

## Innehåll

1. Inledning.....	2
2. När är det en marknadssondering enligt MAR?.....	2
2.1. Reglerna i MAR .....	2
2.2. Transaktionen har aviserats.....	2
2.3. Syftet är att genomföra en transaktion .....	3
2.4. Avgränsad krets potentiella investerare .....	4
2.5. IPO .....	4
2.6. Inget mandat/Oklart uppdrag .....	5
2.7. Onoterade finansiella instrument .....	5
2.8. "Reverse enquiry" .....	5
2.9. Ytterligare information lämnas till ett begränsat antal investerare efter det att avisering gjorts .....	5
3. När är det fråga om att sprida insiderinformation i en marknadssondering?.....	5
3.1. Återkommande utgivning från samma emittent .....	6
3.2. Pengarna från emissionen ska användas till något särskilt ändmål som inte är känt i marknaden.....	6
3.3. De aktuella värdepappren är inte upptagna till handel på en marknadsplats.....	6
3.4. Ny typ av finansiella instrument .....	6
3.5. Försäljning av större aktiepost/'Block trade' .....	6

## 1. Inledning

Detta dokument är avsett att vara till hjälp för bedömningen av om något som ett värdepappersinstitut gör är en marknadssondering – i den mening som avses i artikel 11 i Marknadssmissbruksförordningen (MAR)<sup>1</sup> – och om den information som förmedlas i sonderingen är insiderinformation eller inte.

## 2. När är det en marknadssondering enligt MAR?

### 2.1. Reglerna i MAR

Marknadssondering beskrivs i artikel 11 i MAR som:

”... överföring av information, innan en transaktion aviseras, i syfte att bedöma potentiella investerares intresse av en eventuell transaktion och villkoren relaterade till den, såsom dess potentiella storlek eller prissättning, till en eller flera potentiella investerare som görs av

- a) en emittent,
- b) en andrahandserbjudare av ett finansiellt instrument i sådan omfattning eller till ett sådant värde att transaktionen skiljer sig från den vanliga handeln och omfattar en försäljningsmetod som bygger på förhandsbedömning av potentiella investerares potentiella intresse,
- c) en deltagare på marknaden för utsläppsrätter, eller
- d) en tredje part som agerar på vägnar av en person som avses i led a, b eller c.”

Det är alltså en rad kriterier som ska vara uppfyllda för att det ska vara fråga om en marknadssondering.

1. Kontakterna med de potentiella investerarna och informationsöverföringen, ska ske ”innan en transaktion aviseras”.
2. Syftet med kontakterna ska vara att inhämta information om investerarnas intresse av transaktionen överhuvudtaget och villkoren för transaktionen (storlek, pris m.m.) för att använda denna information för att besluta om man ska göra någon transaktion och vilka villkoren ska vara.
3. Kontakt ska ske med ”en eller flera potentiella investerare” – dvs. en begränsad skara.
4. Det ska finnas ett uppdrag från en emittent eller en köpare/säljare.

Nedan ges några exempel på omständigheter som kan leda till att ett förfarande ska betraktas som marknadssondering, eller inte.

### 2.2. Transaktionen har aviserats

Om transaktionen redan har aviserats är kontakter med potentiella investerare efter denna tidpunkt inte marknadssondering i MARs mening. (Observera att det finns undantagsfall om ytterligare information ges, se under 2.9.)

---

<sup>1</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014.

Om t.ex. en emittent har gått ut med ett pressmeddelande om den kommande transaktionen, utgör kontakter med investerare därefter inte en marknadssondering.

Vad som exakt avses med "aviseras" [announcement] i artikel 11 i MAR är inte definierat. Något formellt offentliggörande enligt MARs regler krävs knappast, då skulle den terminologin ha använts. Men meddelandet bör ha spritts till fler än bara några få investerare för att en transaktion ska anses ha "aviseras". En IIIA-avisering<sup>2</sup> eller motsvarande är att betrakta som en avisering.

Ett meddelande måste, förutom att ska ha en viss spridning, också innehålla tillräckligt med information om transaktionen för att transaktionen ska anses ha "aviseras". Ju fler uppgifter om emittent, storlek på transaktionen, löptid, pris etc. som lämnas desto större är möjligheten att ett meddelande betraktas som en avisering av en transaktion. För att det ska anses vara tillräckligt med information för en certifikat- eller obligationsaffär bör man eftersträva att ha med information så som emittent, löptid, typ av transaktion, belopp och engagerade värdepappersinstitut i aviseringen.

#### Exempel:

ISSUER A AB guaranteed by COMPANY AB (BBB+) has mandated BANK A CAPITAL MARKETS and BANK B MARKETS to arrange a credit investor lunch meeting on Monday April 2 2018. A SEK denominated senior, unsecured capital markets transaction will follow, subject to market conditions.

Notera dock att om transaktionen bedöms utgöra insiderinformation ska emittenten, (om det finns en emittent inblandad såsom vid t.ex. en emission) offentliggöra transaktionen enligt reglerna om offentliggörande av insiderinformation (art 18 MAR). En "mindre" avisering skulle i sådant fall kunna betraktas som obehörigt röjande av insiderinformation. I de fall emittenten inte är inblandad, t.ex. vid block-affärer, kan inte heller "mindre" offentliga aviseringar genomföras eftersom även de skulle kunna betraktas som olagligt röjande av insiderinformation.

### **2.3. Syftet är att genomföra en transaktion**

Om ett värdepappersinstitut tar kontakt med en eller flera potentiella investerare i syfte att genomföra en transaktion med dem är det som huvudregel inte en marknadssondering (eftersom syftet inte är att inhämta information för att besluta om man ska göra någon transaktion och villkoren för den). Det måste dock vara klart att avsikten är just att genomföra en transaktion. Ju mer konkret erbjudandet är vad gäller storlek, löptid och pris desto mindre skäl att betrakta det som en marknadssondering. Men ju mer osäkert det är om det överhuvudtaget blir någon transaktion och vilka villkoren blir, desto större skäl att betrakta det som marknadssondering.

---

<sup>2</sup> Ett Bloomberg-meddelande med stor spridning.

Om t.ex. en emittent avser att ge ut ett certifikat till ett fåtal investerare och transaktionen genomförs mot de kontaktade investerarna så snart man är överens om priset bör det betraktas som en prispförhandling mellan köpare/säljare snarare än en marknadssondering.

Om de samtal som förs med investerare leder, eller kan leda, till avslut, bör informationsutbytet inte betraktas som marknadssondering. I dessa fall behöver kommunikationen inte föregås av någon avisering.

#### Exempel, så kallade "Target" till kund:

Värdepappersinstitutet får en target (pris, löptid mm) från emittenten och ringer ut detta till ett fåtal potentiella investerare. Trots att vare sig avisering gjorts före eller att target bara kommuniceras till ett fåtal investerare faller det inte in under marknadssonderingsreglerna om värdepappersinstitutet har ett mandat att göra avslut med de investerare institutet kontaktar – förutsatt att det går att genomföra en transaktion enbart med stöd av den information som har kommunicerats. Har värdepappersinstitutet inte ett mandat att göra avslut är det att betrakta som en marknadssondering. Om det inte går att göra avslut baserat på den information som kommuniceras till investeraren, utan det bara leder till att emittenten får nödvändig input från de potentiella investerarna som krävs för att göra avslut i nästa steg är det också att betrakta som marknadssondering.

#### **2.4. Avgränsad krets potentiella investerare**

För att det ska vara en marknadssondering i MARs mening ska informationsutbytet ske med en avgränsad krets potentiella investerare och den information som inhämtas ska användas för att fastställa villkoren för en transaktion som sedan sker mot en större krets.

Om exempelvis samtliga innehavare av ett befintligt certifikat kontaktas inför utgivningen av ett liknande certifikat (certifikatet "rullas") bör det inte betraktas som marknadssondering i MARs mening.

#### **2.5. IPO**

Inför en börsnotering tas ibland kontakt med ett stort antal investerare som ett led i att fastställa det prisintervall som anges i prospektet. Många gånger har då emittenten redan offentliggjort att en notering ska ske (ofta via en ITF, Intention to Float) – vilket innebär att kontakterna med investerarna sker efter att transaktionen har aviserats. Även det faktum att ett mycket stort antal investerare kontaktas bör i sig leda till att förfarandet inte betraktas som en marknadssondering i MARs mening.

MARs regler gäller finansiella instrument som är noterade eller för vilka en ansökan om upptagande till handel lämnats in. Nasdaqs regelverk för emittenter definierar en "fullständig ansökan" som en ansökan där även godkänt prospekt och spridningsintyg lämnats in, vilket typiskt sett sker tidigast dagen före notering. Därmed är det vår bedömning att MAR-reglerna (inklusive reglerna för marknadssonderingar) inte blir tillämpliga innan dess (givet att emittenten inte har andra noterade finansiella instrument).

## **2.6. Inget mandat/Oklart uppdrag**

Om flera värdepappersinstitut informeras av en emittent om att emittenten har ett generiskt intresse av att emittera t.ex. obligationer och får emittentens godkännande att diskutera intresset för detta med investerare bör förfarandet inte betraktas som en marknadssondering givet att ingen av värdepappersinstituten har ett mandat från emittenten. I dessa fall agerar inte värdepappersinstituten på emittentens uppdrag.

Ett mandat kan vara muntligt men bör vara skriftligt i någon form och kan ges oavsett om det är värdepappersinstitutet eller emittenten som först tagit initiativet till den tänkta affären. (Final report, s. 21, punkt 66.)

## **2.7. Onoterade finansiella instrument**

Huvudregeln är att MAR endast är tillämplig på finansiella instrument som är listade på en reglerad marknad eller MTF, eller för vilka en ansökan lämnats in för handel. I vissa fall kan dock reglerna om marknadssonderingar behöva tillämpas på instrument som inte är upptagna/ska upptas för handel på en marknadsplats. Det kan bli aktuellt i de fall informationen som sprids påverkar priset på andra instrument än dem som sonderingen avser som är upptagna till handel – t.ex. instrument utgivna av samma emittent eller ett koncernbolag.

## **2.8. "Reverse enquiry"**

Om en potentiell investerare ställer villkor till emittenten (direkt eller indirekt via tredje part) för en affär som investeraren är beredd att handla på är det inte att betrakta som marknadssondering, dels eftersom investeraren inte är vare sig emittent, en andrahandserbjudare av finansiella instrument eller en tredje part som agerar på vägnar av någon av dessa (MAR, Artikel 11.1), dels eftersom kommunikationen sker i syfte att göra ett avslut (givet att det endast finns en investerare i den tänkta transaktionen).

## **2.9. Ytterligare information lämnas till ett begränsat antal investerare efter det att avisering gjorts**

I en avisering ges inte alla villkor och detaljer för den tänkta transaktionen, alternativt aviseringen som gjorts är inte tillräckligt tydlig. Att då ge mer information till ett begränsat antal investerare är att betrakta som marknadssondering givet att det inte finns ett mandat att göra ett avslut. Om den ytterligare information som ges är att betrakta som insiderinformation bör insiderförteckning föras alternativt marknadssonderingsreglerna följas som en extra skyddsåtgärd. (Se även 3).

## **3. När är det fråga om att sprida insiderinformation i en marknadssondering?**

Eftersom sättet att genomföra en marknadssondering enligt MAR är ett annat om sonderingen innebär att man sprider insiderinformation till de potentiella investerarna är det viktigt att kunna skilja marknadssonderingarna med insiderinformation från dem utan insiderinformation. Om det är fråga om en situation utan insiderinformation är det dessutom möjligt att påverka emittentens informationsspridning, utformningen av kontakterna med investerarna m.m. så att man undviker att förfarandet blir en marknadssondering i MARs

mening. I situationer när insiderinformation är inblandad är det inte alltid meningsfullt att hamna utanför marknadssonderingsreglerna, eftersom reglerna om marknadssondering skyddar mot att bryta mot straffbara förbudet avseende olagligt röjande av insiderinformation. Notera också att emittenten alltid har en skyldighet att fatta beslut om att skjuta upp offentliggörande av insiderinformation och att upprätta en insiderlista (som dock ej behöver omfatta mottagarna av marknadssonderingen) samt därefter besluta om offentliggörande av transaktionen enligt MARs regler om offentliggörande av insiderinformation. I fall rörande insiderinformation kan en marknadssondering *by the book* vara den bästa lösningen. Det enklaste sättet - att hantera insiderinformation - är dock att offentliggöra transaktionen enligt reglerna om offentliggörande av insiderinformation.

Nedan ges några exempel på omständigheter vad som kan utgöra insiderinformation eller inte.

### **3.1. Återkommande utgivningar från samma emittent**

När en emittent kontinuerligt ersätter tidigare utgivna obligationer med nya, och detta faktum är allmänt känt, utgör informationen om att det ska ske en nyemission knappast insiderinformation. Det är redan känt i marknaden.

### **3.2. Pengarna från emissionen ska användas till något särskilt ändamål som inte är känt i marknaden**

Om syftet med emissionen är att finansiera något som i sig inte är allmänt känt och kan vara kurspåverkande – ett förvärv av ett annat företag eller annan egendom, ändrad verksamhet osv – bör det betraktas som insiderinformation.

### **3.3. De aktuella värdepappren är inte upptagna till handel på en marknadsplats**

Om de värdepapper som ska ges ut eller säljas inte är upptagna till handel på en marknadsplats (och någon ansökan om upptagande till handel inte är inlämnad) är det normalt inte fråga om insiderinformation i MARs mening. Observera dock att om emittenten har gett ut andra papper vars pris kan påverkas kan det vara fråga om insiderinformation.

### **3.4. Ny typ av finansiella instrument**

Om en emittent redan har gett ut finansiella instrument som är upptagna till handel på en marknadsplats och därefter ger ut en ny typ av finansiella instrument, instrument med villkor som avviker från de redan utgivna osv kan informationen om den nya emissionen påverka priset på de redan utgivna instrumenten. I dessa fall kan därför informationen om den nya emissionen vara insiderinformation.

### **3.5. Försäljning av större aktiepost/'Block trade'**

Om en större ägare, eller en ledande befattningshavare, avser att sälja en större post aktier ('block trade') bör detta normalt betraktas som insiderinformation.

En sådan försäljning föregås av en marknadssondering i de fall värdepappersinstitutet, på uppdrag av en andrahandserbjudare av finansiella instrument, kontaktar potentiella investerare i syfte att erhålla ett finansiellt åtagande att delta i transaktionen eller för att

bedöma det potentiella intresset för värdepappren hos de potentiella investerarna. (MAR Skäl 33, MAR Artikel 11, Final report, s. 22, punkt 69.)