



KAPITALMARKED
DANMARK
FINANS DANMARK

Anbefalinger til at imødegå interessekonflikter i investeringsbanker

Marts 2022

Indhold

1. Anvendelsesområde for anbefalingerne	4
2. Definition af interessekonflikt og eksempler	6
3. Governance	8
4. Foranstaltninger til at identificere og forhindre eller håndtere interessekonflikter	11
5. Medarbejderhandel	15
6. Analyseafdelingen	18

Bilag

1. Definitioner	26
2. Anbefalinger vedrørende timing og indhold af analyser i forbindelse med corporate finance aktiviteter	30

Anvendelsesområde for anbefalingerne

Kapitalmarked Danmark har udstedt disse anbefalinger til at imødegå interessekonflikter i investeringsbanker inden for kapitalmarkedsområdet. Formålet med anbefalingerne er blandt andet at sikre bedre og mere effektive markeder gennem en fælles forståelse for de iboende interessekonflikter, der er i investeringsbanker.

Kapitalmarked Danmark er opmærksom på kravene til de tre forsvarslinjer, herunder særligt adskillelsen mellem første og anden forsvarslinje og kravene til Compliancefunktionens uafhængighed som en del af anden forsvarslinje. Compliancefunktionen har imidlertid i henhold til Kommissionens delegerede forordning 2017/565 om organisatoriske krav artikel 22, stk. 2 litra b, samtidig ansvar for at rådgive og bistå de relevante personer, der har ansvaret for at yde investeringservice og udføre investeringsaktiviteter med henblik på, at instituttet overholder sine forpligtelser på dette område.

De steder i anbefalingerne, hvor Kapitalmarked Danmark anbefaler, at Compliancefunktionen inddrages, modtager eller godkender aktiviteter på investeringsområdet, er det Kapitalmarked Danmarks opfattelse, at disse handlinger er omfattet af kravet om Compliancefunktionens rådgivning og bistand på investeringsområdet. Kapitalmarked Danmark skal dog samtidig understrege, at det er op til det enkelte instituts ledelse at implementere anbefalingerne i overensstemmelse med det konkrete instituts størrelse, organisering og udførte aktiviteter på investeringsområdet.

Hvis interessekonflikter ikke identificeres eller håndteres korrekt, kan det have stor betydning for tilliden til og effektiviteten af kapitalmarkederne. Det er samtidig vigtigt, at såvel ledelse som ansatte til stadighed er opmærksomme på de forskellige interesser, der er i en investeringsbank med deraf følgende interessekonflikter, så der etableres en kultur, der understøtter dette og skaber tillid hos omverdenen.

Anbefalingerne har til hensigt at beskrive de foranstaltninger, investeringsbanker anbefales at implementere for at imødegå interessekonflikter. Anbefalingerne er ikke bindende men skal ses som best practice, hvor det er op til den enkelte investeringsbank på baggrund af dennes forretningsmodel at implementere anbefalingerne, så interessekonflikterne håndteres bedst muligt.



Ved udarbejdelse af anbefalingerne er der indhentet inspiration fra nordiske og internationale organisationers anbefalinger til håndtering af interessekonflikter, såsom Verdipapirforetakenes Forbund (Norge), Svenska Fondhandlareföreningen og IOSCO. Plesner Advokatpartnerselskab har bistået med afsnittet vedrørende analyser i forbindelse med Corporate Finance aktiviteter samt tilhørende bilag. Afsnittet er desuden udarbejdet med input fra nordiske og internationale investeringsbanker med henblik på, at anbefalingerne er anvendelige ved grænseoverskridende aktiviteter.

Anbefalingerne træder i kraft den 1. marts 2022, og erstatter tidligere anbefalinger af 1. december 2012.

Anbefalingerne er afgrænset til de interessekonflikter, der udspringer af de aktiviteter, en investeringsbank udfører i relation til MiFID II-reglerne og markedsmisbrugsreglerne. Det er Kapitalmarked Danmarks vurdering, at principperne i anbefalingerne også kan tjene som inspiration til andre forretningsaktiviteter.

Definition af interessekonflikt og eksempler

Det er velkendt, at der i forbindelse med udøvelsen af investeringsbankaktiviteter er iboende interessekonflikter. Det følger af Kommissionens delegerede forordning 2017/565, at investeringsbanker bør bestræbe sig på at identificere og forhindre eller håndtere de interessekonflikter, der opstår i forbindelse med udøvelsen af deres forskellige forretningsaktiviteter.

Korrekt håndtering af en interessekonflikt, hvad enten den er permanent eller enkeltstående, er essentiel for beskyttelse af både kunder og investeringsbanker samt for tilliden til investeringsbankerne og kapitalmarkederne.

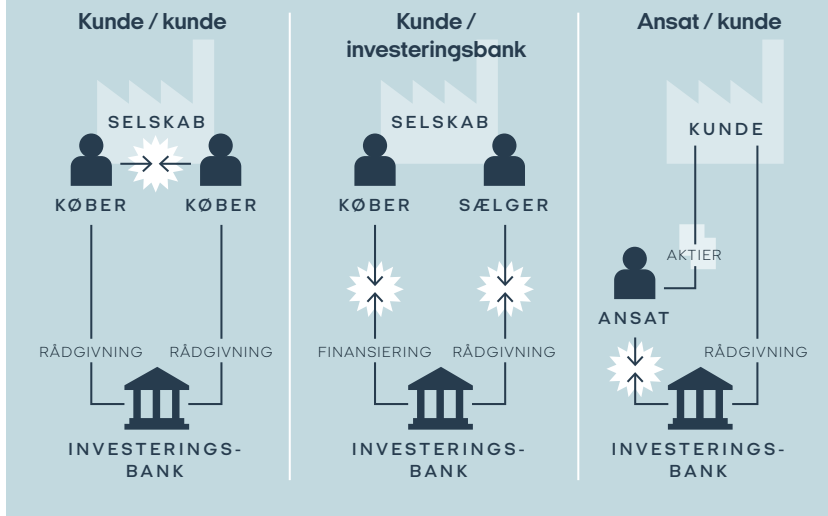
En interessekonflikt er kendetegnet ved, at der er modsatrettede interesser mellem de relevante parter i en opgave/aktivitet, og der derfor kan foreligge en potentiel interessekonflikt for investeringsbanken. Interessekonflikter kan optræde i mange forskellige situationer og mellem forskellige interessenter. Interessekonflikter kan forekomme mellem:

- Forskellige funktioner i investeringsbanken
- Investeringsbankens kunder
- Investeringsbanken og dens kunder
- Medarbejdere og investeringsbanken, henholdsvis dens kunder

De betragtninger, der kan indgå i vurderingen af, om der foreligger en interessekonflikt, kan være:

- Om den ene part kan opnå en økonomisk gevinst eller undgå et økonomisk tab på bekostning af en anden part
- Om investeringsbanken har en anden interesse end kunden i relation til resultatet af en investeringsservice
- Om investeringsbanken har økonomiske interesser eller andre grunde til at prioritere en eller flere kunder på bekostning af andre kunders interesser

Eksempler på interessekonflikter



Nedenfor er anført konkrete eksempler på interessekonflikter mellem:

Kunder

- Investeringsbanken tilbyder finansiering til flere potentielle købere af samme selskab. Her er der en interessekonflikt mellem køberne af selskabet.
- Flere af investeringsbankens kunder ønsker at tegne aktier i et selskab i forbindelse med selskabets optagelse til handel på et reguleret marked. Her er der en interessekonflikt mellem kunderne i forbindelse med allokeringen af aktierne.

Investeringsbanken og kunder

- Corporate Finance rådgiver en kunde i forbindelse med et potentielt salg af et selskab, og samtidig tilbyder investeringsbanken finansiering til en eller flere potentielle købere af selskabet. Her er der en interessekonflikt mellem kundens interesser, da kunden gerne vil sælge til højest mulige pris, og investeringsbankens interesser da banken har et ønske om de mest favorable vilkår for køberne.

Medarbejdere og investeringsbanken/kunder

- Medarbejdere i Corporate Finance ejer aktier i et selskab, som Corporate Finance yder rådgivning til. Her er en interessekonflikt mellem de ansattes interesser og kunden/investeringsbanken.

Governance

Dette afsnit beskriver de rammer, som en investeringsbank bør have på plads i forhold til interessekonflikter og omfatter investeringsbankens styresdokumenter, organisering, herunder roller og ansvar samt uddannelse af medarbejdere.

Styresdokumenter og indhold

Investeringsbanker skal have politikker, procedurer og kontroller ("interne retningslinjer") målrettet de enkelte funktioner, med henblik på at identificere og håndtere interessekonflikter. Interne retningslinjer bør indeholde eksempler på iboende interessekonflikter som nævnt ovenfor i afsnit 2. De interne retningslinjer bør også indeholde eksempler på ad hoc-transaktionsbaserede interessekonflikter.

Eksemplerne på interessekonflikter skal dække de aktiviteter, som investeringsbanken tilbyder. Formålet med eksemplerne er at skabe opmærksomhed hos medarbejderne og sætte dem i stand til at identificere og håndtere aktuelle og potentielle interessekonflikter. Eksemplerne bør være designet, så de afspejler de typiske interessekonflikter, som investeringsbankens medarbejdere kan komme i.

De interne retningslinjer bør også indeholde information om:

- Hvordan viden må/ikke må deles mellem afdelinger og funktioner (informationsbarrierer)
- Hvordan medarbejderes eksterne hverv/bijobs skal håndteres
- Medarbejderes økonomiske interesser i investeringsbankens kunder
- Nærtståendes ansættelse hos kunder eller hos potentielle kunder
- Hvordan aflønning håndteres
- At medarbejdere ikke må kunne påvirke andre medarbejderes aktiviteter på en måde, der kan generere en konflikt

For en investeringsbank, der udarbejder investeringsanalyser, er det vigtigt, at de interne retningslinjer omfatter konflikter relateret til:

- Udarbejdelsen af investeringsanalyser i relation til investeringsbankens kunders ønske om at udstede finansielle instrumenter til bedst mulige pris
- Investeringsbankens egenhandel
- Timing af analyser hvor det skal sikres, at samtlige interessenter modtager og kan agere samtidig



De interne retningslinjer bør også omfatte:

- Sales & Trading og Corporate Relationship Management, herunder i henhold til forskellige kunders interesser i de samme instrumenter
- Investeringsbankens egenhandel og medarbejdernes private handler
- Corporate Finance afdelingen, Debt Capital markets og Loan Capital markets hvor der blandt andet bør tages højde for konflikter i relation til andre kunder i investeringsbanken, investorer eller konkurrenter til kunden, investeringsbankens udarbejdelse af investeringsanalyser, investeringsbankens egenhandel og medarbejderhandler

Interne retningslinjer bør gennemgås løbende dog minimum en gang årligt, og dokumenterne bør godkendes i overensstemmelse med investeringsbankens organisering på området.

Organisering

For at imødegå interessekonflikter bør investeringsbanken sikre, at den er organiseret på en måde, som forebygger, at interessekonflikterne påvirker kundens interesser.

Uagtet at det er den øverste ledelses ansvar at sikre, at interessekonflikter identificeres og håndteres, har alle medarbejdere en forpligtelse til at være opmærksomme på interessekonflikter og sikre, at de bliver håndteret. Men da det er de enkelte funktioner i investeringsbanken, der har den specifikke viden og kendskab til eget område, er det de enkelte funktioner, der ejer de interessekonflikter, der udspringer af deres aktiviteter.

Ansvaret for at identificere og dokumentere mitigerende af interessekonflikter skal forankres i organisationen. Det kan være en central enhed eller de enkelte funktioner. Det vigtige er, at der er en klar ansvarsdeling, så der ikke opstår en situation, hvor en interessekonflikt ikke bliver identificeret og håndteret.

Afhængig af investeringsbankens størrelse og aktiviteter kan det være relevant at oprette en komité eller lignende beslutningsforum eller eskalering til højere ledelsesniveau med ansvar for håndtering og styring af interessekonflikter. Oversigten over iboende og ad hoc-interessekonflikter, som følger af Kommissionens delegerede forordning 2017/565, kan med fordel varetages af en sådan uafhængig komité. Ligesom det årlige review af oversigten varetages af komitéen. Compliance bør deltage i processen.

Koblet til oversigten over interessekonflikter skal investeringsbanken have interne procedurer og kontroller. Procedurene koblet til oversigten skal sikre, at det er tydeligt for medarbejderne, hvordan en identificeret konflikt skal håndteres og registreres, og hvordan konflikter skal eskaleres, hvis der er behov for det. Det skal i de interne retningslinjer og processer også være tydeligt for medarbejderne, hvordan en interessekonflikt, som ikke kan mitigeres, skal håndteres. Når en interessekonflikt materialiserer sig, bør investeringsbanken have systemer, f.eks. et operationelt hændelsesregister, hvor medarbejdere kan registrere interessekonflikter, så det sikres, at investeringsbanken kan opgjøre og dokumentere sine interessekonflikter og dermed sikre overvågning af, at der sker en forsvarlig håndtering heraf.

Uddannelse af medarbejdere

I tillæg til et årligt review bør investeringsbanken sikre, at der er et højt vidensniveau i organisationen om interessekonflikter. Det vidensniveau kan f.eks. sikres gennem uddannelse af medarbejdere og løbende dialog mellem kontrolfunktioner, juridisk funktion og forretningen.



Foranstaltninger til at identificere og forhindre eller håndtere interessekonflikter

Det følger af Kommissionens delegerede forordning 2017/565, at investeringsbanker bør etablere effektive foranstaltninger med henblik på at identificere og forhindre eller håndtere identificerede interessekonflikter.

Eksempler på sådanne foranstaltninger er beskrevet nedenfor.

Informationsbarrierer der minimerer uhensigtsmæssig videregivelse af information

Anvendelse af informationsbarrierer er særlig relevant i håndteringen af risikoen for markedsmisbrug og interessekonflikter, hvor klassiske eksempler på informationsbarrierer er fysisk adskillelse mellem Analyse- og Corporate Finance-afdelinger.

Anvendelse af informationsbarrierer er velkendt i den finansielle sektor og er udtryk for en retlig standard, der løbende udvikles via praksis i branchen. Der findes derfor ikke i lovgivningen en entydig definition af kravene hertil. Ligeledes ses kravet løbende at udvikle sig i takt med myndigheders og kunders krav.

Afdelinger, der regelmæssigt håndterer intern viden, eller viden der kan give anledning til væsentlige interessekonflikter, bør være placeret bag en informationsbarriere. Sådanne afdelinger benævnes ofte som "private side"-afdelinger (f.eks. Corporate Finance). Omvendt benævnes afdelinger, der ikke er placeret bag en informationsbarriere, ofte som "public side"-afdelinger (f.eks. Sales og Trading).

Informationsbarrierer kan antage forskellig form, men vil afhængig af investeringsbankens størrelse, aktiviteter og organisation indeholde alle eller flere af nedenstående barrierer:

a. Fysiske informationsbarrierer

Fysiske barrierer der forhindrer umiddelbar adgang til private side eller Analyseafdelingen. Separate lokaler med adgangskontrol i form af kodelås mv.

b. Procedurebaserede informationsbarrierer

Informationsbarrierer er ikke nødvendigvis permanent fysisk adskillelse, men kan også tage form af procedurer der dikterer en ad hoc-adskillelse. For eksempel adskillelse i deal-teams eller procedurer der angiver standarder for informationsudveksling mellem forskellige afdelinger, f.eks. "need-to-know".

c. Systemmæssige informationsbarrierer

Barrierer der sikrer, at der ikke systemmæssigt gives adgang til private side-afdelinger, eller giver mulighed for tilgang til kundeinformation ud over, hvad der er relevant for den enkelte medarbejders behov for at servicere kunden.

d. Rapporteringslinjer (matrix, personale og fagmæssigt)

Klar funktionsadskillelse mellem afdelinger der sikrer, at der ikke kan rejses tvivl om medarbejderens interesser. F.eks. hvis analytikere deler reference med medarbejdere i bankens handelsafdelinger, hvorefter der kan rejses tvivl om deres uafhængighed fra salgsinteresser.

e. "Wall crossing" og "above the wall"

Fra tid til anden kan det være nødvendigt for private side at involvere medarbejdere fra public side. Dette bør i så fald ske i form af en "wall crossing", hvor vedkommende bringes "over muren". Enhver "wall crossing" bør kun ske efter en nøje vurdering af eventuelt tilstedeværende interessekonflikter og restriktioner, der måtte blive pålagt medarbejderen, der bringes "over muren". Se blandt andet afsnit 6 "Analyseafdelingen" for eksempel på "wall crossing" af en analytiker. For enkelte personer i investeringsbanken kan det på grund af deres ledelsesniveau være nødvendigt at have indsigt i information på både private- og public side. Sådanne personer anses at være over muren eller "above the wall" og skal begrænses til ganske få personer som f.eks. overordnede ledere med ansvar for investment bank forretningsområdet, udpegede medarbejdere i compliancefunktionen eller tilsvarende.



Selvom informationsbarrierer forekommer administrativt tunge for at være effektive, er det værd at understrege, at de medfører forretningsmæssige fordele, som f.eks.:

- Muligheden for at indgå i forretninger, der ellers ville være konfliktende
- Forsvar mod mistænkeliggørelse og anklager om markedsmisbrug eller misbrug af fortrolig kundeinformation.

Ligesom informationsbarriererne også er med til at beskytte medarbejderne.

Komité eller lignende for vurdering af interessekonflikter i potentielle transaktioner eller aktiviteter

Afhængig af investeringsbankens størrelse, aktiviteter og organisation kan der ned sættes en komité eller lignende for forhåndsvurdering af potentielle transaktioner eller forretningsaktiviteter. Herunder bør indgå overvejelser om eventuelle særlige foranstaltninger, der skal iværksættes, eller om investeringsbanken helt skal undlade aktiviteten eller helt afslå transaktionen.

Hvis investeringsbanken vurderer at være i stand til at have tilstrækkelig informationsadskillelse, kan der arbejdes i separate spor med de respektive kunder, og ved store transaktioner kan investeringsbanken oprette "trees",¹ hvor forskellige involverede kunder håndteres af separate teams i enheden og på den måde sikre, at fortrolig information ikke spredes unødigt, f.eks. i forbindelse konkurrerende købstilbud. Afhængig af sagens omstændigheder og under forudsætning af overholdelse af

¹ Denne praksis ses ikke i Corporate Finance transaktioner.

reglerne om bankhemmelighed vil involverede kunder ikke få kendskab til andre enheders håndtering af kunder, der kan have modsatrettede interesser.

Hvis investeringsbanken etablerer en komité, anbefales det, at der udover repræsentanter fra ledelsen i relevante funktioner også deltager en medarbejder fra Compliancefunktionen som observatør.

Incitamentsstrukturer der beror på objektive kriterier, der ikke giver anledning til interessekonflikter

Incitamentsstrukturer må ikke give anledning til, at medarbejdere tilsidesætter kunders interesser, eller udsætter investeringsbanken for uautoriseret risikoeksponering.

Procedurer der i forbindelse med personlige interessekonflikter forhindrer eller håndterer risikoen for, at medarbejdere inddrager usaglige hensyn

Investeringsbanken bør indføre regler for medarbejderes personlige handler (se blandt andet afsnit 5 Medarbejderhandel) i finansielle instrumenter og eventuelle bibeskæftigelser.

Brug af teknologiske løsninger der analyserer forretningsmæssige dispositioner

Investeringsbanken bør overveje muligheden for teknologiske løsninger, f.eks. kunstig intelligens til overvågning af transaktioner på tværs af afdelinger, for på et tidligt tidspunkt at opfange adfærdsmønstre, der kan indikere en interessekonflikt.

For at foranstaltningerne kan være effektive skal de understøttes af tilsvarende kontroller. For at sikre et effektivt kontrolmiljø skal det være systematisk og operationelt, f.eks. via forankring i en kontrolenhed, der konkret vurderer de enkelte rapporteringer og hændelser.



Medarbejderhandel

Det følger af Kommissionens delegerede forordning 2017/565, art. 29, at investeringsbanker skal opstille, gennemføre og til stadighed have passende ordninger for at forhindre, at medarbejderes personlige transaktioner kan give anledning til en interessekonflikt.

Investeringsbanken bør grundigt overveje, hvordan en risiko forbundet med insiderhandel og en potentiel såvel som reel interessekonflikt bedst minimeres i relation til medarbejderhandel.

En medarbejderhandel defineres i det følgende som køb eller salg af finansielle instrumenter, der er omfattet af investeringsbankens politik for medarbejderhandler/personlige transaktioner. Investeringsbankens retningslinjer for medarbejderhandler kan omhandle finansielle instrumenter, der er behæftet med restriktioner, såvel som finansielle instrumenter tilladt uden restriktioner.

Finansielle instrumenter behæftet med restriktioner kan defineres som finansielle instrumenter, der handles på en markedsplads, herunder f.eks. aktier, obligationer, visse fonde, optioner, futures swaps, andre derivater relateret til blandt andet omsættelige instrumenter, valuta, kryptovaluta og commodities.

Finansielle instrumenter, der er tilladt uden restriktioner, kan f.eks. være UCITS og særlige bredt sammensatte investeringsfonde. Ligeledes kan personlige transaktioner gennemført som led i en diskretionær porteføljeplejeaftale under visse omstændigheder anses som tilladt uden restriktioner, jf. nærmere herom nedenfor.

Generelle principper og informationsbarrierer

En medarbejder forventes i almindelighed at administrere sine personlige økonomiske forhold med forsigtighed. Medarbejderen skal således undlade at indgå kortsigtede, spekulative transaktioner af en sådan karakter eller i et sådant omfang, at medarbejderen kan risikere at komme i økonomiske vanskeligheder.

Det er afgørende, at en medarbejder ikke har mulighed for at udnytte sin position eller har særlige fordele fremfor kunder i forbindelse med handel i finansielle instrumenter.

Investeringsbanken skal have procedurer, der sikrer, at banken til enhver tid har fuld indsigt i medarbejderes personlige transaktioner. Dvs. investeringsbanken enten

omgående skal underrettes om enhver personlig transaktion eller på anden måde have procedurer på plads, der kan identificere personlige transaktioner. Investeringsbanken kan ved et ansættelsesforholds begyndelse overveje at indhente en oversigt over medarbejderens beholdning af finansielle instrumenter, forudsat medarbejderen er omfattet af investeringsbankens regler for personlige transaktioner.

Følgende principper for restriktioner for medarbejderhandel, som investeringsbanken bør iagttage, omfatter følgende:

- At en medarbejder, der har adgang til investeringsbankens watch list, ikke må handle med finansielle instrumenter udstedt af et selskab, eller hvis værdi kan være direkte eller indirekte afledt af det pågældende selskabs værdi, der er opført på denne liste
- At en medarbejder ikke må handle med et selskabs finansielle instrumenter, hvis den pågældende har kendskab til en endnu ikke-offentliggjort investeringsanalyse om det pågældende selskab
- At en medarbejder, der er beskæftiget med handel i eller investeringsanalyse af aktier og/eller erhvervsobligationer, ikke for egen regning må handle finansielle instrumenter i det analyserede selskab fra det tidspunkt, en investeringsanalyse offentliggøres og en nærmere fastsat periode herefter. Det anbefales, at investeringsbanken også forholder sig til, om kommentarer, opdateringer og lignende udarbejdet af en analytiker skal være omfattet af restriktionerne for medarbejderhandel
- At der er retningslinjer for, hvornår medarbejdere må handle med finansielle instrumenter udstedt af selskaber på investeringsbankens restricted list
- At der er retningslinjer for, i hvilket omfang medarbejdere må deltage i tegningen af aktier eller erhvervsobligationer, der udstedes i forbindelse med en kapitalmarkedstransaktion, som investeringsbanken deltager i
- At der er retningslinjer, der beskriver, at en analytiker ikke må handle med finansielle instrumenter, som analytikeren dækker, og at investeringsbanken forholder sig til, om analytikeren må handle i selskaber inden for samme sektor
- At der er retningslinjer for, om medarbejderen må deltage i aktiespil

Disse anbefalinger gælder tillige for køb og salg af tegningsrettigheder og udnyttelse af derivater tilknyttet finansielle instrumenter.

Anbefalingerne gælder derimod ikke for tegning på baggrund af tildelte tegningsrettigheder, tegning af fondsaktier, nytegning i forbindelse med ændring af den nominelle aktiekapital mv. og dispositioner foretaget af kapitalforvalter som led i medarbejderens deltagelse i en kollektiv pensionsordning eller investeringsforening. Hvis en medarbejder har indgået aftale om diskretionær forvaltning, kan den diskretio-



nære forvaltning være undtaget kravene for medarbejderhandler. Det anbefales, at investeringsbanken får forelagt en kopi af den diskretionære aftale for at sikre sig, at medarbejderen ikke har indflydelse på investeringer i den diskretionære aftale.

Der kan også differentieres mellem forskellige medarbejdergrupper, således at visse medarbejdere underlægges yderligere krav, herunder f.eks. til ordretyper. For andre medarbejdergrupper anbefales det tillige, at såfremt investeringsbanken anvender en godkendelsesproces, at nærmeste chef inddrages i denne for derved at hindre risikoen for interessekonflikter (front running). Ved forhåndsgodkendelser skal investeringsbanken definere en gyldighedsperiode for forhåndsgodkendelsen. En sådan periode skal være kort.

Det anbefales, at en medarbejder tidligst må foretage salg af et givent finansielt instrument 30 dage efter købet og tidligst genkøbe det samme finansielle instrument 30 dage efter salget. Perioden løber fra den sidste handel i det pågældende finansielle instrument.

Hvis en medarbejder handler på vegne af en relevant person (f.eks. ægtefælle, samlever eller børn), skal disse handler følge investeringsbankens procedurer for medarbejderhandler.

Kontroller vedrørende medarbejderhandler

Investeringsbanken skal have et passende kontrolmiljø for håndtering af interessekonflikter i relation til medarbejderhandler. Det kan eksempelvis være en årlig erklæring fra medarbejderne om overholdelse af investeringsbankens medarbejderregler, kontrol af holdeperiode, at der er indhentet forhåndsgodkendelse, hvis en sådan kræves, samt at der føres optegnelser over medarbejderhandler m.v.

Analyseafdelingen

Nærværende afsnit er baseret på de interessekonflikter, der primært forekommer ved udarbejdelse af investeringsanalyser i forbindelse med corporate finance aktiviteter. Investeringsanalyser udarbejdet i forbindelse med Debt-capital market aktiviteter afviger på flere områder væsentligt herfra,² hvorfor det ikke i alle tilfælde vil være fordelagtigt at følge nedenstående anbefalinger.

Det er Kapitalmarked Danmarks anbefaling, at der i håndteringen af interessekonflikter og vurdering af eventuelle restriktioner for debt capital market transaktioner tages udgangspunkt i samme grundlæggende principper som for corporate finance aktiviteter. Dette bør ske under hensyntagen til forskellene mellem de to typer investeringsanalyser, der enten forstærker eller mindsker potentielle interessekonflikter. Kapitalmarked Danmark vil i tillæg til disse anbefalinger publicere nærmere anbefalinger for hhv. corporate finance og debt capital market aktiviteter.

En Analyseafdeling skal være uafhængig fra øvrige afdelinger i investeringsbanken og fra de udstedere, som de udarbejder investeringsanalyser på. Generelt indebærer det, at øvrige medarbejdere uden for Analyseafdelingen ikke har mulighed for at påvirke en analytikers beslutning om at publicere en analyse. Heraf følger, at øvrige medarbejdere uden for Analyseafdelingen ikke kan udøve indflydelse på eller diktere analytikerens mening, kommentarer eller anbefaling, og at analytikeren ikke refererer til anden afdeling, f.eks. Handelsafdelingen.

En analytiker skal altid optræde korrekt og med den fornødne professionalisme, troværdighed og integritet i forhold til alle involverede parter. En analytiker skal ligeledes bestræbe sig på, at interessekonflikter ikke opstår, når sådanne ikke kan undgås, sikre, at de involverede parter behandles korrekt, og at relevante parter oplyses om konflikten.

En investeringsanalyse skal afspejle analytikerens personlige vurdering, og investeringsanalysens konklusioner må ikke være påvirket af forretningsmæssige interesser af nogen art. Offentliggørelse af en investeringsanalyse må ikke være betinget af, at Corporate Finance, Debt Capital, ECM, Sales og Trading eller det analyserede

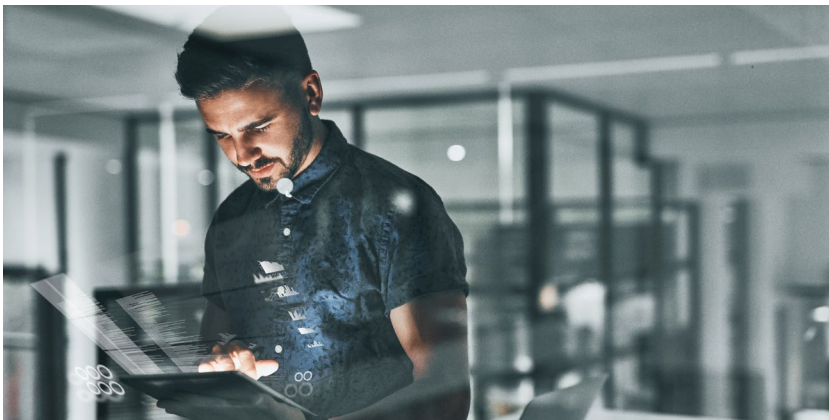
² F.eks. vil obligationskurser være mindre følsomme over for en analytikers holdning i en kreditanalyse, da kurserne i højere grad er baseret på objektive makroøkonomiske faktorer som, renteutviklingen, historiske spreads, udsteders kreditværdighed, obligationens kupon, effektive rente og alternative investeringsmuligheder i tilsvarende og sammenlignelige obligationer. Typen af udsteder er også af betydning for potentielle interessekonflikter, f.eks. vil sandsynligheden for interessekonflikter være mindre i en udstedelse af statsobligationer end virksomhedsobligationer.

selskab forinden offentliggørelse skal godkende investeringsanalysen. Der er dog intet til hinder for, at Corporate Finance, Debt Capital, ECM eller Sales og Trading ser investeringsanalysen, ligesom det analyserede selskab kan få investeringsanalysen forelagt og bekræfte faktuelle oplysninger i den. En investeringsanalyse, som sendes til andre afdelinger i investeringsbanken eller til det analyserede selskab, må ikke indeholde anbefaling, target price [pris] eller en vurdering af udstederen. Investeringsbanken skal have interne procedurer, der sikrer, at Compliancefunktionen på forhånd orienteres om og får en kopi af investeringsanalyser, der fremsendes til Corporate Finance, Debt Capital, ECM, Sales og Trading og det analyserede selskab. Når en investeringsanalyse har været til faktatjek hos en udsteder, skal det oplyses i investeringsanalysens disclosure.

Det er Analyseafdelingen selv, der beslutter, hvilke selskaber der skal dækkes af afdelingen. Det vil sige, at andre afdelinger [f.eks. Corporate Finance i forbindelse med en IPO] i investeringsbanken ikke kan love en kunde, at der optages dækning af et selskab.

I relation til Corporate Finance er der den forskel mellem afdelingerne, at mens Corporate Finance agerer som rådgiver for en udsteder [kunde/private side] og derved skal opnå det bedst mulige resultat for kunden, agerer en Analyseafdeling som support for Trading og Sales og har investorernes interesse for øje [public side].

Da en analytiker typisk vil have megen kommunikation med andre afdelinger i investeringsbanken, med kunder, og de udstedere de dækker, anbefales det, at der udarbejdes interne retningslinjer for, i hvilket omfang og hvordan kommunikationen må finde sted. I de følgende afsnit beskrives gængse forhold, som investeringsbanken skal være opmærksom på.





En analytikers deltagelse i morgenmøder

Formålet med morgenmøder er blandt andet at klæde medarbejdere i Sales og Trading på til at drøfte offentliggjorte investeringsanalyser med kunder. Sådanne morgenmøder finder derfor oftest sted, før markederne åbner. Det anbefales, at investeringsanalyser, der drøftes på morgenmøder med Sales og Trading, som udgangspunkt alene vedrører investeringsanalyser, der allerede er offentliggjort.

En analytikers deltagelse i markedsføringsaktiviteter

Hvis en analytiker deltager i markedsføringsaktiviteter, herunder "pitches" og "roadshows", må analytikerens deltagelse ikke give indtryk af, at analytikeren repræsenterer investeringsbankens corporate finance-interesser og/eller et selskabs interesser. Det anbefales, at investeringsbanken i sine interne retningslinjer beskriver, i hvilke tilfælde analytikeren må deltage i markedsføringsaktiviteter, herunder "pitches" og "roadshows", herunder om det kræver godkendelse, orientering eller deltagelse af en medarbejder fra Compliancefunktionen. Ved deltagelse i et pitch, skal Corporate Finance ikke deltage på samme møde som analytikeren, dvs. Corporate Finance skal forlade lokalet, når analytikeren taler med den potentielle kunde, og analytikeren bør altid oplyse om sin uafhængighed. Alternativt til at Corporate Finance forlader lokalet, kan en uafhængig person, f.eks. en fra Complianceafdelingen, deltage i mødet med henblik på at sikre analytikerens uafhængighed. Det er særligt vigtigt, at analytikeren ikke deltager i den del af mødet, hvor Corporate Finance giver sit syn på vurderingen af selskabet, herunder værdiansættelse, og analytikeren bør på ingen måde tiltræde Corporate Finances vurdering. En analytiker må ikke blive presset hverken af selskabet eller af Corporate Finance til at have

et bestemt syn på et selskab grundet de interesser, investeringsbankens Corporate Finance afdeling har i en fremtidig transaktion. Det skal være tydeligt, at en analytikers vurdering af et selskab altid bygger på analytikerens egen vurdering, og at den til enhver tid kan ændres.

Analytikers deltagelse i corporate finance-aktiviteter

En analytiker kan deltage i forbindelse med corporate finance-aktiviteter som beskrevet nedenfor, såfremt deltagelse sker efter forudgående dialog med investeringsbankens Compliancefunktion, og analytikerens sikrer, at deltagelsen ikke sætter spørgsmålstegn ved analytikerens uafhængighed:

1. Analytikerens kan bistå Corporate Finance med ideer til mulige corporate finance-aktiviteter, så længe kommunikationen er "one way of nature", dvs. fra analytikerens til Corporate Finance
2. Analytikerens kan rådgive Corporate Finance om prissætning og strukturering af en kapitalmarkedstransaktion og om den forventede investorinteresse
3. Analytikerens kan deltage i informationsmøder for investorer, hvis analytikerens ikke fremstår som repræsentant for salgssiden i investeringsbanken

En analytiker, der er involveret i en IPO, udarbejder en såkaldt IPO-rapport, der er analytikerens uafhængige vurdering af udsteder. Hvorledes en IPO-rapport skal opbygges, er typisk reguleret i et sæt Research Guidelines. En IPO-rapport er ikke en investeringsanalyse, da den hverken indeholder en anbefaling eller kursmål. For at give analytikerens tid til at udarbejde en uafhængig og tilstrækkelig belyst IPO-rapport, anbefales det, at den præsentation (analyst presentation), der udarbejdes af udsteder (kunden) til analytikerens, ikke finder sted senere end 3-4 uger før, transaktionen offentliggøres. Herved har analytikerens tid til at indhente uafhængige input til IPO-rapporten, så den ikke alene bygger på oplysninger fra udsteder (kunden). Investeringsbanken skal sikre, at analytikerens uafhængighed ikke tilsidesættes ved at lade Corporate Finance påvirke analytikerens både i forbindelse med udarbejdelsen af IPO-rapporten, herunder de spørgsmål analytikerens stiller udsteders (kundens) ledelse, og i en efterfølgende dialog med investorer. Det kan dog, i videre omfang end hvad der er tilfældet for allerede noterede selskaber, tillades, at udsteder og Corporate Finance gennemgår rapporten med henblik på at verificere faktuelle forhold.

I forbindelse med en IPO spiller analytikerens også en stor rolle i relation til dialogen med investorer. IPO-rapporten danner grundlag for den dialog. Investeringsbanken skal have interne retningslinjer, der beskriver, inden for hvilke rammer dialogen med investorerne kan foregå. Herunder analytikers deltagelse i pre-deal investor education-aktiviteter og indikation fra møderne til Corporate Finance med henblik på fastlæggelse af price range.

En analytikers udarbejdelse og offentliggørelse af investeringsanalyser m.v.

Investeringsbanken skal have retningslinjer, der sikrer, at kunder har samme mulighed for at reagere på en offentliggjort investeringsanalyse m.v. Retningslinjerne kan blandt andet omfatte, hvilke kanaler der anvendes til offentliggørelse af investeringsanalyser m.v., samt at udvalgte kunder ikke på forhånd må informeres om indholdet i en endnu ikke offentliggjort analyse m.v., da det vil være at sidestille med front running af analysen.

En analytikers kommunikation med kunder

Den kommunikation, en analytiker har med kunder, må alene tage udgangspunkt i forhold, der allerede er skriftligt offentliggjort i en investeringsanalyse, kommentar eller lignende, dvs. der skal være konsistens i det, der tales med kunder om. Oplysninger fra endnu ikke offentliggjorte investeringsanalyser må ikke drøftes med kunder, og der må heller ikke gives indikationer til kunder om, hvad indholdet er i en ny investeringsanalyse. Det anbefales, at investeringsbanken har retningslinjer for, hvorledes en analytiker kan kommunikere med kunder op til offentliggørelse af en investeringsanalyse, update, comment m.v.

En analytikers dialog med pressen

Det anbefales, at investeringsbanken har interne retningslinjer, der beskriver, i hvilket omfang investeringsbankens analytikere må tale med pressen, herunder hvilke dele af pressen [skrevne eller tv], og at analytikeren som udgangspunkt kun skal drøfte forhold, der allerede er offentliggjort i en investeringsanalyse m.v., det være sig både i selskabsspecifikke investeringsanalyser, sektoranalyser og makroanalyser. Det skal ligeledes overvejes, om der alene kan drøftes investeringsanalyser, der er offentligt kendt og ikke dem, der alene er offentliggjort til investeringsbankens kunder. Det anbefales, at investeringsbanken forholder sig til, om der skal udarbejdes en oversigt over, hvornår og om hvilke emner en analytiker har været i det offentlige rum [skrevne presse, tv, sociale medier m.v.].³

En analytikers håndtering af rygter i markedet

I kapitalmarkedet opstår ofte rygter. De kan være baseret på fakta og kan potentielt være interessante for investorer, mens andre kan være lige netop rygter, og altså ikke baseret på fakta. Et rygte kan defineres som information, der cirkulerer i markedet, og som ikke er blevet bekræftet af personer direkte koblet til indholdet i rygtet, og det forbliver et rygte, til det bliver bekræftet af en behørig og pålidelig kilde. Uanset om et rygte er sandt eller ej, kan en analytikers udbredelse af rygter gøre, at analytikeren utilsigtet bliver involveret i markedsmisbrug. Det kan ske, f.eks. hvis rygtet bygger på

³ Der skal gøres opmærksom på, at disclosure-kravene i markedsmisbrugsforordningen også efterleves.

lækage eller ulovlig videregivelse af intern viden, eller et rygter som bevidst er startet for at vildlede markedet. En analytiker må aldrig være involveret i at skabe rygter.

En analytikers forbindelse til udsteder

Investeringsbanken skal have retningslinjer for analytikers forbindelse til de udstedere, de dækker. Det anbefales, at investeringsbanken i sine interne retningslinjer beskriver, i hvilket omfang gaver og repræsentation kan modtages. De overvejelser, der kan ligge til grund, er blandt andet graden af interaktion med selskabet (frokost i forbindelse med en-til-en-møder vs. frokost i forbindelse med møder hvor der er flere deltagere), julegaver m.v. Investeringsbanken bør overveje, om forhåndsgodkendelse skal indhentes, hvornår sådan godkendelse må gives, og om der skal ske intern rapportering til f.eks. Compliancefunktionen.

En analytiker må ikke acceptere gaver og repræsentation fra udstedere eller andre personer mod løfte om at udstede specifikke anbefalinger m.v.

En analytiker skal sikre, at han/hun ikke giver indtryk af at repræsentere ledelsen i de selskaber analytikeren dækker, f.eks. hvor ledelsen er til stede til et arrangement, som investeringsbanken er vært for, og hvor bankens kunder deltager.

Hvis en analytiker refererer til en udtalelse fra en udsteders medarbejder, skal indholdet af udtalelsen altid kontrolleres hos kilden. Ekstra vigtigt er det, at en analytiker ikke utilsigtet bliver involveret i videregivelse af intern viden om en udsteder, uanset om viden kommer fra udsteder eller en anden kilde. Selv i situationer, hvor intern viden ikke er videregivet, skal analytikere afstå fra at rapportere fra en-til-en-møder med en udsteders ledelse for ikke at give indtrykket af, at intern viden er videregivet.

Wall-crossing af analytiker

En investeringsbank bør have interne retningslinjer, for hvordan og hvornår en analytiker kan wall-crosses, herunder hvordan det dokumenteres, når en analytiker er wall-crossed. Det anbefales, at i de tilfælde, hvor det er nødvendigt at wall-cross en analytiker, skal det ske så sent i processen som muligt. Heri skal afspejles en konkret vurdering i forhold til, om analytikeren dækker den relevante sektor og ikke blot det konkrete selskab. Når en analytiker er blevet wall-crossed, er analytikeren afskåret fra at skrive om det pågældende selskab, ligesom analytikeren ikke kan assistere andre i at udarbejde investeringsanalyser vedrørende selskabet. Det anbefales, at analytikere kun i helt særlige tilfælde wall-crosses.

Eksempelvis wall-crosses en analytiker af Corporate Finance lige op til offentliggørelsen af en transaktion, som Corporate Finance har været rådgiver på, hvis den vedrører en udsteder, som analytikeren dækker.



Interessekonflikter og analytiker

En analytiker kan som udgangspunkt ikke eje finansielle instrumenter i selskaber, som analytikeren dækker. Det anbefales, at investeringsbanken vurderer, om det forbud skal strækkes til også at omfatte selskaber inden for samme sektor, men som analytikeren ikke dækker, samt om der skal være geografiske afgrænsninger. Hvis en analytiker optager dækning af et nyt selskab og ejer finansielle instrumenter i det pågældende selskab, anbefales det, at der udarbejdes retningslinjer for håndtering af sådanne tilfælde, f.eks. at analytikeren ikke må gå mod egen anbefaling, at der skal være en lukket periode fra offentliggørelse af seneste investeringsanalyse, hvordan salg af instrumenterne eller tildeling af nye håndteres og lignende. Investeringsbanken kan ligeledes med fordel forholde sig til andre situationer, hvor der kan opstå en interessekonflikt. F.eks. om en analytiker kan dække et selskab, hvor en nærtstående sidder i ledelsen eller bestyrelsen. Se også afsnit 5 Medarbejderhandel.

Analyser i forbindelse med Corporate Finance-aktiviteter

For at sikre at beslutninger vedrørende indholdet af analyser og tidspunktet for deres offentliggørelse ikke træffes eller påvirkes af personer, hvis interesser kan være i strid med analysemodtagernes, samt for at undgå enhver misforståelse i forhold til på den ene side et analyseprodukt og på den anden side et prospekt eller andre udbuds- eller transaktionsdokumenter, der offentliggøres i forbindelse med udbud af finansielle instrumenter, M&A-transaktioner eller andre Corporate Finance-aktiviteter, skal investeringsbanker have politikker og procedurer på plads. Disse skal sikre, at der i tilfælde, hvor investeringsbanken spiller en væsentlig rolle i transaktioner vedr. udstedelse af offentligt handlede finansielle instrumenter, pålægges be-



grænsninger i udsendelsen eller indholdet af analyser om det udstedende selskab og dets associerede virksomheder [samt i visse tilfælde andre deltagere i transaktionen] i en nærmere angivet periode. Arten, timingen og varigheden af begrænsningerne vil afhænge af arten af den pågældende transaktion og omstændighederne i forbindelse hermed.

Bilag 2 indeholder specifikke anbefalinger til sådanne perioder og begrænsninger for en række typiske transaktioner, der involverer udstedere af offentligt handlede finansielle instrumenter.

Commissioned research

Tilbyder investeringsbanken såkaldte commissioned research, anbefales det, at investeringsbanken i sine interne retningslinjer tager stilling til en overgang fra commissioned research til uafhængig analysedækning af selskabet. Her kan blandt andet overvejes at indføre en black out periode på en måned fra senest udarbejdede commissioned research til offentliggørelse af en uafhængig investeringsanalyse. Investeringsbanken bør også have retningslinjer for, hvordan den sikrer, at investorer kan se forskel på commissioned og uafhængige investeringsanalyser, og at det sikres, at også indholdet i commissioned research er uafhængig, uanset betalingen.

Beskyttelse af analytikeren

Da en analytiker kan blive presset af andre interesser i investeringsbanken eller fra en udsteder, anbefales det, at investeringsbanken har retningslinjer for sådanne situationer, der beskriver, hvor analytikeren kan rette henvendelse.

1. Definitioner

Analyse

En analyse er en rapport, artikel eller lignende udarbejdet af en uafhængig analytiker, og som kommunikeres skriftligt/elektronisk til kunder eller offentligheden samt indeholder

- en vurdering af et eller flere finansielle instrumenter/udstedere/markeder eller
- fremkommer med en anbefaling vedrørende samme.

Blackout Period

Ved en Blackout Period forstås en periode, hvor investeringsbanken ikke må eller har besluttet ikke at ville udsende aktieanalyse, bortset fra helt særlige tilfælde hvor der indtræder ekstraordinære uforudsete begivenheder. Periodens længde kan fastsættes i samarbejde mellem syndikatbankernes Corporate Finance og Complianceafdelinger.

Commissioned research

Betaling som investeringsbanken modtager fra et selskab for at udarbejde analyser vedrørende finansielle instrumenter udstedt af selskabet.

Corporate Finance-aktiviteter

Bistand, som ydes af en investeringsbank med henblik på (eller i forbindelse med)

- notering og placering af aktier og aktierelaterede finansielle instrumenter via regulerede markedspladser
- private placeringer af unoterede aktier
- større sekundære aktieplaceringer via regulerede markedspladser
- køb og afnotering af noterede aktier og aktierelaterede finansielle instrumenter
- rådgivning i forbindelse med gennemførelse af fusioner og virksomhedsovertagelser ("M&A")
- anden finansiell rådgivning i relation til ovennævnte aktivitetsområder.

Aktiviteterne omfatter typisk

- rådgivning med hensyn til tilrettelæggelse og koordinering af de enkelte Corporate Finance-aktiviteter, herunder transaktionsstruktur og timing
- strategisk rådgivning
- markedsvurderinger
- udarbejdelse af finansielle analyser og værdiansættelse af virksomheder, som er involveret i de enkelte transaktioner
- bistand med udarbejdelse af prospekt/informationsmateriale

- planlægning og formidling af kontakt til investorer og strategiske samarbejdspartnere
- koordinering og deltagelse i forhandlinger i forbindelse med M&A
- overordnet koordinering af due diligence.

Debt capital-aktiviteter

Investeringsbankens deltagelse i rådgivning, tilrettelæggelse og udførelse af et udbud, placering, syndikering og salg i det primære marked af obligationer, øvrige gældsinstrumenter, derivater og andre instrumenter knyttet hertil.

Aktiviteterne omfatter blandt andet

- rådgivning om valg af kapitalstruktur og sammensætning af fremmedkapital
- prissætning af obligationer og instrumenter
- identificering af og forhandling med investorer/långivere
- bistand i forbindelse med credit ratings
- rådgivning om og bistand i forbindelse med securitization
- markedsvurderinger.

Erhvervsobligationer

Obligationer udstedt af ikke-nationale institutioner.

Finansielle instrumenter

Ved finansielle instrumenter forstås i disse anbefalinger de finansielle instrumenter, der fremgår af MiFID II, bilag 1, afsnit C.

Fortegningsretsemission

Nyudstedelse af aktier, hvor de eksisterende aktionærer har fortegningsret til de nye aktier i et på forhånd fastsat forhold.

Fortrolige oplysninger

Ved fortrolige oplysninger forstås som udgangspunkt alle oplysninger, der ikke er offentligt tilgængelige.

Investeringsanbefaling

Som defineret i art. 3, stk. 1, nr. 35 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr. 596/2014.

Investeringsbank

En finansiell institution eller en afdeling/division heraf, der primært beskæftiger sig med formidling af handel med finansielle instrumenter, finansiell rådgivning og andre serviceydelser i den forbindelse, og som primært henvender sig til det institutionelle marked.

IPO

Står for initial public offering og er en børsnotering eller børsintroduktion, hvor et selskabs aktier udbydes til offentligheden via handel på en børs.

Kapitalmarkedstransaktion

En transaktion, hvor der er eller vil blive udarbejdet et prospekt eller et program i forbindelse med eller som forudsætning for transaktionens gennemførelse. Derudover er en eller flere af følgende betingelser opfyldt:

- Der sker udbud af nye finansielle instrumenter eller salg af eksisterende finansielle instrumenter.
- Der afgives offentligt bud på finansielle instrumenter i et noteret selskab.
- Der gennemføres et køb af finansielle instrumenter på baggrund af et offentligt fremsat købstilbud.
- Transaktionen må i sig selv antages at påvirke kursen på et eller flere noterede finansielle instrumenter.

MiFID II

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU.

Pitch

En markedsføringsaktivitet, hvorved en investeringsbank søger at opnå en konkret Corporate Finance-/Debt Capital-aktivitet for et udstedende selskab.

Relevant person

Som defineret i art. 2, stk. 1, nr. 1 i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2017/565 af 25. april 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår de organisatoriske krav til og vilkårene for drift af investeringselskaber samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv.

Restricted Period

Perioden indtræder på det tidspunkt, hvor arbejdet med projektet påbegyndes [sammenfaldende med tidspunktet, hvor selskabet registreres på Restricted List], og løber frem til, hvor projektet offentliggøres, og analyse udsendes [hvor Blackout Period begynder].

Rettet emission

Placering af udbudte finansielle instrumenter uden om det almindelige marked ved direkte salg til udvalgte investorer.

Roadshow

En mødeaktivitet i forbindelse med en kapitalmarkedstransaktion, hvor selskabet præsenterer sig, eller hvor investeringsbanken eller andre med selskabets deltagelse præsenterer selskabet for en eller flere mulige investorer.

Sekundært salg af eksisterende aktier

Salg af eksisterende aktier.

Styringsdokumenter

Ved styringsdokumenter forstås politikker, forretningsgange og arbejdsbeskrivelser.

2. anbefalinger vedrørende timing og indhold af analyser i forbindelse med corporate finance-aktiviteter

Kapitalmarked Danmark anser nedenstående anbefalinger for værende best practice i forbindelse med de anførte scenarier og transaktioner, hvori investeringsbanken deltager som medlem af det syndikat af investeringsbanker, der arrangerer eller på anden måde faciliterer transaktionen. Det skal dog bemærkes, at investeringsbanken i visse tilfælde kan vælge at benytte andre hensigtsmæssige tiltag eller procedurer, der afviger fra nedenstående anbefalinger, f.eks. i forbindelse med specifikke transaktioner, hvor syndikatet omfatter investeringsbanker fra forskellige jurisdiktioner, eller hvor andre retningslinjer eller regler finder anvendelse. Hvis oplysninger om transaktionen kommer til offentlighedens kendskab, skal det i det enkelte tilfælde overvejes, om transaktionen skal anses for offentliggjort for så vidt angår disse anbefalinger.

Hvis syndikatet omfatter investeringsbanker fra forskellige jurisdiktioner, anbefales det generelt, at håndteringen af analyser drøftes på et tidligt tidspunkt, så der sikres størst mulig samordning.

Børsnoteringer

Ved børsintroduktioner anbefales det, at investeringsbanken begrænser offentliggørelse og udsendelse af IPO-analyserapporter om det selskab, der foretager børsintroduktionen, og dets associerede virksomheder i en periode, der løber fra senest syv dage før offentliggørelse af prospekt og indtil 40 dage efter påbegyndelse af handel med selskabets aktier (eller andre midlertidige instrumenter, der repræsenterer selskabets aktier) på den børs eller markedsplads, hvor selskabet har ansøgt om at få sine aktier optaget til handel, eller hvor de er godkendt til handel. Det betyder i praksis, at alle IPO-analyserapporter i forbindelse med en børsintroduktion, herunder eventuelle oversættelser til lokale sprog, skal være færdiggjort og udsendt senest syv dage før offentliggørelse af prospektet.

Uanset ovenstående kan investeringsbanken dog vælge at korrigere analyser udsendt før Blackout Period for faktuelle fejl, der opdages efter prospektets offentliggørelse.

Det kan endvidere være hensigtsmæssigt at offentliggøre og/eller udsende analyser i forbindelse med væsentlige nyheder eller væsentlige begivenheder, der forventes at have væsentlig betydning for eller medføre en væsentlig ændring i selskabets drift, indtjening, økonomiske situation eller fremtidsudsigter. Dette bør altid rådføres med Compliance.

Såfremt investeringsbanken har købt eller tegnet aktier i henhold til en underwriting-garanti, og den efterfølgende placering af aktierne endnu ikke er gennemført, bør investeringsbanken have procedurer på plads, herunder at Complianceafdelingen bør konsulteres, når det skal vurderes og besluttes at forlænge Blackout Period ud over den ovenfor nævnte periode.

Fortegningsemission

Ved en fortegningssemission anbefales det, at investeringsbanken begrænser indholdet af analyser om det udstedende selskab og dets associerede virksomheder til kun at omfatte faktuel information og ikke investeringsanbefalinger, kursmål, værdiansættelse eller andre lignende udtalelser i en periode, der løber fra offentliggørelse af fortegningssemissionen, og navnet på syndikatbankerne er oplyst, og indtil kapitalforhøjelsen relateret til fortegningssemissionen er registreret hos Erhvervsstyrelsen.

Såfremt investeringsbanken har købt eller tegnet aktier i henhold til en underwriting-garanti, og den efterfølgende placering af aktierne endnu ikke er gennemført, bør investeringsbanken have procedurer på plads, herunder at Complianceafdelingen bør konsulteres, når det skal vurderes og besluttes at forlænge den periode, hvor indholdet af analyser begrænses ud over den ovenfor nævnte periode.

Rettet emission af nye aktier (uden prospekt)

Ved en rettet emission af nye aktier uden prospekt, som ikke er af ubetydelig karakter, anbefales det, at investeringsbanken begrænser indholdet af analyser om det udstedende selskab og dets associerede virksomheder til kun at omfatte faktuel information og ikke investeringsanbefalinger, kursmål, værdiansættelse eller andre lignende udtalelser i en periode, der løber fra det tidligste af følgende tidspunkter: a) offentliggørelse af den rettede emission (uanset om den sker via Bloomberg, i form af en selskabsmeddelelse eller på anden måde) og navnet på syndikatbankerne er oplyst og b) påbegyndelse af book building, og tidligst slutter på tidspunktet for offentliggørelsen af kapitalforhøjelsen relateret til aktieemissionen er registreret hos Erhvervsstyrelsen.

Sekundært salg af eksisterende aktier (uden prospekt)

Ved et sekundært salg af eksisterende aktier, der sker uden prospekt, og som ikke er af ubetydelig karakter, anbefales det, at investeringsbanken begrænser indhol-

det af analyser om det udstedende selskab og dets associerede virksomheder til kun at omfatte faktuel information og ikke investeringsanbefalinger, kursmål, værdiansættelse eller andre lignende udtalelser i en periode, der løber fra det tidligste af følgende tidspunkter: a) offentliggørelse af det sekundære salg af eksisterende aktier (uanset om det sker via Bloomberg, i form af en selskabsmeddelelse eller på anden måde) og navnet på syndikatbankerne er oplyst og b) påbegyndelse af book building, og tidligst slutter på tidspunktet for offentliggørelse af resultatet af det sekundære salg af eksisterende aktier.

Fusioner, overtagelsestilbud og akkvisitioner, spin-offs, frasalg og andre M&A-transaktioner

Ved fusioner, overtagelsestilbud og akkvisitioner og lignende transaktioner anbefales det, at investeringsbanken begrænser indholdet af analyser om både den overtagende og den overtagne virksomhed [i det omfang begge virksomheder har udstedt offentligt handlede finansielle instrumenter] og dens associerede virksomheder til kun at omfatte faktuel information og ikke investeringsanbefalinger, kursmål, værdiansættelse eller andre lignende udtalelser i en periode, der løber fra offentliggørelse af fusionen, overtagelsestilbuddet, akkvisitionen eller den lignende transaktion, og navnet på syndikatbankerne er oplyst, og indtil betingelserne for fusionen, overtagelsestilbuddet, akkvisitionen eller den lignende transaktion er opfyldt.

Ved frasalg anbefales det, at investeringsbanken begrænser indholdet af analyser om den frasælgende virksomhed og dens associerede virksomheder til kun at omfatte faktuel information og ikke investeringsanbefalinger, kursmål, værdiansættelse eller andre lignende udtalelser i en periode, der løber fra offentliggørelse af frasalget, og navnet på syndikatbankerne er oplyst, og indtil betingelserne for frasalget er opfyldt.

Uanset ovenstående, og i lyset af at fusioner, overtagelsestilbud og akkvisitioner, frasalg og andre M&A-transaktioner kan struktureres på mange forskellige måder, anerkendes det, at investeringsbanken i visse situationer, herunder på baggrund af investeringsbankens rolle eller hvor syndikatet omfatter internationale investeringsbanker, kan anse andre begrænsninger og perioder (der afviger fra ovenstående anbefaling) for mere hensigtsmæssige i forbindelse med en specifik transaktion.

I lyset af at spin-offs kan struktureres på en række forskellige måder, herunder kombineret med eller uden et samtidigt udbud af finansielle instrumenter, anføres ingen specifikke anbefalinger for sådanne transaktioner, og det anerkendes, at det afhænger af den pågældende transaktion og forholdene vedrørende transaktionen, hvilke forholdsregler der bør træffes for at undgå interessekonflikter i forbindelse med analyser. Uanset ovenstående anbefales det dog, at investeringsbanken

overvejer at begrænse indholdet af analyser om moderselskabet til kun at omfatte objektiv og faktuel information og ikke investeringsanbefalinger, kursmål, værdiansættelse eller andre lignende udtalelser samt begrænse offentliggørelse og udsendelse af analyser om den udskilte enhed i en vis periode.

Forudgående væsentlige forpligtelser, indbyrdes forhold og andre særlige omstændigheder

Foruden ovenstående anbefalinger kan der være særlige omstændigheder, hvor det anbefales at overveje, om de ovenfor beskrevne restriktioner bør begynde tidligere end normalt, f.eks. hvor en investeringsbank har fået et mandat i forbindelse med en ikke-offentlig transaktion og over for det udstedende selskab eller en anden relevant deltager i transaktionen har påtaget sig en væsentlig forpligtelse, f.eks. en standby underwriting-garanti, eller hvor det på anden måde vurderes hensigtsmæssigt i lyset af bankens forhold til det udstedende selskab eller anden relevant deltager i transaktionen.

Indledning af ny analysedækning

I tilfælde, hvor investeringsbanken ikke har analysedækning af det selskab, der foretager eller er genstand for en af ovennævnte transaktioner [med undtagelse af børsnoteringer] på tidspunktet for transaktionens offentliggørelse, anbefales det, at investeringsbanken ikke indleder analysedækning af det pågældende selskab i en periode, der løber fra offentliggørelse af den pågældende transaktion og indtil 40 kalenderdage efter transaktionens afslutning.





Kapitalmarked Danmark

Amaliegade 7 · 1256 København K

Tlf. 33 70 10 00 · www.finansdanmark.dk/kapitalmarked-danmark