

Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2026:18

2026-05-25

Detta uttalande är meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av Nasdaq Stockholms takeover-regler.

Delar av detta dokument – däribland affärshemligheter och liknande konfidentiell information – har utelämnats av sekretesskäl och markeras med "[UTELÄMNAT]"

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 20 maj 2026 en framställan från Linklaters Advokatbyrå som ombud för ett budkonsortium bestående av (i) private equity-fonden Triton Fund 6 ("Triton"), (ii) Bolero Holdings SARL ("Bolero") och (iii) Patrick Comer och Brett Schnittlich (genom det gemensamma bolaget Tenniel Capital). Framställan, som rör tolkningen av Nasdaq Stockholms takeover-regler, är föranledd av vissa frågor från Aktiemarknadsnämndens sida rörande sammansättningen av Konsortiet.

FRAMSTÄLLAN

I framställan anfördes i huvudsak följande.

Budkonsortiet offentliggjorde den 27 april 2026 genom ett budgivarbolag ett kontant uppköps-erbjudande till aktieägarna i Cint Group AB ("Cint"), vars aktier är föremål för handel på Nasdaq Stockholm ("Erbjudandet"). Erbjudandehandlingen publicerades den 13 maj 2026 och acceptfristen började löpa den 14 maj 2026.

Grundarna

Patrick Comer och Brett Schnittlich (i framställan gemensamt benämnda ”Grundarna”) har en lång gemensam historik inom *research technology*-sektorn och betraktas som ledande globala profiler inom Cints verksamhetsområde. De har haft ett nära affärsmässigt samarbete i mer än 20 år.

Patrick Comer är Cints VD och Brett Schnittlich är, sedan Cints årsstämma den 29 april 2026, styrelseledamot men innehar fortsatt även en operationell roll som närmare beskrivs nedan. Innan Schnittlich tillträdde som styrelseledamot den 29 april 2026 var han Cints operationella chef (COO). Schnittlich kommer även framgent, såväl formellt som i praktiken och oaktat Erbjudandet, att ha en tydligt definierad operativ roll i Cint. Såväl Schnittlich som Comer är nyckelpersoner för såväl historiskt som fortsatt värdeskapande i Cint och agerar, operativt och ägar-mässigt, i samförstånd i allt som rör Cint.

Comer och Schnittlich grundade 2010 bolaget Lucid. Under deras ledning utvecklades Lucid till en global ledare inom marknadsplatsteknik för konsumentinsikter. Lucid förvärvades av Cint 2021. Cints amerikanska verksamhet utgörs till stor del av det som tidigare var Lucid och är idag Cints i särklass viktigaste affärsområde sett till såväl omsättning som resultat, motsvarande drygt två tredjedelar av Cints totala omsättning [UTELÄMNAT].

Att Grundarna är av avgörande betydelse för såväl Cint som Konsortiet återspeglas i att de tillsammans tog sig an och fick i uppdrag att återgå till operativa roller under 2024 efter en period med negativ finansiell utveckling för Cint, då samgåendet med Lucid inte resulterat i den förväntade värdeutvecklingen. De har därefter tillsammans drivit framtidssäkrandet av Cints verksamhet.

[UTELÄMNAT].

[UTELÄMNAT].

[UTELÄMNAT].

[UTELÄMNAT].

Även om Schnittlich inte längre är operativ chef eller medlem av koncernledningen är han i egenskap av en operativt engagerad styrelsemedlem alltså adjungerad till koncernledningen. Formellt har detta (utöver hans roll som styrelseledamot) definierats som att han är strategisk rådgivare åt koncernledningen. Hans nuvarande, mer flexibla men alltså huvudsakligen operativa roll i Cint, regleras i ett särskilt avtal. Schnittlich har genom konsortieavtalen åtagit sig att, efter Erbjudandets fullföljande, ingå ett nytt avtal med Cint. Avtalet kommer att specificera hans operativa roll och ansvarsområden och säkerställa hans fortsatta aktiva engagemang i Cint, vilket Konsortiet bedömer är nödvändigt för att framtidssäkra Cints verksamhet.

En av Grundarnas styrkor är deras nära och långvariga affärsmässiga samarbete och att de både på egna meriter och gemensamt besitter unik branschkunskap. Deras gemensamma samt kompletterande operationella bidrag och kompetens är därmed en förutsättning för att Konsortiets vision för Cint ska kunna genomföras.

Etableringen av Konsortiet

Cint har under de senaste åren haft betydande finansiella och operativa svårigheter, vilket återspeglats i Cint-aktiens kursutveckling. Aktiekursen har fallit mer än 90 procent sedan börsintroduktionen 2021. Den snabba AI-utvecklingen förändrar i grunden hur marknadsundersökningar köps och levereras, vilket innebär att Cint står inför omfattande utmaningar och behöver ställa om sin verksamhet.

Alltsedan Cints förvärv av Lucid har Grundarna löpande analyserat en lämplig väg framåt för verksamheten, inbegripet förutsättningarna för ett potentiellt utköp från börsen. Inom ramen för detta arbete har de fört en dialog med både private equity-investerare och Cints största aktieägare, Bolero, för att sondera förutsättningarna för detta. I dessa diskussioner har Grundarna agerat gemensamt.

Processen som föregått Erbjudandet har varit lång med noggranna förberedelser där samtliga konsortie medlemmar tillsammans tagit fram en strategi för Cints fortsatta drift och därefter förhandlat om framtida inflytande, rättigheter, avkastningsmål och inbördes riskexponering. Det har inte förekommit diskussioner med några andra parter. Såväl Triton som Bolero är av uppfattningen att Grundarnas gemensamma deltagande i Konsortiet är av avgörande betydelse

för Erbjudandets genomförande. Deras medverkan är en förutsättning för Erbjudandet och någon annan transaktionsstruktur än Konsortiet har inte varit aktuell för vare sig Triton eller Bolero.

Konsortiet är enigt om att en privat ägarstruktur skulle vara det bästa för Cints nästa fas och anser att Grundarnas samlade erfarenhet, kompetens, nätverk, företagskulturbärande roll och fortsatta aktiva engagemang är nödvändiga komponenter för att genomföra de förändringar som krävs för att framtidssäkra verksamheten.

Bolagsstyrning samt övriga villkor som gäller för Konsortiet

Grundarna har varit drivande i förhandlingarna kring Erbjudandet. Konsortiet är enigt om att Grundarnas inflytande i Cint är, och även fortsättningsvis bör vara, asymmetriskt i förhållande till deras ägarandel (dvs. att de bör tillerkännas mer inflytande än vad deras ägarandel typiskt sett skulle innebära ur ett private equity-perspektiv) i syfte att säkerställa att de kan utforma och genomföra de nödvändiga förändringar som krävs för Cint. Konsortiet har därför utformat konsortiestrukturen helt med utgångspunkt i Grundarnas unika bidrag och deras centrala roll i styrningen av Cint. En bärande förutsättning för att fortsatt ge Grundarna detta förtroende har varit att Grundarna, genom fortsatt ägande och de ekonomiska åtaganden som närmare redogörs för nedan, bär en reell och väsentlig finansiell exponering mot Cints framtida värdeutveckling, med fullt genomslag även för nedsidan.

Grundarna har enligt konsortieavtalen följande aktie- och bolagsstyrningsrättigheter och skyldigheter:

- Rätt att utse en gemensam styrelseledamot i budgivarkoncernens styrelse. Triton kommer i egenskap av lead investor att tillsätta majoriteten av styrelsen i budgivarkoncernen.
- Kvarstå i sina operativa roller i Cint. Schnittlich kommer dock, som framgår ovan, att återgå till en tydligare definierad operativ roll.
- Ansvara för att ta fram och utveckla den nya affärsplanen och strategin.
- Rätt att medverka i utformningen av incitamentsprogrammet för anställda.

- Rätt att bli konsulterade [UTELÄMNAT] i förväg avseende hur en s.k. exit ska genomföras. [UTELÄMNAT].
- Omfattande informationsrättigheter.
- Grundarna är föremål för sedvanliga konkurrensklausuler och värvningsförbud.
- Utspädningsskydd som ger veto i frågor som innebär ändringar i budgivarkoncernens aktiekapital eller andra värdepapper, med undantag för emissioner eller utgivande av nya värdepapper med företrädesrätt.
- Grundarna har även särskilt veto i följande frågor:
 - Erbjudandets offentliggörande, budpris och eventuella budprishöjningar, budvillkor och eventuellt frånfallande av dessa samt finansiering av Erbjudandet.
 - Åtgärder eller beslut i budgivarkoncernen som oproportionerligt och negativt påverkar Grundarnas rättigheter, ekonomiska rättigheter eller skyldigheter. Detta innefattar exempelvis beslut om omklassificering, konvertering eller annan väsentlig ändring av de rättigheter eller villkor som är hänförliga till de värdepapper som Grundarna innehar, i den mån sådana åtgärder vidtas i oproportionerlig utsträckning i förhållande till övriga innehavare av värdepapper av samma slag.
 - [UTELÄMNAT].
 - Bolagsordningsändringar i budgivarkoncernen eller ändringar av aktieägaravtalet som väsentligt och negativt påverkar Grundarnas rättigheter på ett oproportionerligt sätt.
- Ingen rätt att på eget initiativ inleda en exitprocess och kan inte heller initiera eller blockera en försäljning av Cint.
- Triton har en s.k. drag-along rätt gentemot Grundarna för det fall Triton avser att inleda en exitprocess, [UTELÄMNAT].
- [UTELÄMNAT].
- Bundna av en sjuårs lock-up och får inte ens med Tritons samtycke avyttra (direkt eller indirekt) några innehav över huvud taget.

- Rätt att, om exit inte genomförts inom sju år från Erbjudandets fullföljande, under förutsättning att de inte längre är operativt aktiva inom verksamheten, efter de sju åren, initiera en försäljning av sitt ägande varvid Triton har förköpsrätt.

Grundarnas ägande, ekonomiska åtaganden och exponering

Grundarna agerar redan i dag i samförstånd i allt som rör Cint och kommer även fortsättningsvis att agera i samförstånd genom det gemensamma holdingbolaget Tenniel Capital. De kommer således fortsatt att agera som en part även ägarmässigt.

Efter transaktionen kommer Grundarnas ägande i Cint att kontrolleras och ägas genom Tenniel Capital som är part till konsortieavtalen med Triton och Bolero. [UTELÄMNAT].

Som nämnt tidigare är Grundarnas operationella bidrag, nätverk och branschkunskap avgörande för Konsortiet och deras medverkande i Konsortiet är därmed en grundförutsättning för Erbjudandet. Utöver att Grundarnas nuvarande ägande tillskjuts Budgivarbolaget genom Tenniel Capital, bidrar Grundarna (återigen genom Tenniel Capital) med ytterligare kontantfinansiering av Erbjudandet. Grundarna kommer att tillskjuta en kontantinsats om 2,5 miljoner USD vardera [UTELÄMNAT], varför Grundarnas s.k. ägarandel kommer att öka. För närvarande beräknas Grundarnas ägande genom Tenniel Capital öka till minst 5,4–6,2 procent efter Erbjudandet, från de cirka 4,4 procent Grundarna äger idag. Den exakta andelen är inte känd eftersom den slutliga kapitaliseringen av budgivarkoncernen inte har fastställts [UTELÄMNAT].

På individnivå äger Comer i dag cirka 3,5 procent av aktierna i Cint [UTELÄMNAT] och Schnittlich äger cirka 0,9 procent, motsvarande ett sammanlagt ägande om cirka 4,4 procent. [UTELÄMNAT]. Samtliga aktier hänförliga till det ovan nämnda närståendeinnehavet kommer att tillskjutas budgivarbolaget och tillgodoräknas det innehav i budgivarkoncernen som ägs av Tenniel Capital.

[UTELÄMNAT].

[UTELÄMNAT].

Den kontantinsats som Grundarna tillskjuter i samband med Erbjudandet förstärker ytterligare Grundarnas fulla exponering mot Cints framtida värdeutveckling, oavsett om denna utveckling är positiv eller negativ. Kontantinsatsen utgör ett materiellt privatekonomiskt åtagande för Grundarna och innebär ett betydande ökat ekonomiskt engagemang i Cint. Grundarna bär en reell risk för värdeminskning och kapitalförlust på såväl deras befintliga aktier i Cint som deras nya kapitalinvestering i Cint. Konsortieavtalen innehåller ingen mekanik som skyddar Grundarnas kontantinsats eller värdet på deras ägande i Cint på nedsidan.

Vad nämnden ska bedöma

Enligt framställan är och bör Grundarna, med anledning av vad som angivits ovan, betraktas som *de facto* budgivare och inte som särbehandlade aktieägare i Cint. Framställan får förstås så att nämnden ombeds uttala sig om huruvida så kan anses vara fallet.

ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier. Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbjudande lämnas endast av den som gentemot den börs som driver den reglerade marknad där målbolagets aktier är upptagna till handel har åtagit sig att bl.a. följa de regler som börsen har fastställt för sådana erbjudanden. Det innebär att den som vill lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende ett bolag med aktier noterade på Nasdaq Stockholm måste följa börsens takeover-regler. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka takeover-reglerna (punkten I.2).

Nämnden gör följande bedömning.

En grundläggande princip i takeover-reglerna är att aktieägare i målbolaget ska behandlas lika. Principen kommer bl.a. till uttryck i punkten II.10 enligt vilken alla innehavare av aktier med identiska villkor ska erbjudas ett till såväl form som värde identiskt vederlag per aktie. En budgivare är således förhindrad att inom ramen för erbjudandet erbjuda viss eller vissa, men inte alla, aktieägare att exempelvis förvärva aktier i budgivarbolaget eller i annat bolag eller att förvärva annan tillgång.

Det förekommer sedan länge uppköpserbjudanden på den svenska marknaden i vilka en eller flera aktieägare i målbolaget deltar i erbjudandet som delägare i ett budgivarbolag. Det kan handla om att en eller flera aktieägare genom ett gemensamt ägt, för ändamålet tillskapat, budgivarbolag lämnar ett erbjudande om förvärv av aktierna i målbolaget. Det kan också handla om att några större aktieägare tillsammans med exempelvis ett riskkapitalbolag lämnar ett sådant erbjudande.

Huruvida ett förfarande av sistnämnda slag är förenligt med likabehandlingsprincipen får enligt kommentaren till punkten II.10 avgöras från fall till fall genom en helhetsbedömning av huruvida parterna i budgivarbolaget *de facto* är budgivare eller särbehandlade aktieägare i målbolaget. Några bestämda kriterier för hur den prövningen ska göras finns inte och låter sig inte heller uppställas. I kommentaren till punkten II.10 nämns ett antal omständigheter som kan beaktas i sammanhanget. Sådana omständigheter är enligt kommentaren hur många aktieägare som kontaktats rörande delägarskap i budgivarbolaget, vilken typ av aktieägare det handlar om, på vems initiativ och när diskussionerna om samverkan startade, på vilket sätt aktieägaren i fråga bidragit till finansiering av budgivarbolaget samt vilka villkor som gäller för deläggande i och utträde ur budgivarbolaget. Uppräkningen är emellertid inte uttömmande utan nämnden kan i det enskilda fallet beakta även andra omständigheter och lägga olika vikt vid de olika omständigheterna.

I det nu aktuella fallet har Cints största aktieägare Bolero, de två befattningshavarna och tillika aktieägarna Patrick Comer och Brett Schnittlich, tillsammans med private equity-fonden Triton, bildat ett konsortium som genom ett för ändamålet etablerat budgivarbolag har lämnat ett erbjudande om att kontant förvärva samtliga aktier i Cint.

Enligt budpressmeddelandet den 27 april 2026 innehar Bolero aktier som representerar 29,6 procent av samtliga aktier och röster i Cint, medan Patrick Comer äger eller kontrollerar, direkt eller genom närstående, aktier motsvarande cirka 3,5 procent av samtliga aktier och röster och Brett Schnittlich aktier motsvarande cirka 0,9 procent av samtliga aktier och röster. Triton äger inte några aktier i Cint.

Vid ett fullföljande av budet kommer Bolero, Patrick Comer och Brett Schnittlich att tillskjuta samtliga sina aktier i Cint till budgivarbolaget genom en apportemission, medan Triton kommer

att tillskjuta kontanta medel för att genomföra erbjudandet.

Patrick Comer och Brett Schnittlich ska också mot kontant betalning om 2,5 miljoner USD vardera förvärva ytterligare aktier i budgivarbolaget.

Enligt nämndens mening måste bidrag av den storlek som Patrick Comer och Brett Schnittlich lämnar till budkonsortiet genom deltagande i apportemissionen och de kontanta aktieförvärven normalt anses vara så begränsade att aktieägare som lämnar sådana bidrag inte kan anses som *de facto* budgivare utan är att betrakta som särbehandlade aktieägare (jfr bl.a. uttalanden som refereras i nämndens verksamhetsberättelse för år 2025). Att Comer och Schnittlich avser att kanalisera sitt framtida ägande i budgivarbolaget genom ett nyligen etablerat, gemensamt ägt holdingbolag saknar betydelse i sammanhanget.

I framställningen framhålls att Patrick Comer och Brett Schnittlich bidrag och kompetens är en förutsättning för att "Konsortiets vision för Cint ska kunna genomföras". Enligt nämndens mening kan emellertid vad som anförs i det sammanhanget och det inflytande som Comer och Schnittlich enligt framställningen tillförsäkrats i budgivarkoncernen genom konsortialavtalet, inte anses vara av sådan betydelse att det ger anledning att i detta fall, trots den begränsade ägarandelen, anse Comer och Schnittlich vara *de facto* budgivare. Nämnden noterar därvid bl.a. att Triton enligt konsortialavtalet ska ha rätt att besluta om styrelsens storlek och att utse samtliga styrelseledamöter utom en ledamot, som ska utses av Comer och Schnittlich.

Vid en helhetsbedömning är sammansättningen av budkonsortiet oförenlig med likabehandlingsprincipen i punkten II.10 i takeover-reglerna.

Nämnden noterar att det förekommer att befattningshavare i målbolag, vars fortsatta engagemang i bolaget en budgivare anser angeläget, erbjuds att delta i ett aktierelaterat incitamentsprogram för tiden efter fullföljandet av uppköpserbjudandet. Sådana incitamentsarrangemang har under vissa förutsättningar godtagits av nämnden (se t.ex. AMN 2024:29).

Nämnden har i detta ärende varit i kontakt med den brittiska takeover-panelen.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Sten Andersson (ordförande), Peter Bäärnhjelm, Johan Danelius, Pontus Enquist, Patrik Marcelius, Robert Ohlsson, Anders Oscarsson och Ola Åhman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Sten Andersson

/Rolf Skog