



Anbefaling nr 9.

Anbefalte retningslinjer ved utleggelse av selskapsobligasjoner

Del I

Informasjonshåndtering med mer ved tilretteleggelse av selskapsobligasjoner

Del II

Tilretteleggers undersøkelser ved ikke dokumenterte transaksjoner

Anbefalingen er fastsatt av styret i Norges Fondsmeglerforbund 10. juni 2013

Del I

Informasjonshåndtering med mer ved tilretteleggelse av selskapsobligasjoner

1. Innledning

Denne anbefalingen kodifiserer blant annet dagens bransjepraksis for informasjonshåndtering ved tilretteleggelse av selskapsobligasjoner. Anbefalingen skal videre ivareta investorbeskyttelse og markedets integritet.

Informasjonshåndtering ved tilretteleggelse av emisjoner av selskapsobligasjoner og aksjer er noe forskjellig blant annet på bakgrunn av verdipapirenes ulike karakteristika. Aksjer har i høy grad risiko knyttet til børssvingninger og/eller investorenes vurdering av foretakets verdi, mens obligasjoner har større vekt av risiko knyttet til kreditt og likviditet. I motsetning til aksjer, har obligasjoner som er kjøpt rundt pari normalt bare en begrenset oppside, da obligasjonseier aldri har krav på mer enn pålydende verdi og renter. På samme måte som aksjer, kan derimot obligasjoner ha en betydelig nedside dersom foretaket går dårlig og ikke kan betjene gjelden sin.

2. Hvilke obligasjoner anbefalingens del I omfatter

Anbefalingens del I får i utgangspunktet bare anvendelse på selskapsobligasjoner utstedt av foretak med lav kredittverdighet. Denne type obligasjoner har mer til felles med aksjer enn andre obligasjoner når det gjelder sensitivitet i forhold til selskaps- og markedsinformasjon. Anbefalingen får også anvendelse på high-yield sertifikater; men slike utstedes svært sjelden.

Med lav kredittverdighet menes det her obligasjoner som har rating lavere enn BBB-. Med rating menes det her offisiell rating fra et anerkjent ratingbyrå, for eksempel Moody's, Fitch og /eller Standard & Poors, eller skyggerating fra ett eller flere norske verdipapirforetak. I den grad det ikke foreligger hverken skygge- eller offisiell rating, er det verdipapirforetakets eget ansvar å foreta en kvalifisert vurdering hvorvidt det er rimelig å anta at kredittverdigheten vil være lavere enn BBB-.

Investment grade (IG) obligasjoner og IG sertifikater, inkludert obligasjoner som utstedes av såkalte "frequent issuers", som er banker eller energi- og kraftforetak som fortløpende utsteder obligasjoner, omfattes i utgangspunktet ikke av anbefalingen. Dette fordi det sjelden foreligger prissensitiv informasjon ved utstedelse av IG obligasjoner/sertifikater, eller når obligasjoner utstedes fortløpende av "frequent issuers". Ved utstedelse av obligasjonslån for IG og "frequent issuers" skjer både tilretteleggelse og salg ofte direkte fra obligasjonsdesken (meglerbordet), da obligasjonsdesken har mest kunnskap om investorinteresse og prising.

Imidlertid bør hvert tilfelle vurderes med hensyn til innsideinformasjon, og om en slik løsning kan benyttes.

Dersom utstedelse av IG obligasjoner/sertifikater imidlertid skulle innebære prissensitiv informasjon, bør anbefalingens del I følges.

Anbefalingen omfatter både noterte og unoterte selskapsobligasjoner. I praksis vil de fleste obligasjoner som omfattes av denne anbefalingen være unoterte, da størsteparten av obligasjonslånene som utstedes i Norge først blir notert eller søkes notert etter at emisjonen/tilretteleggelsen har funnet sted. Obligasjoner tatt opp på Oslo Børs sin ABM-liste (Alternative Bond Market) er unoterte, da ABM-listen ikke er et regulert marked.

3. Rettslig utgangspunkt

Verdipapirhandelloven (vphl) kommer til anvendelse på tilretteleggelse av alle typer obligasjonslån.

Kapittel 3 i verdipapirhandelloven gjelder for obligasjoner som er eller søkes notert på norsk regulert marked, jf vphl § 3-1. Nye lån i det norske obligasjonsmarkedet vil aldri være notert på tidspunktet for tilretteleggelse, og søkes eventuelt først notert etter at emisjonen er gjennomført. Unntaksvis kan såkalte tap-issues være notert ved tilretteleggelse, da dette er utvidelse av allerede eksisterende noterte lån. Normalt vil således vphl kapittel 3 vedrørende innsidehandel og markedsmanipulasjon med mer ikke komme til anvendelse på obligasjoner som ikke er notert eller søkes notert, men følgende forhold må tas i betraktning:

- Informasjon om nye låneopptak kan ha betydning for prising av eksisterende noterte obligasjonslån (avdekker f. eks forhold rundt foretakets behov for refinansiering)
- Forhold knyttet til obligasjonslån kan ha betydning for prisingen av obligasjonsutsteders noterte aksjer eller andre noterte finansielle instrumenter

Utstedelse av unoterte obligasjoner kan således medføre at det foreligger innsideinformasjon i forhold til utsteders allerede noterte finansielle instrumenter, og må i tilfelle behandles deretter.

Vphl § 3-9 om forbud mot bruk av "urimelige forretningsmetoder" kommer til anvendelse på unoterte lån/lån som ikke søkes notert, og dette kan medføre at en investor for eksempel ikke kan handle på prissensitiv informasjon knyttet til utstedelse av obligasjonslån.

Sentrale bestemmelser knyttet til verdipapirforetakenes informasjonshåndtering (i tillegg til bestemmelser i vphl kap 3) er:

- bestemmelsene om god forretningsskikk i vphl § 10-11,
- bestemmelsene om taushetsplikt i vphl § 10-9

Ved utøvelse av virksomheten skal verdipapirforetak i henhold til vphl § 10-11 påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte ved at det bestreber seg på

å unngå interessekonflikter ved bl.a. å sørge for at kundens interesser går foran foretakets interesser samt at enkelte kunder ikke usaklig tilgodeses på bekostning av andre kunder.

For alle ansatte i verdipapirforetak gjelder dessuten en generell taushetsplikt knyttet til det den ansatte under sin virksomhet får kjennskap til om andres forhold, jf vphl § 10-9.

Taushetsplikten omfatter blant annet hvem som er foretakets oppdragsgiver (kunde).

Taushetsplikten skiller ikke mellom sensitive og nøytrale kundeopplysninger.

Taushetsplikten skal imidlertid ikke hindre informasjonsutveksling med personer med et saklig behov for opplysningene (eksempelvis øvrige ansatte, kontraktsmotparter, rådgivere).

4. Gangen ved tilretteleggelse av obligasjonslån og informasjonshåndtering

Verdipapirforetak som tilrettelegger selskapsobligasjonslån bør ha en Debt Capital Market avdeling (DCM) som opererer bak Chinese Walls i forhold til foretakets øvrige avdelinger. Denne avdelingen kan forestå rådgivning overfor selskaper når det gjelder kapitalstruktur og kapitalbehov med mer, og bistår ved tilretteleggelse av investordokumentasjon, som for eksempel term sheet og tegningsavtale.

Vanligvis foregår tilretteleggelse av obligasjonslån via følgende faser (rekkefølgen kan avvike):

- ”Pitche-fasen”
- Forhandling om mandat
- Eventuell juridisk og selskapsmessig gjennomgang (due-diligence)
- Eventuell utarbeidelse av innsidelister – restriksjoner på informasjonshåndtering
- Utarbeidelse av Term Sheet, Terms of Application (ToA) m.v., herunder vurdering av børsnotering
- ”Presounding”
- Utarbeidelse av selskapspresentasjon/informasjonsmateriale
- Salgsfasen
- Evt. noteringsprospekt

4.1 ”Pitche-fasen”

I pitche-fasen presenterer ett eller flere verdipapirforetak (DCM-avdelingen) sitt tilbud til den potensielle utstederen om tilretteleggelse av obligasjonslånet; basert på vurderinger av foretaket og foretakets behov for låneopptak. I denne fasen er det ofte flere verdipapirforetak som uavhengig av hverandre eller i fellesskap, fremlegger sine ideer for utsteder. Normalt vil det i denne fasen ikke foreligge noen sikker informasjon om det vil bli gjennomført et låneopptak, og dermed heller ikke noen informasjon om hvem som eventuelt får oppdraget.

4.2 Forhandling om mandat

Etter ”pitchfasen” starter utsteder forhandlingene om en mandatavtale med ett eller flere verdipapirforetak. I denne fasen er sannsynligheten for at et låneopptak vil bli gjennomført stor nok til at verdipapirforetaket må vurdere restriksjoner på informasjonshåndtering.

Dette gjelder både for innsideinformasjon og for prissensitiv informasjon knyttet til obligasjoner som ikke er eller søkes notert. Utstedelse av obligasjonslån kan utgjøre eller inneholde innsideinformasjon selv om obligasjonene ikke søkes notert, se punkt 3.

4.3 Eventuell utarbeidelse av innsidelister – restriksjoner på informasjonshåndtering

Under følger enkelte punkter som den prosjektansvarlige kan bruke til å vurdere hvorvidt den forestående planlagte obligasjonsutstedelsen kan tenkes å ha kurspåvirkning, enten på eksisterende noterte obligasjoner for den aktuelle utsteder, eller for utstederens egenkapitalinstrumenter:

Momentliste (ikke uttømmende):

- Den planlagte obligasjonsutstedelsen har preg av å være en finansiering som i prinsippet kan kanselleres uten konsekvens for prisingen av eventuelle andre utestående obligasjoner fra utstederen, eller utstederens aksjer eller andre egenkapitalinstrumenter.
- Selskapet har ikke behov for ytterligere finansiering men vurderer å utnytte et mulig vindu til å sondere muligheten for bedre betingelser og sikre langsiktig finansiering når markedet tilbyr fornuftige betingelser.
- Utstederen har ikke likviditetsrisiko i tilknytning til låneforfall, leveringsbetingelser eller andre forhold.

I de ovennevnte situasjonene skal det normalt mye til før det kan hevdes at informasjon om obligasjonsutstedelsen vil ha karakter av å være innsideinformasjon.

Det er dog viktig at tilretteleggere er oppmerksom på at informasjonen underveis kan endre karakter, når det er klart at selskapet i presoundingen har fått solid interesse i boken til gode vilkår, som også kan tenkes å påvirke kursen på utstederens egenkapitalinstrumenter når det blir klart at selskapet går videre med sin finansiering.

- Dersom selskapet har behov for finansiering og det foreligger en reell likviditetsrisiko, bør obligasjonsutstedelsen behandles som innsideinformasjon. Tilretteleggerne må da sørge for å føre innsidelister i tråd med gjeldende lovgivning, innhente kundens aksept for å bli gjort til innsider i presoundingen m.v. Alternativt kan utstederselskapet velge å gå offentlig ved å utligne

informasjon gjennom børsmelding om at selskapet vurderer alternative finansieringsløsninger, herunder finansiering i obligasjonsmarkedet.

4.4 "Presounding"

For å få plassert en emisjon til riktig pris kan det være behov for tilretteleggerne å foreta en såkalt presound. I presounding-fasen tar verdipapirforetaket kontakt med potensielle investorer for prisfastsettelse av obligasjonslånet, samt for å vurdere interessen for obligasjonene og innhente "forhåndstegninger". Presounding forutsetter at DCM gjør en vurdering av hvorvidt informasjonen potensielle investorer vil få, er innsideinformasjon eller prissensitiv informasjon.

I noen tilfeller vil investor få innsideinformasjon under presoundingen. I slike tilfeller må investor forespørres om han eventuelt ønsker å bli satt i en innsideposisjon før informasjon om transaksjonen gis, noe som medfører at investor blir underlagt restriksjoner (taushetsplikt og handelsrestriksjoner). Verdipapirforetaket må enten skriftlig eller ved lydopptak kunne dokumentere investors bekreftelse vedrørende dette. Foretaket skal sørge for listeføring som følge av at investorer blir satt i innsideposisjon i forbindelse med presounding. Kunde som er blitt gjort til insider er ute av innsideposisjonen når emisjonen er blitt offentlig kjent, forutsatt at all informasjon som ble gitt under presoundingen er utlignet i markedet gjennom børsmeldingen.

Dersom emisjonen ikke gjennomføres, oppstår en situasjon hvor det må tas stilling til om den innsideinformasjonen som ble gitt i presoundingen fortsatt er innsideinformasjon eller ikke. Investorer som opprinnelig ble satt i innsideposisjon fordi en bestemt begivenhet skulle skje, kan argumentere for at et bortfall av den planlagte aktiviteten/begivenheten i seg selv medfører at informasjonen ikke lenger kan ha kurspåvirkende egenskaper. På den annen side, kan også bortfall av en planlagt obligasjonsutstedelse forsterke den kursdrivende effekten av informasjonen, gjennom at fundingbehovet ikke ble løst, kapitalstrukturen ikke ble endret, eller at noen aktører har kjennskap til diskusjoner om betingelser som markedet ikke klarerte. Slike vurderinger vil være situasjonsbetinget og må vurderes grundig i hvert enkelt tilfelle.

Dersom utsteders finansielle instrumenter ikke er noterte, og informasjonen vurderes å være prissensitiv, må investor forespørres om han ønsker å motta taushetsbelagte opplysninger som kan medføre at han kan rammes av forbudet i vphl § 3-9 om "urimelige forretningsmetoder", dersom vedkommende handler på bakgrunn av informasjonen og/eller videreformidler denne.

4.5 Utarbeidelse av Term Sheet, Terms of Application m.v.

Term sheet fastsetter vilkårene for lånet, med blant annet løpetid og rente. Normalt skjer presounding samtidig med utarbeidelse av term sheet. Term sheet justeres underveis hva gjelder pris, løpetid og andre lånebetingelser.

4.6 Salgsfasen

Informasjon om tegningsinteressen kan være innsideinformasjon eller prissensitiv informasjon. Ansatte som mottar tegninger kan ikke gi opplysninger til uvedkommende om tegningsinteressen. For å sikre en ensartet behandling av denne type informasjon, bør DCM eller den som fører boken, ha en rutine som begrenser adgangen til å gi informasjon om tegningsinteresse til foretakets meglere, samt at informasjon vedrørende bokens utvikling ikke spres til flere enn høyst nødvendig; dvs. til andre enn den/de som fører boken og til DCM. Foretaket bør også ha en rutine som setter rammer for å gi slik informasjon til kunder, hensyntatt kravet til likebehandling.

I noen tilfeller kan kunder som deltar i presounding få høyere tildeling enn kunder som tegner seg på ordinær måte når obligasjonslånet legges ut, eller de kan få rabatter. Dersom slik rabatt forekommer, bør dette opplyses om i tegningsmaterialet.

Når obligasjonslån legges ut, settes det en tegningsfrist. Avhengig av tegningsinteressen er det vanlig markedspraksis å gi beskjed til kunder som har mottatt tegningsmateriale og eventuelt andre interessenter, om når boken stenger; det vil si dersom den stenger tidligere enn ved tegningsfristens utløp. Det samme gjelder ved en fristforlengelse.

Tildeling av obligasjoner til tegnerne foretas av tilrettelegger. Utsteder av obligasjonene har ikke rett til innsyn i hvem som tildeles obligasjoner. Det gjelder her to sett av taushetspliktsregler. VPS kan ikke gi slike opplysninger til utsteder. Det følger av taushetspliktregler i verdipapirregisterloven § 8-1. Verdipapirforetak har taushetsplikt i forhold til utsteder, se her verdipapirhandelloven § 10-9.

5. Organisatoriske krav og chinese walls

I henhold til vphl § 9-11 skal verdipapirforetak innrette sin virksomhet slik at foretaket er oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum. Videre skal foretaket ha interne instruksjoner for taushetsplikt, herunder for utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten.

Tilretteleggelse og utleggelse av nye selskapsobligasjoner vil ofte innebære at verdipapirforetaket må behandle konfidensiell informasjon.

For å sikre at konfidensiell informasjon behandles korrekt og for å unngå interessekonflikter, skal:

- DCM være fysisk atskilt ved såkalte chinese walls fra avdelingen som står for den daglige obligasjonshandel (obligasjonsdesken).
- Kredittanalytiker være organisatorisk og fysisk atskilt fra DCM.

6. Kredittanalyser

Mange av obligasjonsutstederne i Norge blir ratet. Kredittrating er en vurdering av låntakerens evne til å betjene lånet (kredittverdighet). Ratingen blir plassert i en skala. Skalaene for "rating" av kredittverdighet gis vanligvis i bokstaver, for eksempel "AAA" (som er det beste), "AA" osv. Kredittrating har ikke til formål å anbefale eller å foreslå en investering eller en investeringsstrategi, men er en vurdering av obligasjonsutsteders kredittverdighet.

Det opereres med offisielle ratinger og såkalte "skyggeratinger". De offisielle ratingene utarbeides blant annet av ratingbyråer som Moody's, S&P og Fitch. Skyggeratinger utarbeides av mange verdipapirforetak i Norge. Dette er verdipapirforetakets egne vurderinger av kredittverdigheten av et foretak. Skyggeratingene utarbeides av verdipapirforetakenes analytikere, som bruker samme metode og modeller som ratingbyråer. Investorer som har krav til plassering av risiko, aksepterer disse skyggeratingene på lik linje med offisielle ratinger, i forhold til deres plasseringsadgang.

Skille mellom kredittanalyse og kredittanbefaling

En kredittanalyse er vurdering av låntakers (obligasjonsutsteders) evne til å betjene lån. En kredittanbefaling derimot er en kredittanalyse som inneholder en investeringsanbefaling. Kredittanbefalinger faller således inn under vphl § 3-10 om "Investeringsanbefalinger" og må følge denne bestemmelsen samt verdipapirforskriften kapittel 3 avsnitt II. Det vises for øvrig til Forbundets bransjestandard nr 3, som blant annet omhandler "Håndtering av interessekonflikter og innholdskrav i anbefalinger, herunder analyser". Den nevnte standarden får anvendelse på kredittanbefalinger.

Reglene om investeringsanbefalinger i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften er en gjennomføring av EUs Market Abuse direktiv (MAD). Det følger av kommisjonsdirektivet (2003/125/EC) vedtatt i tilknytning til MAD, at kredittvurderingsbyråer faller utenfor direktivets anvendelsesområde, fordi en vurdering av kredittverdighet ikke utgjør en anbefaling.

Det er Forbundets oppfatning at kredittanalyser, på bakgrunn av kredittanalysens formål, innhold og ovennevnte kommisjonsdirektiv, normalt faller utenfor vphl § 3-10 og verdipapirforskriften kapittel 3 avsnitt II, samt Forbundets standard nr 3. Dette gjelder også såkalte skyggeratinger som utgis av verdipapirforetak.

Opplysninger i kredittanalyser som ikke inneholder en investeringsanbefaling

Følgende opplysninger skal inntas i kredittanalyser uten investeringsanbefaling:

- Samlet størrelse på analytikers eller analytikers nærstående, jf vphl § 2-5, beholdning av finansielle instrumenter utstedt av foretaket analysen omhandler.

- Opplysninger om analytikers eller analytikers nærstående eventuelle styremedlemskap og/eller ansettelsesforhold i foretaket analysen omhandler, på tidspunkt for offentliggjøring av analysen.
- Om verdipapirforetaket kan ha en egen beholdning av finansielle instrumenter utstedt av foretaket analysen omhandler. Dette gjelder ikke beholdning som følge av foretakets egenhandel som ledd i investeringstjenestevirksomhet.
- Om verdipapirforetaket har hatt corporateoppdrag for foretaket i løpet av de siste 12 måneder.
- At kredittanalytikeren ikke mottar bonus tilknyttet det konkrete oppdraget analysen eventuelt er utarbeidet i forbindelse med.

7. Forholdet mellom DCM og kredittanalytiker

Kredittanalytikere skal ikke være underlagt veiledning, tilsyn eller kontroll av ansatte i DCM eller corporateavdelingen. Kredittanalytiker kan være underlagt salgsvdelingen.

Kredittanalytikernes bonus eller annen honorering skal ikke være direkte knyttet til konkrete oppdrag som tilrettelegges av DCM.

Generelt kan ansatte i og utenfor DCM drøfte temaer med hverandre på generell basis (for eksempel den økonomiske utviklingen, bransjetrender, selskapsresultater mv), uten at dette innebærer behov for restriksjoner.

Under arbeidet med tilretteleggelsen av obligasjonslånet i DCM, kan ansatte utenfor DCM "wall-crosses" over til DCM. Dette kan for eksempel skje når DCM har behov for bistand fra obligasjonsdesken - og/eller en analytiker, for å foreslå markedsriktig pris på et obligasjonslån, eller når det er behov for en kredittanalyse (rating) fra en analytiker i forbindelse med tilretteleggelse av et obligasjonslån. Slik wall-crossing er normalt og gjøres i praksis, men det forutsetter at verdipapirforetaket har rutiner for dette.

Når informasjonen om den aktuelle transaksjonen har blitt offentliggjort eller ikke lenger har betydning for markedet, kan den som er blitt wall-crosset, på vanlig måte igjen utarbeide analyser og/eller gjenoppta sin vanlige virksomhet med hensyn til de verdipapirer som berøres av de aktuelle "debt-capital" aktivitetene.

For en kredittanalytiker vil det være nødvendig å diskutere/avsjekke innholdet i utkast til en kredittanalyse med DCM. Dette for at analysen skal bli riktig med hensyn til faktum, samt at analytiker kan få innspill vedrørende andre forhold. Norges Fondsmeglerforbund legger til grunn at denne prosedyren er hensiktsmessig for at markedet skal motta mest mulig korrekt informasjon i en kredittanalyse. Av samme grunn kan analysen også forelegges utstederforetaket for faktasjekk. Når slik faktasjekk er gjennomført, må det opplyses i kredittanalysen at analysen har vært gjenstand for faktasjekk hos utstederforetaket.

8. Anbefaling

1. Foretakene bør etablere interne rutiner som sikrer en tilbørlig informasjonshåndtering som blant annet tar høyde for at tilretteleggere kan komme i besittelse av innsideinformasjon før mandat/engasjementsavtaler er undertegnet.
2. Før gjennomføring av presounding bør det gjøres en vurdering av informasjonens karakter. Dersom det foreligger innsideinformasjon som vil bli gitt videre til investorer under presoundingen (rette vedkommende), må investors aksept innhentes på dokumenterbart medium i tråd med ”god forretningsskikk” før informasjonen gis videre. Non-Disclosure Agreement (NDA) eller Confidentiality Agreement (CA) må inngås før den konfidensielle informasjonen gis videre.
3. Tilretteleggere bør diskutere problemstillingen vedrørende presounding og muligheten for at investorer kan bli værende i innsidedeposisjon med utstederselskapet under mandatfasen, for de tilfeller hvor transaksjonen ikke gjennomføres som planlagt.
4. Foretakene bør etablere interne rutiner som begrenser adgangen til å gi informasjon om tegningsinteresse internt eller eksternt, i forbindelse med pågående DCM salgsprosess. Slik informasjon bør kun gis eksternt (til potensielle tegnere m.v) gjennom publiserte meldinger fra utstederselskapet. Dette gjelder uavhengig av om informasjonen vurderes som innsideinformasjon eller ikke.
5. Tilretteleggere kan oppdatere sine kunder og evt. andre interessenter om endringer i tegningsperioden, herunder førtidig stengning eller forlengelse av tegningsperioden, forutsatt at det fremgår av tegningsmaterialet at utsteder/tilrettelegger har forbeholdt seg retten til å fravike den opplyste tegningsperiodens lengde.
6. Kunder som deltar i presounding og forplikter seg å tegne under presounding-fasen, kan få høyere tildeling enn kunder som tegner seg på ordinær måte under tegningsperioden, forutsatt at dette er opplyst i tegningsmaterialet. Alternativt kan kunder som tegner under presoundingen gis en nærmere bestemt tegningsrabatt som tilsvarende bør fremgå av tegningsmaterialet.
7. Tilretteleggere kan utarbeide og distribuere kredittanalyser angående utstedeers kredittkvalitet i forbindelse med tilretteleggelse av selskapsobligasjoner. Kredittanalysen (skyggeratingen) kan ikke inneholde investeringsanbefaling (kjøp, salg eller hold). Det må tydelig fremgå av analysen at den ikke representerer uavhengig investeringsanalyse, og tilretteleggers rolle bør opplyses tydelig på kredittanalysens forside.
8. Kredittanalytikere skal ikke være underlagt veiledning, tilsyn eller kontroll av ansatte i DCM eller corporateavdelingen. Kredittanalytiker kan være underlagt salgsavdelingen. Kredittanalytikernes bonus eller annen honorering skal ikke være knyttet til konkrete oppdrag som tilrettelegges av DCM.
9. Under arbeidet med tilretteleggelse av obligasjonslån i DCM, kan ansatte utenfor DCM ”wall-crosses” til DCM. Slik wall-crossing er normalt og gjøres i praksis, men det forutsetter at verdipapirforetaket har gode rutiner for dette.
10. Utkast til kredittanalyse kan forelegges DCM for kontroll av faktum.

11. Utkast til kredittanalyse kan forelegges utstederforetaket for faktasjekk. Når slik faktasjekk er gjennomført, må det opplyses i kredittanalysen at analysen har vært gjenstand for faktasjekk hos utstederforetaket.

DEL II

Tilretteleggers undersøkelser ved ikke dokumenterte transaksjoner

Anbefalingens del II gjelder ved tilretteleggelse av obligasjonslån. I del II redegjøres det for hvilke undersøkelser som er hensiktsmessig at en tilrettelegger foretar seg for å ivareta både hensynet til investorbekyttelse og markedets integritet.

Med ”ikke dokumenterte transaksjoner” menes transaksjoner som ikke er prospektpliktige etter verdipapirhandelloven.

Denne anbefalingen får i utgangspunktet ikke anvendelse når utsteder er en såkalt ”frequent issuer”, som er banker eller energi- og kraftforetak som fortløpende utsteder obligasjoner.

Med ”dokumentasjonen” siktes det til term sheet, application form, selskapspresentasjon, informasjonsmemorandum og en eventuell kredittanalyse.

I tillegg til hva som fremgår av denne anbefalingen må tilrettelegger vurdere om det er behov for å iverksette særlige undersøkelser, gi informasjon ut over markedspraksis eller tydeliggjøre risiko. Dette kan for eksempel være nødvendig når:

- Utsteder ikke har informasjonsplikt til regulert marked da foretaket ikke har utstedt noterte finansielle instrumenter.
- Tilrettelegger vil tilby transaksjonen til ikke profesjonelle investorer/et større investorunivers.
- Utsteder har finansielle problemer eller det foreligger særskilte hendelser eller utfordringer knyttet til utsteder.

1. Samtale med ledelsen

Innledende samtale:

- Tilrettelegger bør *vurdere behovet for å gjennomføre* innledende møte med utsteder. Etter omstendighetene kan en forutgående dialog med utsteder erstatte et slikt innledende møte.
- Selskapsspesifikke risikofaktorer bør være ett av temaene i møtet/samtalen
- Tilrettelegger må vurdere konkret hvem fra ledelsen som bør delta og om det er behov for at juridisk rådgiver(e) deltar.
- Prosessen bør dokumenteres.

Oppsummerende samtale

- Med mindre spesielle forhold taler for det, bør det gjennomføres en oppsummerende samtale.
- Alle deltakere som deltok under den innledende samtalen, samt eksterne rådgiver(e) bør være tilstede under denne tapede telefonsamtalen.
- Det bør utarbeides en agenda for samtalen, med utgangspunkt i den innledende samtalen, forutsetninger for transaksjonen og dokumentasjonen, og øvrige forhold tilretteleggerne ønsker bekreftet.

2. Selskapspresentasjon

- Tilretteleggers rolle i forbindelse med utarbeidelsen bør fremgå (hva tilrettelegger har gjort/ikke har gjort).
- Presentasjonen bør gjennomgås av tilrettelegger, eventuelt i samarbeid med andre rådgiver(e). Det bør settes av tilstrekkelig tid til gjennomgangen.
- Selskapspresentasjonen bør inneholde utstederspesifikke risikofaktorer.

3. Eksterne undersøkelser

- Det bør vurderes om andre rådgiver(e) skal se på eventuelle kontrakter eller øvrig dokumentasjon som omtales i dokumentasjonen, forhold som er avdekket under den innledende samtalen, eller som av andre grunner fremstår som relevant for transaksjonen.
- Det bør vurderes om det er behov for øvrige undersøkelser, f. eks tekniske undersøkelser.

4. Tilpasset fullstendighetserklæring

- Tilrettelegger bør innhente en fullstendighetserklæring som minimum er relatert til informasjon som fremkommer av termsheet, selskapspresentasjon og eventuelle andre relevante dokumenter som leveres investor. Utsteder bør bekrefte at all relevant informasjon er tilgjengelig i markedet.

5. Ytterligere opplysninger

- Det anbefales at tilrettelegger redegjør for tilretteleggers undersøkelser i forbindelse med plasseringen.
- Tilrettelegger bør vurdere om det skal opplyses om konkrete forhold som ikke er undersøkt nærmere.
- Ansvarsfraskrivelser bør knyttes opp mot risikofaktorene, og i så stor grad som mulig mot spesifikke risikofaktorer i dokumentasjonen.

6. Application form

- Application form bør vise til hvor i dokumentasjonen de spesifikke risikofaktorer forefinnes.