



FINANSTILSYNET
THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Analytikersamtaler

Regelverk, forventninger og praktiske utfordringer

Pernille Woxen Burum

16. juni 2026

Innledning

Innledning



Dialog mellom utsteder og analytikere



Formål: Bedre forståelse av utsteder og offentlig selskapsinformasjon



Samtidig: Risiko for deling av innsideinformasjon



Analytikeren kan bli satt i innsideposisjon – med umiddelbare konsekvenser

Regulatorisk rammeverk

MAR artikkel 7

- Definisjonen av innsideinformasjon

MAR artikkel 10, jf. artikkel 12

- Forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon

MAR artikkel 8, jf. artikkel 12

- Forbudet mot innsidehandel
- Omfatter også anbefaling og tilskyndelse til innsidehandel

Utsteder vs. analytiker

Utsteder kan ikke dele
insideinformasjon med
analytikere

Kan utgjøre brudd på
forbudet mot ulovlig
spredning av
insideinformasjon

Analytikeren er underlagt
de samme
begrensningene dersom
vedkommende mottar
insideinformasjon

Gjelder uavhengig av om
analytikeren er satt
ufrivillig i insideposisjon



29 May 2014
ESMA74-1-10224186-945

Statement

Good practices in relation to pre-close calls

"Pre-close calls" are communication sessions between an issuer and an analyst or group of analysts who generate research, forecasts, and recommendations related to the issuer's financial instruments for their clients. These "pre-close calls" usually take place immediately before the periods preceding an interim or a year-end financial report during which issuers refrain from providing any additional information or updates. "Pre-close calls" can influence market expectations and instrument prices.

ESMA and national competent authorities (NCAs) have recently observed a number of high volatility episodes in EU share prices, some of which took place shortly after "pre-close calls" between issuers and selected analysts. The media have made a link between these "pre-close calls" and the subsequent volatility, in some cases raising suspicion about possible unlawful disclosure of inside information.

Determining whether the circumstances surrounding these episodes could entail supervisory actions is the NCAs' competence.

The purpose of this document is to remind issuers of the legislative framework applicable to "pre-close calls" and to identify good practices to which issuers should pay particular attention when engaging in such calls.

Supervisory expectations and good practices

ESMA considers that "pre-close calls" carry inherent risks of inadvertent unlawful disclosure of inside information increased by the lack of publicity of these events and the absence of records of what was presented.

ESMA reminds issuers about the **prohibition of unlawful disclosure of inside information** and that **public disclosure of inside information** should take place in accordance with Article 17 of the Market Abuse Regulation (MAR) and Commission Implementing Regulation (EU) 2016/1055.¹

¹ Regulation (EU) No 1092/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation)

Commission Implementing Regulation (EU) 2016/1055 of 29 June 2016 laying down implementing technical standards with regard to the technical means for appropriate public disclosure of inside information and for delaying the public disclosure of inside information in accordance with Regulation (EU) No 1092/2014 of the European Parliament and of the Council (public access regulation_2016/1055_TN_TUS_en_en.pdf)

<https://www.esma.europa.eu/document/esma-statement-pre-close-calls>

Vedtak om overtredelsesgebyr

Ulovlig spredning av innsideinformasjon i forbindelse med analytikersamtaler

12. august 2025

Ulovlig spredning av innsideinformasjon i analytikersamtaler

Saken gjaldt deling av innsideinformasjon i analytikersamtaler

Brudd på forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon i markedsmisbruksforordningen (MAR) artikkel 14 c)

Utsteder ilagt overtredelsesgebyr på NOK 10 millioner

Faktum

7. februar 2025



Offentliggjøring av Q4-rapport

Kommuniserer at konsensus for EBITDA for 2025 er for høy

Konsensus for EBITDA ble nedjustert i etterkant

25. mars til 31. mars 2025



Samtaler med 19 analytikere «Pre-close calls»

Manus for samtalene: «be very clear that consensus is still too high».

Kommuniserer at konsensus for EBITDA *fortsatt* er for høy, både for 2025 og Q1

Har også konkrete innspill til justeringer av konsensus for ulike forretningsområder

26. mars 2025 →



Offentliggjøring av analyser

Aksjekursen faller ca. 10 % på relativt høyt handelsvolum

Definisjonen av innsideinformasjon

MAR artikkel 7

1. Ved anvendelsen av denne forordning menes med innsideinformasjon følgende typer opplysninger:

a) **Presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort**, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er **egnet til å påvirke kursen** på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.

Finanstilsynets vurdering - innsideinformasjon

Presise opplysninger

Konkrete opplysninger om for høy konsensus for EBITDA 2025 og Q1, sammenholdt med justeringer av en rekke andre tall.

Informasjonen ble gitt av selskapet selv.

Egnet til å påvirke kursen

At selskapet mente markedets forventninger både til første kvartal og året som helhet var for høyt, sammenholdt med justeringer av en rekke andre tall, var egnet til å påvirke kursen.

Ikke offentliggjort

Selv om selskapet tidligere hadde gitt informasjon om at konsensus var for høy, hadde konsensus blitt nedjustert etter dette.

Vurderingen av om det forelå innsideinformasjon, måtte gjøres basert på en samlet vurdering av opplysningene som ble gitt.

Forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon

MAR artikkel 14

En person skal ikke

- a) foreta eller forsøke å foreta innsidehandel,*
- b) anbefale en annen person å foreta innsidehandel eller tilskynde en annen person til å foreta innsidehandel, eller*
- c) ulovlig spre innsideinformasjon.*

MAR artikkel 10 nr. 1

*Ved anvendelsen av denne forordning anses ulovlig spredning av innsideinformasjon å foreligge når en person **besitter innsideinformasjon** og **sprer informasjonen til en annen person, med mindre** spredningen skjer som ledd i den **normale utøvelsen** av vedkommendes arbeid, yrke eller forpliktelser.*

Finanstilsynets vurdering – ulovlig spredning



Innsideinformasjon ble delt fra utstederen til analytikerens



Utsteder er underlagt informasjonsplikt som skal sikre at markedet får tilgang på lik innsideinformasjon samtidig



Deling av innsideinformasjon med analytiker var ikke å anse som ledd i normal utøvelse av arbeid



Påminnelse fra ESMA i mai 2024 om at innsideinformasjon ikke skal deles i pre-close calls

Finanstilsynets vurdering – overtredelsesgebyr

Utsteder måtte forstå at informasjonen som ble delt utgjorde innsideinformasjon og at analytikeren var uvedkommende for slik informasjon

Forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon er en av de sentrale bestemmelsene i MAR

Preventive hensyn tilsa en streng reaksjon

Lav oppdagelsesrisiko

Skjerpende at utsteder i første omgang ikke oversendte listen over hvilken informasjon som skulle deles i analytikersamtalene

Utsteder ilagt overtredelsesgebyr på 10 millioner kroner

Betydning for analytikere og verdipapirforetak

Hva betyr dette i praksis for analytikere?



Analytikere risikerer å bli satt i innsideposisjon



Høy bevissthet om **hva** som kan utgjøre innsideinformasjon



Konsekvenser av å motta innsideinformasjon:

- Forbud mot ulovlig spredning
- Forbud mot egenhandel
- Forbud mot å anbefale andre å handle
- Offentliggjøring av analyser må stanses
- Øvrige rutiner for innsideinformasjon må følges
- Verdipapirforetaket må vurdere rapportering til Finanstilsynet

Når mottar analytiker potensielt innsideinformasjon?

Bekreftelser eller justeringer av markedets forventninger

Merknader til eller korrigering av analytikerens estimater og kursmål

Signaler om resultatavvik - eksplisitt eller implisitt

Ikke-offentlig informasjon om virksomheten, pipeline, resultater, likviditet mv., som hver for seg eller samlet kan utgjøre innsideinformasjon

«Guiding by tone» (språk, betoning, kroppsspråk)

Samtaler etter avslutning av regnskapsperiode eller forut for andre milepæler

Hva kan analytikeren gjøre i slike situasjoner?



Stopp samtalen -
avklar umiddelbart
med utsteder om dette
er offentlig informasjon



Unngå å stille
spørsmål som inviterer
til ny informasjon



Varsle compliance



Hendelsen må
dokumenteres internt



Vurdering av
informasjonen og
konsekvenser,
eventuell rapportering
til Finanstilsynet

Praksis for analytikersamtaler



Samtalene bør dokumenteres (opptak)



Utgangspunktet for samtalene er offentlig tilgjengelig informasjon



Stille spørsmål som klargjør eller utfyller allerede offentlig informasjon



Unngå spørsmål om guiding, fremtidsutsikter mv.



Vær særlig oppmerksom i perioder mellom kvartalsslutt og kvartalsavleggelse

Interne tiltak for verdipapirforetak



Klare rutiner for håndtering av potensielle innsidesituasjoner

Forberedelser, avholdelse og etterarbeid
Eskaleringsrutine compliance



Opplæring og bevisstgjøring

Hva kan utgjøre innsideinformasjon
Behandling av innsideinformasjon



Dokumentasjonskrav til møter

Opptak av møtene
Dokumentasjon av hendelser



Rapportering til Finanstilsynet

Mistanke om ulovlig spredning av innsideinformasjon

FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Kunne du tenke deg å jobbe i Finanstilsynet?

finansstilsynet.no/jobb-hos-oss