstederselskaper. Dersom innsideinformasjon er gitt til en kunde eller potensiell kunde i forbindelse med markedssondering, skal det listeføres hvilke personer informasjon er gitt til. Det følger videre av lovgivningen om innsidehandel at ansatte i verdipapirforetak som besitter innsideinformasjon er underlagt rådgivningsforbud.

Bestemmelsene om innsidehandel er nærmere beskrevet i Anbefaling 4 Innsidehandel og ordrebokinformasjon.

For alle ansatte i verdipapirforetak gjelder dessuten en generell taushetsplikt knyttet til det den ansatte under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold. Taushetsplikten omfatter blant annet hvem som er foretakets oppdragsgiver (kunde). Taushetsplikten for investeringstjenestevirksomheten skiller ikke mellom sensitive og nøytrale kundeopplysninger.

Taushetsplikten skal imidlertid ikke hindre informasjonsutveksling mellom personer med et saklig eller tjenstlig behov for opplysningene (eksempelvis ansatte i kontrollfunksjoner, kontraktspartener, rådgivere). Det må også i slike tilfeller vurderes hvor mye av informasjonen det er behov for å dele. Dersom det dreier seg om innsideinformasjon, og personene informasjonen skal deles med er vurdert å være rette vedkommende, må det opplyses om at informasjonen utgjør innsideinformasjon og de aktuelle personene må føres på en innsideliste.

Dersom opplysninger om et pågående eller tidligere oppdrag skal kunne oppgis i en analyse eller markedsføringsmateriale, må det innhentes uttrykkelig samtykke fra oppdragsgiveren. Samtykke er ikke nødvendig dersom oppdraget er gjort kjent offentlig fra oppdragsgiveren gjennom børsmelding eller lovgivning krever at den i utgangspunktet taushetsbelagte opplysning kan eller skal tas inn i analyser.

4.2 Utarbeidelse av analyser og tilhørende innholdskrav

Bestemmelsene som regulerer innholdskrav til analyser følger dels av EUs regler i markedsmissbruksforordningen (MAR) og dels i MiFID II.

Det grunnleggende prinsippet er at personer som utarbeider eller formidler analyser eller annen informasjon som anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi, skal sikre at opplysningene presenteres objektivt, og at personens interesser eller interessekonflikter fremkommer klart og tydelig i forbindelse med de finansielle instrumenter som opplysningene vedrører.

Del II av denne standarden inneholder de mer spesifikke innholdskravene til analyser og markedsføringsmateriale.

DEL 1 ORGANISATORISKE KRAV

5 Krav til intern organisering i verdipapirforetaket

Kravene i dette kapittelet må tilpasses virksomhetens art, herunder hvorvidt Corporate Finance-opdraget er knyttet til finansielle instrumenter hvor bestemmelsene om innsidehandel gjelder. Foretakene bør vurdere om også oppdrag knyttet til andre finansielle instrumenter/utstedere bør vurderes på samme måte. Foretakene må særlig ha for øye at misbruk av «innsideinformasjon» om finansielle instrumenter som ikke handles på en handelsplass eller om unoterte selskaper, kan være brudd på andre bestemmelser i lovgivningen og/eller normene for god forretningsskikk.

5.1 Egne bestemmelser om fulltegningsgaranti og plasseringer

EU-regelverket inneholder egne bestemmelser om interessekonflikter som kommer til anvendelse når verdipapirforetak påtar seg oppdrag om å etablere en fulltegningsgaranti eller gjennomføre plassering av finansielle instrumenter.⁹ Bestemmelsene er nærmere omtalt i VPPF's MiFID II Informasjonsnotat nr. 6. Hovedpunktene er:

- Verdipapirforetak som gir råd til selskaper om finansieringsstrategier og yter fulltegningsgaranti for eller plassering av finansielle instrumenter plikter å gi utsteder (oppdragsgivere) en rekke opplysninger før mandatavtale inngås.
- Verdipapirforetak skal ha en sentralisert prosess – en Engagement Committee¹⁰ (EC) - som skal identifisere mulige interessekonflikter før verdipapirforetaket påtar seg et oppdrag om fulltegningsgaranti eller plassering.
- Dersom verdipapirforetaket ikke kan håndtere en interessekonflikt ved å gjennomføre passende prosedyrer, skal verdipapirforetaket ikke påta seg oppdraget.
- Verdipapirforetak skal ha innført systemer, kontroller og prosedyrer for å identifisere og hindre eller håndtere interessekonflikter som oppstår i forbindelse med en mulig under- eller overprising av et tilbud, eller som følge av relevante parter deltakelse i prosessen.

Videre inneholder reglene om fulltegningsgaranti og plasseringer:

- Bestemmelser som forbyr fordelaktige tildelinger med siktemål å påvirke kunder til å handle mer aktivt eller betale høyere provisjoner for andre tjenester.
- Særlige «vær varsom-regler» ved plassering av tilbud hvor verdipapirforetaket mottar tilretteleggerhonorar, og/eller hvor verdipapirforetaket deltar i plassering av finansielle instrumenter utstedt av eget foretak. Det samme gjelder dersom en ny utstedelse, for eksempel et obligasjonslån, skal brukes til nedbetaling av annen kreditt som foretaket har ytet utstederen.

⁹ EU 2017/565 art 38 – 43.

¹⁰ Vi viser i denne sammenheng til Anbefaling 10 Håndtering av visse interessekonflikter hvor oppgavene og ansvaret til Engagement Committee er beskrevet.

- Det gjelder også en «vær-varsom-regel» dersom en ny utstedelse, for eksempel et obligasjonslån, skal brukes til nedbetaling av annen kreditt som foretaket har ytet samme utsteder.

5.2 Intern taushetsplikt mht. Corporate Finance-oppdrag

Verdipapirforetak som påtar seg et Corporate Finance-oppdrag skal sørge for at oppdraget ikke gjøres kjent for andre ansatte i foretaket enn de som arbeider med det konkrete oppdraget eller som må være kjent med oppdraget for å unngå interessekonflikter for eksempel EC. Det vises til kort omtale av EC i pkt 4.1 over.

Foretaket må ha rutiner for å vurdere og eventuelt godkjenne om det er behov for at andre ansatte utenfor Corporate Finance-avdelingen og EC bør gjøres kjent med oppdraget, eksempelvis enkelte ansatte innenfor oppgjør og risikohåndtering. Dette kan for eksempel organiseres ved at bemyndiget person godkjenner hvert enkelt tilfelle eller ved at compliance forhåndsgodkjenner enheter eller enkeltpersoner som kan kontaktes. Alle som blir gjort kjent med Corporate Finance-oppdraget skal umiddelbart føres på innsideliste dersom oppdraget innebærer håndtering av innsideinformasjon.

Foretaket skal søke å sikre at dets virksomhet fortsetter som normalt slik at det ikke gis indikasjoner verken internt eller eksternt om det konkrete oppdrag, herunder hvem og hva oppdraget gjelder.

5.3 Oppdragsliste («observasjonsliste»)

Det skal etableres en oppdragsliste eller observasjonsliste som inneholder oversikt over alle Corporate Finance-oppdrag samt konkrete indikasjoner på slike. Listen skal i sin helhet kun være tilgjengelig for EC, foretakets daglige leder, faktiske leder av Corporate Finance-avdelingen og foretakets relevante Compliance.

Compliance skal treffe adekvate tiltak, avhengig av foretakets størrelse og organisering, for i tilstrekkelig grad overvåke foretakets og dets ansattes transaksjoner i de finansielle instrumenter knyttet til utstederforetakene på observasjonslisten.

Når et selskap er ført opp på en observasjonsliste skal det innføres adekvate tiltak med sikte på å forhindre at informasjonen kan utnyttes av den eller de ansatte som har slik informasjon, av verdipapirforetaket selv eller av dets kunder. Herunder må fatte tilstrekkelige tiltak for å sikre:

- at ingen ansatte i verdipapirforetaket som har innsideinformasjon gir råd til kunder vedrørende handel i selskapets finansielle instrumenter (utførelse av ordre inngitt av kunder (passiv megling) er unntatt)
- at egenhandel som ledd i foretakets investeringstjenestevirksomhet (market-making og systematisk internalisering) blir fortløpende observert og kontrollert

Foretaket må videre vurdere om det skal innføres begrensninger på

- foretakets egenhandel som ledd i alminnelige kapitalforvaltning («prop trading») i de aktuelle finansielle instrumenter
- ansattes egenhandel

6 Analytikers bistand i forbindelse med Corporate Finance-opdrag

Analytikere skal ikke delta i andre aktiviteter enn utarbeidelsen av analyser dersom disse aktiviteter 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 Corporate Finance-avdelingen. Ved slik vurdering 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 nevnt noen eksempler på aktiviteter som analytikere kan delta i under den forutsetning av at aktivitetens karakter er av en slik art, at analytikerens objektivitet bevares.

6.1 Almennelig bistand

Analytikeren kan delta i følgende aktiviteter

- Analytikeren kan bistå Corporate Finance-avdelingen med ideer til mulige transaksjoner så lenge kommunikasjonen kun går én vei; fra analytikeren til Corporate Finance-avdelingen.
- Analytikeren kan gi råd til Corporate Finance-avdelingen med hensyn til prissetting og strukturering av en «corporate-transaksjon» og om den forventede investorinteresse.

6.2 Deltagelse i markedsføringsaktiviteter

En analytiker kan bare delta i visse markedsføringsaktiviteter av et aktuelt oppdrag under forutsetning av at analytikeren opptrer på egenhånd og fremstår som uavhengig representant fra analyseavdelingen og ikke som representant for Corporate Finance-avdelingen og/eller utstederselskapet. Dette kan for eksempel være dersom utstederselskapet i en åpen anbudsfasen ber om å få høre én eller flere analytikers syn på selskapets utvikling, planer for analysedekning eller lignede.

De samme forutsetninger gjelder i markedsføringsfasen av en transaksjon, for eksempel dersom potensielle investorer ber om å få høre analytikers syn på selskapet eller transaksjonen.

6.3 Deltakelse i Corporate Finance-opdrag («Wall Crossing»)

Analytiker som yter bistand til Corporate Finance-avdelingen, dvs. har en aktiv rolle i prosjektet av en viss varighet i forbindelse med et Corporate Finance-opdrag, kan ikke påbegynne en analyse vedrørende det eller de selskap oppdraget gjelder, eller bistå andre analytikere med det samme så lenge analytikeren yter slik bistand. Compliance eller analysesjef skal sørge for at analytikeren i slike perioder underlegges restriksjoner som er adekvate i forhold til omfanget av den bistand analytikeren gir Corporate Finance-avdelingen.

Dersom en analytiker som bistår under arbeidet med et Corporate Finance-opdrag mottar innsideinformasjon, skal vedkommende ikke utarbeide analyse før det har gått minst seks måneder etter at oppdraget ble sluttført. Analytikeren skal heller ikke bistå andre analytikere som utarbeider analyse vedrørende samme selskap i denne perioden. Det er en forutsetning for utarbeidelse av analyse etter utløpet av seks måneders fristen at informasjonen analytikeren mottok ikke lenger er å betrakte som innsideinformasjon.

Dersom informasjonen som analytikeren mottok i forbindelse med Corporate Finance-opdraget blir offentliggjort gjennom børsmelding, prospekt, regnskapsrapportering eller annen presentasjon, kan analytikeren likevel utarbeide analyse før utløpet av seks måneders fristen i annet ledd. I så fall skal det gå minst to børsdager mellom offentliggjøringen av informasjonen og publisering av analyse som inneholder en anbefaling eller et kursmål.

Compliance eller analysesjef skal klarere om analysen kan offentliggjøres, herunder om fristen på to børsdager bør utvides.

7 Regler for analytikers og tilknyttede personer egenhandel

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 andre utstedere i samme sektor/bransje.

Et eventuelt salg av finansielle instrumenter forut for at vedkommende begynner som analytiker for det finansielle instrumentet og/eller utsteder, må gjennomføres så fort foretaket ber analytiker forberede seg for å ta opp dekning, senest en måned forut for planlagt tidspunkt for publisering av analysen. Compliance kan gi unntak fra tidsfristen for gjennomføring av salg.

Etter nærmere vurdering av analysesjef og Compliance kan det 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 og fusjonsvederlag.

Dersom analytikeren har fått slik tillatelse som nevnt i tredje ledd, 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 én uke etter at vedkommendes analyse (med salgsanbefaling) er offentliggjort. Restriksjonen på salg gjelder selv om eventuell bindingstid er utløpt.
- Analytikere kan benytte 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 pkt 10.9.

Tilknyttede personer¹¹ med kunnskap om:

- (1) det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøringen av analysen,
 - (2) innhold av analysen som ikke er tilgjengelig for kundene eller offentligheten, eller
 - (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 anledning til å handle på bakgrunn av analysen.

¹¹ Se definisjon i vedlegget

DEL 2 UTARBEIDELSE AV ANALYSER

8 Uavhengighet for analytikere

8.1 Analysens innhold - krav til objektivitet

Analyser skal reflektere analytikerens aktuelle oppfatning av vedkommende utsteder(e) eller bransje. Verdipapirforetak, analytiker selv eller andre personer som er involvert i utarbeidelsen av analyse skal ikke tilby eller love utsteder(e) positiv dekning eller andre anbefalinger/estimerer verken i den hensikt å oppnå et Corporate Finance-opdrag eller av andre grunner.

Dersom utsteder eller en tredjepart betaler for utarbeidelsen av analysen, skal dette fremgå klart og tydelig på fremtredende plass i analysen.

Betalingen for analysen skal ikke ha en struktur eller inneholder incentiver som kan påvirke analytikerens objektivitet.

8.2 Gjennomgang og faktasjekking ved utarbeidelse av analyse

Analytikere skal ikke være underlagt veiledning, tilsyn eller kontroll av ansatte i Corporate Finance avdelingen. Dersom en analyse inneholder en anbefaling eller kursmål kan ansatte i Corporate Finance-avdelingen eller det relevante utstederforetaket ikke gå gjennom eller godkjenne analysen før den publiseres. Dersom det anses nødvendig for å verifisere fakta gjengitt i analysen eller for å avdekke eventuelle interessekonflikter, kan en redigert versjon av analysen, uten kursmål og anbefaling, likevel sendes til Corporate Finance-avdelingen og/eller utstederforetaket. Slik gjennomgang kan kun skje etter tillatelse fra Compliance eller analysesjef. Den som gir slik tillatelse skal dokumentere og oppbevare begrunnelsen for tillatelsen.

For en pre-IPO analyse hvor prosessen er regulert gjennom Research Guidelines vil Corporate Finance-avdelingen normalt få tilgang til analyse-utkast som sendes til advokatene for gjennomlesning. En pre-IPO analyse har ingen anbefaling eller kursmål, men indikerer et verdiintervall på selskapet. Corporate Finance-avdelingen kan sjekke fakta i analysen, men skal ikke gi uttrykk for noen synspunkter eller meninger om det indikerte verdiintervallet. Utstederforetaket skal kun få tilgang til en redigert versjon av analyse-utkastet som ikke inneholder indikert verdiintervall eller annen informasjon om verdsettelse av selskapet.

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

8.3 Honorering

Analytikernes bonus eller annen honorering skal ikke være direkte knyttet til konkrete Corporate Finance-opdrag. Det skal opplyses i analysen om analytikerens mottar bonus fra foretakets generelle bonusordning. Foretaket bør også vurdere om det bør opplyses i analysen dersom analytikerens mottar en betydelig andel av foretakets overskudd i form av aksjeutbytte eller annen form for godtgjørelse.

9 Stille perioder med hensyn til utarbeidelse av analyser

For tilretteleggere, syndikatmedlemmer og rådgivere gjelder restriksjoner på utarbeidelse og distribusjon av analyser som inneholder en anbefaling eller kursmål. I en periode med restriksjoner, se nedenfor, må det vurderes å inaktivere gjeldene 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 utdatert og misvisende om restriksjonene går over lengre tid. Dette må vurderes av analysesjef og Compliance.

Med mindre annet er bestemt og fastsatt i Research guidelines eller tilsvarende retningslinjer for den enkelte transaksjon gjelder følgende restriksjoner:

9.1 Aksjeanalyse

Ved offentlig emisjon eller videresalg skal det ikke utarbeides og distribueres¹² analyse senere enn syv dager før prospektet offentliggjøres eller tidligere enn tretti dager etter siste dag i tegningsperioden for emisjonsaksjene eller videresalget.

Ved *børsintroduksjon* skal det ikke utarbeides og distribueres analyse senere enn syv dager før prospektet offentliggjøres eller tidligere enn tretti dager etter første noteringsdag.

Ved *private plasseringer* skal behovet for restriksjoner på utarbeidelse og distribusjon av analyse vurderes, herunder eventuelt restriksjonens lengde.¹³

Ved *notering på norsk MTF* 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 for børsintroduksjon.

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 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.

9.2 Kredittanalyse

Ved obligasjonsutstedelser skal behovet for restriksjoner på utarbeidelse og distribusjon av analyse vurderes, herunder eventuelt restriksjonens lengde¹⁴. 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 særlige disclaimere.

¹² Med «distribusjon» menes her enhver form for offentliggjøring eller spredning.

¹³ Behovet for restriksjoner ved private plasseringer skal først og fremst vurderes i forhold til om tilbudet ligger nært opptil prospektplikt.

¹⁴ 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.

9.3 Smitteeffekt

Restriksjonene ovenfor gjelder hver for seg for utarbeidelse og distribusjon av aksjeanalyse ved aksjeutstedelse eller børsnotering av aksjer, og for utarbeidelse og distribusjon av kredittanalyse ved obligasjonsutstedelse eller børsnotering av obligasjoner. 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 påkrevet, eksempelvis i en situasjon hvor utstederselskapet går gjennom en større restrukturering. Et viktig moment vil være type transaksjon og hvor lang tid transaksjonen går over.

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

10 Innholdskrav i analyser¹⁵

10.1 Opplysninger om den som utarbeider en analyse

Det skal gis følgende opplysninger:

- Navn og stillingsbetegnelse på analytiker som har utarbeidet analysen samt tilsvarende opplysninger om eventuelle andre som har vært involvert i utarbeidelsen av analysen.
- Navn på juridisk person som er ansvarlig for utarbeidelsen
- Navn på tilsynsmyndighet

10.2 Generelle krav

Den som utarbeider en analyse skal sike at følgende krav oppfylles:

1. det skal sondres klart mellom fakta og tolkninger, vurderinger, skjønn, oppfatninger og annen ikke-faktisk informasjon,
2. at alle vesentlige kilder er klart og tydelig angitt*
3. at alle kilder anses som pålitelige. Eventuell tvil om en kildes pålitelighet skal tydelig fremkomme,
4. at alle framskrivninger, prognoser, kursmål og prisestimer angis tydelig som slike, og at de vesentlige forutsetninger ved utarbeidelsen eller bruken av disse tydelig fremkommer
5. at datoen og tidspunktet for ferdigstilling av analysen er markert klart og tydelig*
6. at det er opplyst om analysen har blitt gjort kjent for utsteder og om den i så fall ble endret etter dette,
7. at det gis et sammendrag av grunnlagene for verdsettelsen eller metode samt de underliggende vurderinger som er benyttet enten til å vurdere et finansielt instrument eller en utsteder eller ved fastsettelsen av et kursmål, samt en angivelse av og et sammendrag av alle endringer av verdsettelsen, metode eller underliggende vurderinger,*
8. at det er opplyst om hvor detaljerte opplysninger om anvendte modeller for verdsettelsen eller metode og de underliggende vurderinger er direkte og lett tilgjengelige*,
9. at det er gitt en redegjørelse for betydningen av innholdet av de anbefalinger som gis, slik som kjøp, selg eller hold, herunder tidshorisonten for den investeringen som anbefalingen gjelder, samt at det er gitt en passende risikoadvarsel som omfatter en følsomhetsanalyse av antakelsene,

¹⁵ Verdipapirforskriften § 3-5 flg, EU 2016/958 art 2-7

10. at det er opplyst om hyppigheten av eventuelle planlagte oppdateringer og eventuelle større endringer i tidligere meddelte retningslinjer for dekningen av det finansielle instrumentet eller utstederen,
11. at dato og tidspunkt på kurser på finansielle instrumenter er nevnt i analysen
12. at det er opplyst om eventuelle endringer i analysens anbefaling i forhold til tidligere anbefalinger om samme finansielle instrument eller utsteder som har blitt utarbeidet i løpet av de tolv foregående månedene, samt dato for den tidligere anbefalingen,
13. at det foreligger en liste over alle analyser knyttet til finansielle instrumenter eller utstedere som er utarbeidet de siste 12 månedene hvor følgende skal angis for hver analyse: dato for utarbeidelsen, identiteten til den eller de fysiske personer som har utarbeidet analysen, kursmålet og den relevante markedsprisen på distribusjonstidspunktet, anbefalingens retning og kursmålet eller anbefalingens gyldighetsperiode*.

* Opplysningspunkter merket stjerne kan unnlates dersom opplysningene som kreves ikke står i forhold til analysens lengde eller form, se pkt 10.7.

10.3 Generelle krav til opplysninger om interessekonflikter

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

Det skal alltid opplyses om følgende forhold

- om analytikeren selv eller andre personer som har utarbeidet analysen har en ikke-ubetydelig eierandel eller annen økonomisk interesse i ett eller flere av de finansielle instrumenter som analysen gjelder,
- om det foreligger en ikke-ubetydelig interessekonflikt mellom den som utarbeider analysen og utsteder(e) av ett eller flere av de finansielle instrumenter som analysen gjelder.

I tillegg skal det opplyses om verdipapirforetakets egen og nærstående 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 allment kjent.

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 opplysninger som i utgangspunktet er taushetsbelagte. Opplysninger om eierandel i et aksjeselskap er normalt offentlig tilgjengelig informasjon. Selv om det ikke er offentlig tilgjengelig informasjon (utenlandsk selskap), så vil opplysninger om egen eierandel i et selskap, normalt ikke bryte med offentlig eller intern taushetsplikt. Opplysninger om «annen (ikke ubetydelig) økonomisk interesse» kan derimot lett være opplysninger som er underlagt taushetsplikt. For eksempel er det opplagt at kredittavdelingen i en bank ikke kan gi opplysninger til analytikere i bankens verdipapirforetak om utsteders kredittengasjementer. Da vil det selvsagt heller ikke være noen plikt til å ta med denne type opplysning med i analysen.

10.4 Ytterligere krav til opplysninger om interessekonflikter

I analysen skal det som et minimum beskrives følgende:

- 1 foretakets nettoposisjon i utstederen dersom denne overskrider terskelen på 0,5 pst av utstederens samlede utstedte aksjekapital, herunder en erklæring om det er en eier- eller shortposisjon¹⁶.
- 2 utstederens eierskap av aksjer i verdipapirforetaket eller i nærstående juridiske personer, dersom eierskapet overstiger fem 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 (lead manager) eller medtilrettelegger (co-lead manager) i forbindelse med finansielle instrumenter utstedt av det aktuelle utstederforetaket de siste tolv månedene, (*)
- 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 en 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 minst 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.

(*) Det er VPFs oppfatning at det ikke er nødvendig å gi slike opplysninger dersom verdipapirforetakets oppdrag kun har vært å være tegningssted (motta bestillinger).

10.5 Plassering av opplysninger

Opplysninger som foretaket er pålagt å opplyse om i investeringsanalyser etter bestemmelsene ovenfor skal fortrinnsvis inntas samlet på et egnet sted i analysen. Det skal innledningsvis i analysen inntas en erklæring om at analysen inneholder slike opplysninger og det skal opplyses hvor i analysen disse kan finnes.

Opplysning i henhold til punkt 10.4 nr 4 skal stå på analysens forside i minst to kalendermåneder etter at foretaket har avsluttet et slikt oppdrag.

¹⁶ Beregnet i overensstemmelse med EU forordning no 236/2012 og kapittel III og IV i Kommisjonens delegerte forordning (EU) no 918/2012,

10.6 Analyser som omfatter flere selskaper eller en eller flere bransje(r)

I analyser som omfatter seks eller flere selskaper eller én eller flere bransjer samt i rapporter (månedssrapporter og lignende) kan det enten tas inn i analysen de opplysninger som kreves inntatt i henhold til kapittel 10 eller tas inn en generell opplysning om muligheten for at foretaket kan ha Corporate Finance-opppdrag og/ eller at foretaket eller ansatte kan ha beholdning i de omtalte selskaper.

Når det gjelder sistnevnte alternativ er det en forutsetning at analysen faller inn under definisjonen og de regler som gjelder for «analyser av begrenset omfang» i pkt.10.7. I så fall skal det opplyses om hvor informasjon om de faktiske forhold finnes, eksempelvis på foretakets webside eller ved at foretaket gir opplysninger ved forespørsel.

10.7 Analyser av begrenset omfang og muntlige analyser

I den grad oppfyllelse av kravene i pkt 10 underpunkt 2,5,7,8 og 14 ikke står i rimelig forhold til den fremlagte analysens lengde eller form eller det dreier seg om en muntlig fremleggelse, er det tilstrekkelig at det klart og tydelig henvises til et sted hvor offentligheten lett og direkte kan få tilgang til de nødvendige opplysninger, eksempelvis foretakets hjemmeside.

10.8 Meglers opplysningsplikt om egen beholdning¹⁷

Meglere kan være opplysningspliktige overfor kunder om egen beholdning av aksjer i forbindelse med salgsarbeid ved emisjon/videresalg, og ved rådgivning om kjøp eller salg i annenhåndsmarkedet dersom den ansatte eier aksjer i selskapet som rådgivningen gjelder og aksjene har en ikke ubetydelig økonomisk verdi for den aktuelle ansatte.

I verdipapirforetakets interne retningslinjer bør det inntas nærmere definisjon av hva som skal anses som en opplysningspliktig posisjon, samt hvordan en eventuell opplysningsplikt skal oppfylles. Det bør også tas stilling til hvorvidt ansatte som innehar slike posisjoner som nevnt i enkeltaksjer skal kunne opptre som megler/market-maker i den samme aksjen.

For å unngå at en ansatt, som har slike posisjoner som nevnt ovenfor, skal komme i en vanskelig posisjon i forhold til sin rådgivning overfor kunder, skal foretaket i sine interne retningslinjer fastsette at aktiv rådgivning fra vedkommende med hensyn til kjøp eller salg utelukkende skal være basert på foretakets analyser. Dersom foretaket ikke har utarbeidet analyser knyttet til et selskaps aksjer skal vedkommende kun utføre en «passiv» megling, dvs. unngå å gi noen råd til kunder.

10.9 Analytikers opplysningsplikt om egen beholdning¹⁸

Dersom *analytiker* eller *dens juridiske nærstående*¹⁹, direkte eller indirekte, har beholdning i de finansielle instrumenter analysen omfatter, skal samlet størrelse på denne beholdning opplyses i analysen.

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 selskapet direkte eller indirekte som ikke er av uvesentlig betydning for vedkommendes privatøkonomi. Dersom dette er tilfelle skal størrelsen på vedkommendes beholdning opplyses.

¹⁷ Dette kravet går lenger enn lovens krav

¹⁸ Dette kravet går lenger enn lovens krav

¹⁹ Vpfl § 2-5

10.10 Analytikers bistand i Corporate Finance-opdrag ("Wall Crossing")²⁰

Det skal opplyses i analysen dersom analytikeren har ytet slik bistand som nevnt i 6.3. til Corporate Finance-avdelingen i forbindelse med et offentliggjort Corporate Finance-opdrag som verdipapirforetaket har hatt for selskapet i løpet av de siste 12 måneder før offentliggjøring av analysen.

10.11 Annet skriftlig og elektronisk materiale (prospekt mv)²¹

Foretakene bør i slikt materiale, så langt det er mulig, vise til at foretaket og/eller dets ansatte kan ha beholdning av finansielle instrumenter i ett eller flere av de omtalte selskaper og at mer detaljert informasjon kan gis ved henvendelse til verdipapirforetaket eller at informasjon finnes på foretakets web-side.

10.12 Opplysninger til media²²

Dersom analytikere eller andre ansatte i verdipapirforetak kommenterer et selskap i media bør vedkommende så langt praktisk mulig gi opplysninger om egne beholdning i selskapet. Analytikeren eller annen ansatt er ikke ansvarlig for om slike opplysninger videreformidles eller ikke av media.

11 Innholdskrav til markedsføringsmateriale

Følgende opplysninger skal inntas i markedsføringsmateriale:

- Samlet størrelse på den som har utarbeidet materialet og/eller vedkommendes nærstående, jf vphl § 2-5, beholdning av finansielle instrumenter utstedt av foretaket markedsføringsmateriale omhandler.
- Opplysninger om vedkommende og nærstående eventuelle styremedlemskap og/eller ansettelsesforhold i foretaket markedsføringsmateriale omhandler, på tidspunkt for offentliggjøring av analysen.
- Om verdipapirforetaket kan ha en egen beholdning av finansielle instrumenter utstedt av foretaket markedsføringsmateriale omhandler. Dette gjelder ikke beholdning som følge av foretakets egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomhet.
- Om verdipapirforetaket har hatt corporate-opdrag for foretaket i løpet av de siste 12 måneder.
- At analytikeren ikke mottar bonus tilknyttet det konkrete oppdraget markedsføringsmateriale eventuelt er utarbeidet i forbindelse med.

Pkt 10.7 i denne standarden gjelder tilsvarende.

²⁰ Dette kravet går lenger enn lovens krav

²¹ Dette kravet går lenger enn lovens krav

²² Dette kravet går lenger enn lovens krav

Vedlegg:

Definisjon av nærstående/nær tilknytning i MAR EU 596/2014 Art 3 nr 26.

Med **nærstående juridisk person/personer med nær tilknytning** menes "en juridisk person, trust eller ethvert partnerskap hvis ledelsesansvar utøves av en person som utøver ledelsesansvar, eller av en person som omhandlet i bokstav a)*, b)** eller c)***, som direkte eller indirekte kontrolleres av en slik person, eller som er etablert til fordel for en slik person, eller hvis økonomiske interesser i betydelig grad er sammenfallende med dem til en slik person».

a)*«En ektefelle eller en partner som i overensstemmelse med nasjonal rett betraktes som likestilt med en ektefelle».

b)**«Barn man etter nasjonal rett har forsørgerplikt for».

c)***«Familiemedlemmer som har vært medlem av samme husstand i minst ett år på transaksjonsdatoen».

Med **konsern** menes «et morselskap og alle dets datterselskaper»

Definisjon av nærstående i vphl § 2-5

1. ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapslignende forhold,
2. mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med,
3. selskap innen samme konsern som vedkommende,
4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd,
5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.