

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2025:66

2025-12-18

Detta uttalande är meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av delegation från Finansinspektionen (se FFFS 2007:17). Uttalandet offentliggjordes 2025-12-29.

[Detta uttalande gäller en planerad åtgärd som inte är allmänt känd. Enligt 26 § tredje stycket första meningen i stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden får ett sådant uttalande inte offentliggöras av Aktiemarknadsnämnden förrän åtgärden vidtagits, gjorts allmänt känd av den som planerat åtgärden eller på annat sätt blivit allmänt känd. Uttalandet ska därför tills vidare inte offentliggöras.]

BESLUT

Aktiemarknadsnämnden medger, under i framställningen angivna förutsättningar, KEO Aggregator LP undantag från den budplikt som annars skulle uppkomma om bolaget förvärvar aktier i den i framställningen beskrivna emissionen av vederlagsaktier i Maha Capital AB, på villkor

- 1) att aktieägarna inför bolagsstämman i Maha Capital AB informeras om hur stor kapital- respektive röstandel som KEO Aggregator LP högst kan få genom att förvärva aktierna, och
- 2) att emissionsbeslutet godkänns av aktieägare som representerar minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädde på stämman, varvid man ska bortse från aktier som innehas av KEO Aggregator LP eller närstående till KEO Aggregator LP.

Dispensen omfattar även KEO Aggregator LP:s förvärv av aktier inom ramen för det i framställningen beskrivna tilläggsköpeskillingsarrangemanget.

Om KEO Aggregator LP eller närstående till KEO Aggregator LP sedermera förvärvar ytterligare aktier i Maha Capital AB och därigenom ökar röstandelen uppkommer budplikt.

Detta uttalande gäller en planerad åtgärd som inte är allmänt känd. Enligt 26 § tredje stycket första meningen i stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden får ett sådant uttalande inte offentliggöras av Aktiemarknadsnämnden förrän åtgärden vidtagits, gjorts allmänt känd av den som planerat åtgärden eller på annat sätt blivit allmänt känd. Uttalandet ska därför tills vidare inte offentliggöras.

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 15 december 2025 en framställning från Setterwalls Advokatbyrå på uppdrag av KEO Aggregator LP, med säte i Delaware, USA ("KEO Aggregator"). Framställningen rör dispens från budplikt enligt lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA).

FRAMSTÄLLNINGEN

I framställningen anføres i huvudsak följande.

Bakgrund

Maha Capital AB, org. nr 559018-9543 ("Maha"), är ett svenskt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på Nasdaq Stockholm. Fram till början av 2025 bedrev Maha (tidigare Maha Energy AB) huvudsakligen verksamhet som ett internationellt olje- och gasbolag. Under våren och sommaren 2025 justerades bolagets affärsplan i syfte att omstrukturera Maha till ett investmentbolag, initialt med fokus på energi- och mineralindustrin och därefter som en diversifierad investeringsplattform med ett utökat investeringsmandat.

Innan genomförandet av Fusionen (såsom definierad nedan) kommer vissa omstruktureringsåtgärder att vidtas, varigenom KEO Aggregator blir ensam aktieägare i KEO World, Inc. ("KEO World"). KEO World driver en fintech-plattform med fokus på tillhandahållande av strukturerade B2B-kreditkortslösningar för företag.

Under sommaren 2025 ingick Maha ett partnerskapsavtal med KEO World och dess närstående bolag, enligt vilket Maha tillhandahöll en säkerställd revolverande kreditfacilitet om upp till 100 miljoner USD till KEO Latam GTC Program LLC, ett s.k. Special Purpose Vehicle i

USA, kontrollerat av KEO World ("SPV"). Faciliteten var avsedd att finansiera programmet för Keo Global Trade Card i Latinamerika och säkerställdes bland annat av kreditkortsfordringar samt tillgängliga likvida medel i SPV. Därtill beviljades Maha en option att förvärva upp till 50 procent av ägandet i SPV:n genom konvertering av räntebetalningar.

Efter ytterligare strategiska diskussioner enades parterna om att omstrukturera samarbetet från en skuldbaserad finansiering till en sammanslagning av verksamheterna. Som offentliggjordes den 20 augusti 2025 ingick Maha och KEO World ett bindande term sheet avseende förvärv av vissa av KEO Worlds dotterbolag samt en kapitalanskaffning om 35 miljoner USD. Vidare tillkännagavs att Maha avser att inleda en process för parallellnotering på Nasdaq USA. Den 6 oktober 2025 ingick Maha och KEO World ett villkorat aktieöverlåtelseavtal ("Aktieöverlåtelseavtalet"), enligt vilket Maha indirekt skulle förvärva vissa av KEO Worlds dotterbolag genom förvärv av Credit se Holding AB, vilket var avsett att utgöra holdingbolag för de relevanta KEO World-dotterbolagen. Köpeskillingen skulle erläggas genom en riktad nyemission av 141 050 933 nya aktier i Maha till KEO World, tillsammans med en tilläggsköpeskillingsmekanism enligt vilken KEO World skulle ha rätt att erhålla ytterligare 49 179 686 aktier förbehållet vissa villkor. KEO World beviljades den 5 oktober 2025 dispens från budplikt av Aktiemarknadsnämnden (AMN 2025:46) för dessa transaktioner.

Sedan ingåendet av Aktieöverlåtelseavtalet har parterna kommit överens om vissa ändringar i transaktionsstrukturen. Avsikten är nu att Maha, för egen räkning och genom ett nybildat, helägt amerikanskt dotterbolag ("Fusionsbolaget") ska ingå ett fusionsavtal med KEO World och KEO Aggregator. I den reviderade strukturen omfattar transaktionen förvärvet av KEO World samt följande dotterbolag: (i) KEO Latam GTC Program LLC, (ii) KEO World S.A. de C.V., SOFOM, E.N.R., (iii) KEO Puerto Rico LLC, (iv) KEO Canada, Inc., (v) KEO World Brazil Tecnologia Ltda, (vi) KEO Dominicana S.R.L., (vii) KEO Ecuador S.A. och (viii) Credit se Holding AB (tillsammans, "KEO Dotterbolagen" och tillsammans med KEO World, "KEO-koncernen"). Transaktionen ska genomföras genom fusion ("Transaktionen").

Transaktionen

Transaktionen kommer att genomföras genom en fusion av Mahas nybildade, helägda amerikanska dotterbolag (Fusionsbolaget) och KEO World ("Fusionen"). KEO World kommer att vara det övertagande bolaget. I Fusionen kommer KEO Aggregators befintliga aktier i KEO World att makuleras, och KEO World blir ett helägt dotterbolag till Maha. Fusionsvederlaget till KEO Aggregator kommer att regleras genom en riktad emission av 141 050 933 nyemitterade aktier i Maha ("Vederlagsaktierna"). Till följd därav kommer KEO World att vara ett helägt dotterbolag till Maha och KEO Aggregator blir aktieägare i Maha. Transaktionen innefattar en tilläggsköpeskilling, enligt vilken KEO Aggregator, om KEO-koncernen uppnår intäkter om 50 miljoner USD inom två år från Transaktionens genomförande, med en förlängning om ytterligare ett år om kravet inte uppnås men med beaktande endast av de kunder som värvats under de första två åren, ska ha rätt till ytterligare 49 179 686 aktier ("Earn-Out-aktierna"). För att möjliggöra leverans kommer Maha vederlagsfritt att emittera 49 179 686 teckningsoptioner till KEO Aggregator, vilka var och en berättigar till teckning av en ny aktie i Maha vid uppfyllande av villkoren för tilläggsköpeskillingen ("Earn-Out-teckningsoptionerna").

Utöver Transaktionen kommer Maha att emittera upp till 17 611 028 nya aktier till vissa parter med fordringar på Maha ("Medinvesterna"). Dessa fordringar härrör från Medinvesternas deltagande, via Maha, i kreditfaciliteten som tillhandahållits av Maha enligt beskrivningen ovan. Syftet är att möjliggöra kvittning av dessa fordringar mot teckningslikviden för de nya aktierna i Maha, och därigenom justera Mahas kapitalstruktur och minska dess skuldsättning i samband med Transaktionen.

I samband med Transaktionen avser Mahas styrelse även att genomföra tre kapitalanskaffningar till ett sammanlagt belopp om upp till cirka 35 miljoner USD (motsvarade cirka 329 miljoner SEK) ("Kapitalanskaffningarna", vardera en "Kapitalanskaffning"). Beloppet exkluderar eventuell ytterligare likvid som Maha kan erhålla vid utnyttjande av de teckningsoptioner som emitterats i samband med Kapitalanskaffningarna (vilka beskrivs närmare nedan).

Kapitalanskaffningarna kommer att genomföras genom riktade emissioner av aktier till en teckningskurs om 16 SEK per aktie, om upp till cirka 20 580 000 nya aktier. Vid varje sådan emission kommer styrelsen samtidigt och vederlagsfritt att emittera ett antal teckningsoptioner motsvarande antalet aktier, varigenom varje investerare erhåller en (1) teckningsoption

för varje tecknad aktie. Varje teckningsoption berättigar innehavaren att teckna en (1) ytterligare aktie till en teckningskurs om 16 SEK per aktie. Teckningsoptionerna kan utnyttjas när som helst inom två (2) år från den relevanta emissionen.

Den första emissionen, omfattande cirka 1 176 000 aktier, avses beslutas om efter godkännandet av Transaktionen, och ska riktas till vissa fonder förvaltade av Hayfin Capital Management LLP. Den andra emissionen, omfattande 14 700 000 aktier, avses beslutas om vid slutförandet av Transaktionen, och är tänkt att riktas till ett antal institutionella investerare. Den tredje emissionen, omfattande 4 704 000 aktier, förväntas vara slutförd vid tidpunkten för Parallellnoteringen och ska riktas till ett antal institutionella investerare. Den tredje kapitalanskaffningen är inte en förutsättning för Transaktionens fullbordande.

Vidare omfattar Transaktionen införandet av ett aktieprogram, innefattande teckningsoptioner för emission av upp till 26 090 412 aktier, för utvalda nyckelpersoner i Maha och KEO-koncernen som varit avgörande för att initiera, förhandla och genomföra Transaktionen ("Aktieprogrammet"). För majoriteten av deltagarna kommer Aktieprogrammet att intjänas vid det tidigaste av (i) genomförandet av parallellnoteringen eller (ii) sex månader efter slutförandet av Transaktionen, vilket återspeglar milstolpar direkt knutna till Transaktionen och affärsplanen efter genomförandet av Transaktionen.

Maha kommer att kalla till en extra bolagsstämma för att bland annat godkänna (i) Transaktionen, (ii) emissionen av Vederlagsaktierna, (iii) emissionen av Earn-Out-teckningsoptionerna, (iv) emissionen av aktierna till Medinvesterarna, (v) bemyndigande för styrelsen att öka aktiekapitalet (för att möjliggöra Kapitalanskaffningarna) och (vi) införande av Aktieprogrammet. Godkännande av Transaktionen och vart och ett av de övriga beslut som anges i punkterna (ii)–(vi) ovan är villkorade av varandra. Vidare kommer Transaktionen, bland annat, vara villkorad av att Maha erhåller alla nödvändiga regulatoriska godkännanden, inklusive godkännande av omlistningen av Mahas aktier på Nasdaq Stockholm till följd av Transaktionen.

Godkännande av Transaktionen samt emissionen av Vederlagsaktierna och Earn-Out-teckningsoptionerna kommer att kräva stöd från aktieägare representerande minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de företrädde aktierna vid den extra bolagsstämman. Eftersom KEO Aggregator vid tidpunkten för den stämman inte kommer att inneha några aktier

i Maha, kommer KEO Aggregator inte att utöva något rösträttsinflytande över besluten.

Aktieägarna i Maha kommer inför den extra bolagsstämman att informeras om den uppdaterade Transaktionsstrukturen samt den planerade emissionen av Vederlagsaktierna och Earn-Out-teckningsoptionerna, samt den högsta kapital- och röstandel som KEO Aggregator kan komma att erhålla genom dessa emissioner.

KEO Aggregators innehav av aktier och röster i Maha

Efter slutförandet av Transaktionen kommer KEO Aggregator att inneha cirka 40¹ procent av aktierna och rösterna i Maha och därmed omfattas av budplikt enligt LUA.

Om KEO Aggregator utnyttjar Earn-Out-teckningsoptionerna för att teckna Earn-Out-aktierna kommer KEO Aggregator att inneha upp till cirka 47,3² procent av aktierna och rösterna i Maha. Vid dessa beräkningar har den tredje Kapitalanskaffningen samt utnyttjande av eventuella teckningsoptioner som beskrivs i denna ansökan (med undantag för de som emitterats till KEO Aggregator) inte inkluderats; således utgör 47,3 procent den maximala potentiella röstandelen.

Hemställan

Enligt 7 kap. 5 § LUA får undantag från budplikt medges om det föreligger särskilda skäl. Förarbetena till budpliktsbestämmelsen ger som exempel på när skäl för dispens torde föreligga att innehavet uppkommit till följd av en emission av aktier som utgör vederlag vid köp av bolag. Av praxis från Aktiemarknadsnämnden följer att dispens från budplikt regelmässigt

¹ Formel: $141\,050\,933 \text{ (Vederlagsaktierna)} / 352\,982\,714 \text{ (totalt antal utestående aktier i Maha)}$.

Beräkning av totalt antal utestående aktier i Maha: $178\,444\,753 \text{ (nuvarande aktier)} + 17\,611\,028 \text{ (riktad emission till Medinvesterarna)} + 1\,176\,000 \text{ (första Kapitalanskaffningen)} + 14\,700\,000 \text{ (andra Kapitalanskaffningen)} + 141\,050\,933 \text{ (Vederlagsaktierna)} = 352\,982\,714$.

² Formel: $(141\,050\,933 \text{ (Vederlagsaktierna)} + 49\,179\,686 \text{ (Earn-Out-aktierna)}) / 402\,162\,400 \text{ (totalt antal utestående aktier i Maha)}$.

Beräkning av totalt antal utestående aktier i Maha: $178\,444\,753 \text{ (nuvarande aktier)} + 17\,611\,028 \text{ (riktad emission till Medinvesterarna)} + 1\,176\,000 \text{ (första Kapitalanskaffningen)} + 14\,700\,000 \text{ (andra Kapitalanskaffningen)} + 141\,050\,933 \text{ (Vederlagsaktierna)} + 49\,179\,686 \text{ (Earn-Out-aktierna)} = 402\,162\,400$.

har medgetts i fall där budpliktsgränsen passeras till följd av att aktieägaren tecknar aktier i en apport- eller kvittningsemission.

Syftet med Transaktionen är inte att KEO Aggregator ska erhålla kontroll över Maha, utan att möjliggöra den planerade Transaktionen och relaterade kapitalanskaffningar på kommersiellt genomförbara villkor. Det samlade intresset för aktieägarna av att ett undantag beviljas väger därför tyngre än de enskilda aktieägarnas möjlighet att lämna bolaget som annars skulle tillkomma genom budpliktsreglerna.

Med hänvisning till ovan angivna omständigheter hemställer KEO Aggregator att Aktiemarknadsnämnden medger undantag från den budplikt som skulle uppkomma till följd av KEO Aggregators teckning av (i) Vederlagsaktierna och (ii) eventuella Earn-Out-aktier.

ÖVERVÄGANDEN

I 3 kap. LUA finns bestämmelser om budplikt. Finansinspektionen har med stöd av 7 kap. 10 § LUA samt 5 och 6 §§ förordningen (2007:375) om handel med finansiella instrument överlåtit till Aktiemarknadsnämnden att besluta i frågor om undantag från budplikt (FFFS 2007:17).

Budplikt inträder enligt 3 kap. 1 § LUA när någon, ensam eller tillsammans med någon som är närstående enligt 5 §, genom förvärv av aktier uppnår en ägarandel som uppgår till eller överstiger tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i ett svenskt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet.

Om det finns särskilda skäl, får enligt 7 kap. 5 § LUA undantag medges från budplikt. Undantag får förenas med villkor. I förarbetena till bestämmelsen har som exempel på skäl som bör kunna motivera undantag anförts bland annat att innehavet har uppkommit till följd av att aktieägaren sålt egendom mot betalning i form av nya aktier i det bolag som förvärvar egendomen, dvs. aktieägaren har tecknat aktier i en apportemission.

Av förarbetena följer vidare att nämnden har att genom en helhetsbedömning pröva om en

dispens ligger i aktieägarkollektivets intresse och detta intresse kan anses väga tyngre än den möjlighet för aktieägare att lämna bolaget som budplikten innebär. Vid en sådan prövning kan beaktas bland annat i vilken utsträckning emissionen stöds eller vid en bolagsstämma förutsätter stöd av aktieägarna.

I linje med detta beviljar nämnden enligt fast praxis dispens från budplikt när budpliktsgränsen passeras till följd av att aktieägaren har tecknat aktier i en apportemission. Sådana dispenser förenas regelmässigt med villkor av innebörd att aktieägarna inför bolagsstämmans behandling av emissionsfrågan ska vara informerade om hur stor kapital- och röstandel som den aktuella aktieägaren kan komma att få genom dessa förvärv. Dessutom måste apportemissionen stödjas av en stor majoritet (2/3) bland de övriga aktieägarna, vilket innebär att man vid bolagsstämmans beslut, i förekommande fall, ska bortse från röster som avges av den aktieägare som budpliktsdispensen avser. Nu nämnda praxis omfattar även kvittningsemissioner (jfr bl.a. AMN 2025:62).

I det nu aktuella fallet avser Maha att genom vad som kallas Transaktionen förvärva samtliga aktier i KEO World av KEO Aggregator i utbyte mot aktier i Maha. Inom ramen för Transaktionen kan Maha sedermera också komma att utge en tilläggsköpeskilling ("Earn-Out") i form av nyemitterade aktier i Maha. För att säkerställa leverans av dessa aktier kommer Maha att emittera teckningsoptioner till KEO World ("Earn-Out-teckningsoptionerna") som KEO Aggregator under vissa villkor kan utnyttja för att teckna Earn-out-aktierna.

Enligt nämndens mening föreligger förutsättningar för att – i linje med nämndens praxis – medge dispens från den budplikt som till följd av Transaktionen skulle kunna uppkomma för KEO Aggregator, på villkor att aktieägarna inför bolagsstämmans beslut om emissionerna i fråga är informerade om hur stor kapital- och röstandel som KEO Aggregator som ett resultat därav skulle kunna uppnå och att beslutet stöds av en stor majoritet bland aktieägarna.

Detta ärende har med stöd av 21 § i stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden behandlats av nämndens ordförande.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Sten Andersson

/Rolf Skog

Hur man överklagar

Beslutet kan överklagas hos Finansinspektionen av den som beslutet angår, om beslutet har gått honom eller henne emot. Överklagandet ska göras skriftligt. I skrivelsen ska klaganden ange vilket beslut som överklagas och vilken ändring som begärs. Skrivelsen med överklagandet ska ha kommit in till Aktiemarknadsnämnden inom tre veckor från den dag då klaganden fick del av beslutet. Om beslutet överklagas av annan än sökanden, ska överklagandet dock ha kommit in inom tre veckor från det att beslutet offentliggjordes.