Aktiemarknadsnämndens uttalande 2026:55

2026-10-22

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

Delar av detta uttalande rör affärshemligheter och har utelämnats i den offentliggjorda versionen, markerat med "[UTELÄMNAT]"

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 18 oktober 2026 en framställan från Kanter Advokatbyrå som ombud för TriCarbs BidCo AB, org. nr 559581-3097 (”Budgivaren” eller ”Konsortiet”). Framställan rör tolkning av Nasdaq Stockholms takeover-regler.

FRAMSTÄLLAN

I framställan anförs i huvudsak följande.

Bakgrund

Den 27 april 2026 offentliggjorde Budgivaren ett rekommenderat kontanterbjudande att förvärva samtliga aktier i Cint Group AB, org. nr 559040-3217, (”Cint” respektive ”Erbjudandet”). Konsortiets medlemmar bestod vid tidpunkten för Erbjudandets lämnande av Triton Fund 6 (”Triton”), Bolero Holdings SARL (”Bolero”) samt Patrick Comer, VD för Cint, och Brett Schnittlich, operativ chef och senare operativt aktiv styrelseledamot i Cint. Hädanefter benämns Patrick Comer och Brett Schnittlich gemensamt ”Grundarna”. Såväl Bolero som Grundarna ägde aktier i Cint före Erbjudandet medan Triton inte hade något aktieinnehav i Cint.

Den 27 maj 2026 offentliggjorde Aktiemarknadsnämnden uttalandet AMN 2026:18, i vilket Aktiemarknadsnämnden uttalade att den planerade sammansättningen av Konsortiet, med hänvisning till Grundarnas deltagande däri, var oförenlig med likabehandlingsprincipen i punkten II.10 i takeover-reglerna.

Den 2 juni 2026 offentliggjorde Aktiemarknadsnämnden, efter framställan från Budgivaren, uttalandet AMN 2026:20, i vilket nämnden bekräftade att en justering av konsortiesammansättningen så att endast Triton och Bolero framöver skulle vara en del av Konsortiet som genomför Erbjudandet, skulle medföra att Konsortiet blev förenligt med takeover-reglerna. Samma dag offentliggjorde Budgivaren att konsortiesammansättningen justerats i enlighet därmed och att Grundarna lämnat ovillkorliga åtaganden att lämna in sina aktier i Erbjudandet.

Den 16 juli 2026 offentliggjorde Budgivaren att Erbjudandet accepterats i sådan utsträckning att Budgivaren blir ägare till ca 93 procent av aktierna i Cint och att Budgivaren beslutat att fullfölja Erbjudandet.

I AMN 2026:20 uttalade nämnden att om en överenskommelse skulle träffas om att, genom ett incitamentsprogram eller på annat sätt, göra Grundarna till aktieägare i budgivarbolaget, åligger det Budgivaren att underrätta nämnden och visa att överenskommelsen är förenlig med likabehandlingsprincipen i punkten II.10 i takeover-reglerna.

Incitamentsprogrammet

Vid private equity-investeringar, såsom Budgivarens, är det en grundläggande kommersiell förutsättning att så tidigt som möjligt säkra långsiktigt engagemang från nyckelpersoner i målbolaget. Budgivaren har därför för avsikt att erbjuda nyckelmedarbetare i Cint möjlighet att delta i ett incitamentsprogram.

Budgivaren avser att utforma incitamentsprogrammet som ett i private equity-branschen sedvanligt s.k. sweet equity-arrangemang, där deltagarna kommer att erbjudas att förvärva aktier eller aktieliknande instrument i Budgivaren eller någon annan enhet i budgivarkoncernen med en exponentiell ekonomisk uppsida vid en positiv värdeutveckling i målbolaget.

För särskilt viktiga nyckelpersoner är det i private equity-branschen brukligt att sweet equity-tranchen kompletteras med en större investering i en s.k. institutional strip, där investeringen görs på institutionella villkor utan den exponentiella ekonomiska uppsida som följer med den första tranchen. En betydande investering i institutional strip säkerställer intressegemenskap mellan den finansiella sponsorn och nyckelpersonerna genom exponering mot både nedsida och uppsida, inte enbart uppsida. Det möjliggör även större investeringsbelopp under förutsättningar som medför en mer kontrollerbar utspädning för private equity-investeraren än vad den första tranchen möjliggör.

Budgivaren avser att erbjuda vissa särskilt viktiga nyckelpersoner i Cint att investera i institutional strip. Som utvecklas nedan kommer Grundarna emellertid endast att erbjudas att delta i sweet equity-tranchen.

Instrumenten i sweet equity-tranchen kommer att vara föremål för sedvanliga villkor för incitamentsarrangemang av detta slag, däribland överlåtelsebegränsningar, s.k. drag along- och tag along-bestämmelser, leaver- och vestingbestämmelser samt utspädningsskydd.

Incitamentsprogrammet kommer att erbjudas en bred krets av nyckelmedarbetare i Cint – *[UTELÄMNAT]* – oberoende av om de ägde aktier i Cint före Erbjudandets fullföljande eller inte. Några nyckelmedarbetare, däribland Grundarna, var också aktieägare i Cint före Erbjudandets fullföljande. Patrick Comers och Brett Schnittlichs aktieägande i Cint före Erbjudandets fullföljande motsvarade cirka 3,5 procent respektive cirka 0,9 procent av aktierna.

Budgivaren avser att erbjuda Grundarna att, tillsammans med övriga nyckelmedarbetare i Cint, delta i incitamentsprogrammet på de villkor som anges i denna framställning. Storleken på den tilldelning som respektive deltagare, inklusive Grundarna, kommer att erbjudas inom ramen för programmet avses bland annat bestämmas med utgångspunkt i deltagarnas befattningar, deras bedömda operationella bidrag och deras lönevillkor. Erbjudandet att delta i incitamentsarrangemanget riktas till medarbetarna inte (i förekommande fall) i deras egenskap av tidigare aktie-ägare i Cint utan just i egenskap av medarbetare och syftar till att fungera som ett verktyg för att bibehålla och motivera sådana personer att kvarstanna i verksamheten under Budgivarens ägande. Den föreslagna tilldelningen kommer inte storleksmässigt att vara

relaterad till storleken på deras eventuella tidigare aktieinnehav eller den nettolikvid de eventuellt erhållit i Erbjudandet.

Särskilt om Grundarnas deltagande i incitamentsprogrammet

Grundarna kommer att erbjudas deltagande i sweet equity-tranchen på samma villkor som övriga medarbetare i Cint. De kommer att erhålla samma slags instrument som övriga deltagare, med samma ekonomiska villkor och utväxling, och omfattas av samma villkor med avseende på bl.a. överlåtelsebegränsningar och vesting. Grundarna får inga särskilda preferensinstrument. Det är således endast tilldelningen av antal instrument som kommer att skilja sig åt mellan deltagarna i programmet, där antal innehavda instrument är bestämmande för det belopp som ska investeras och det ekonomiska utfallet.

Grundarna kommer endast att erbjudas att investera i sweet equity-tranchen och inte i institutional strip. Det finns i dag inte något erbjudande till Grundarna om att i framtiden investera i institutional strip eller någon uttrycklig eller underförstådd överenskommelse med Grundarna om att de i framtiden ska erbjudas en sådan investering. Att Grundarna inte investerar i en institutional strip innebär en väsentlig förändring av de ekonomiska förutsättningarna för deras investering som deltagare i incitamentsprogrammet jämfört med vad som hade gällt för dem som medlemmar i Konsortiet.

Patrick Comers och Brett Schnittlichs andelar av sweet equity-tranchen i incitamentsprogrammet beräknas uppgå till *[UTELÄMNAT]*. En tilldelning i den storleksordning som Patrick Comer och Brett Schnittlich avses erhålla ligger i linje med såväl praxis inom private equity-branschen som Tritons interna praxis för tilldelning till särskilt viktiga individer. I en amerikansk private equity-kontext motsvarar VD:s tilldelning typiskt sett cirka 20–40 procent av sweet equity-tranchen i incitamentsprogrammet, där en tilldelning om cirka 25–30 procent för en VD kan betraktas som en förhållandevis normal nivå medan en tilldelning om cirka 40–50 procent kan vara motiverad för en VD eller grundare med central betydelse för investeringscaset.[1] Att Patrick Comer och Brett Schnittlich avses erbjudas *[UTELÄMNAT]* illustrerar vidare att tilldelningen bestäms med utgångspunkt i deltagarnas bedömda operationella bidrag

[1] Se bl.a. Michael Sirkin, *Fundamentals of Management Equity Grants in US Private Equity Transactions* (länk), Matthew Friestedt & Henrik Patel, *Revisiting Management Compensation in LBOs* (länk), och Tamara Sakovska, *The Private Equity Toolkit,* 9 kap. (länk).

och betydelse – där Budgivaren på de skäl som utvecklats i Budgivarens framställan i AMN 2026:18 i allt väsentligt betraktar Grundarna som ”co-CEOs” – och är frånkopplad deras eventuella tidigare ägande i Cint.

På sedvanligt vis vid private equity-investeringar kommer det ekonomiska utfallet av Grundarnas och övriga deltagares investering i incitamentsprogrammet att bestämmas med utgångspunkt i värdeökningen på Budgivarens investerade kapital vid en exit, där en högre s.k. MOIC (multipel på investerat kapital) ger deltagarna rätt till en större andel av sådan värdeökning (”exit proceeds”). Ett normalt till bra utfall i en private equity-investering är en MOIC mellan 2,0x och 2,5x och en MOIC på 3.0x är ett starkt utfall.[2]

Av tabellen nedan framgår (i) nominellt belopp för Grundarnas tilltänkta investering, såsom ursprungligen förutsågs som medlemmar i Konsortiet respektive nu i stället som deltagare i incitamentsprogrammet, och (ii) det ekonomiska utfallet (nominellt och procentuellt som andel av exit proceeds) av Grundarnas investering i olika exit-scenarier (vid MOIC mellan *[UTELÄMNAT]*), såsom ursprungligen förutsågs som medlemmar i Konsortiet respektive nu i stället som deltagare i incitamentsprogrammet. Syftet är att illustrera de grundläggande skillnader som gäller med avseende på Grundarnas investeringsbelopp och ekonomiska utfall som deltagare i incitamentsprogrammet, jämfört med den ursprungligen tilltänkta investeringen som medlemmar i Konsortiet. Enligt Budgivarens uppfattning visar sammanställningen att incitamentsprogrammet med avseende på dessa parametrar inte kan jämställas med eller ses som ett substitut för konsortiedeltagande, och att programmet ligger i linje med sedvanliga ekonomiska parametrar som kan förväntas i ett incitamentsprogram i private equity-miljö.

Tabell utesluten här.

Budgivaren vill särskilt framhålla följande:

- *[UTELÄMNAT]*.[3]
- *[UTELÄMNAT]*
- För Grundarna innebär incitamentsprogrammet en annan ekonomisk risk- och avkastningsprofil än vad som ursprungligen förutsågs som medlemmar i Konsortiet. Som ett sedvanligt sweet equity-program kommer avkastningen på Grundarnas

[2] Jfr Bain & Company, *Global Private Equity Report 2026*, s. 31 f (länk).
[3] *[UTELÄMNAT]*

> investerade kapital att öka oproportionerligt vid högre MOIC-nivåer i förhållande till vad som hade gällt för deras investeringar som konsortiemedlemmar. Vid lägre MOIC-nivåer kommer Grundarna i stället att erhålla en försumbar eller låg ersättning ur incitamentsprogrammet. *[UTELÄMNAT]*. Den oproportionerliga avkastningsprofilen illustrerar en central skillnad mellan strukturerna, där Grundarna nu deltar på sedvanliga villkor i ett incitamentsprogram med exponentiell utväxling vid höga avkastningsnivåer i stället för att medinvestera i Konsortiet på institutionella villkor med betydande belopp.

Grundarna har inte haft något inflytande över storleken på sin egen tilldelning i incitamentsprogrammet, utan den har fastställts av Budgivaren med utgångspunkt i ovan angivna faktorer på samma sätt som för övriga medarbetare. Budgivaren vill även framhålla att ett incitamentsprogram av nu beskriven storlek och typ, riktat till en bred krets av nyckelmedarbetare (inklusive Grundarna), var tilltänkt från början och är inte något som har tillskapats med anledning av Grundarnas utträde ur Konsortiet.

Hemställan

Budgivaren önskar en bekräftelse från Aktiemarknadsnämnden att ett incitamentsarrangemang i allt väsentligt i enlighet med den beskrivna utformningen är förenligt med takeover-reglerna och hemställer om att Aktiemarknadsnämnden lämnar besked om huruvida så är 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).

En grundläggande princip i takeover-reglerna är att aktieägare i målbolaget ska behandlas lika.

Principen kommer till uttryck bland annat 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.

Med anledning av Budgivarens erbjudande den 27 april 2026 att förvärva samtliga aktier i Cint konstaterade nämnden i uttalandet AMN 2026:18 att sammansättningen av Konsortiet, med hänvisning till Grundarnas deltagande däri, inte var förenlig med punkten II.10 i takeover-reglerna.

Efter framställan från Budgivaren bekräftade nämnden sedermera i uttalandet AMN 2026:20 att en justering av konsortiesammansättningen så att Grundarna inte deltog däri skulle medföra att Konsortiet blev förenligt med takeover-reglerna. Detta gällde dock, konstaterade nämnden, endast under den i framställan angivna förutsättningen att det i övrigt inte fanns några överenskommelser mellan Grundarna, Triton Fund 6 och Bolero. Nämnden tolkade denna förutsättning så att det inte fanns någon överenskommelse, uttrycklig eller underförstådd, att i framtiden, genom ett incitamentsprogram eller på annat sätt, göra Patrick Comer och Brett Schnittlich till aktieägare i bolaget, oavsett om ett sådant ägande skulle vara direkt eller indirekt. Om en sådan överenskommelse ändå skulle träffas, ålåg det – med hänsyn till de särskilda omständigheter som föregått ansökan samt nämndens bedömning i AMN 2026:18 – budgivarbolaget att underrätta nämnden om överenskommelsen och att visa att denna är förenlig med likabehandlingsprincipen i punkten II.10 i takeover-reglerna.

Det nu aktuella incitamentsprogrammet strider enligt nämndens uppfattning inte mot likabehandlingsprincipen i punkten II.10 i takeover-reglerna.

Om Patrick Comer eller Brett Schnittlich, genom ytterligare ett incitamentsprogram eller på annat sätt, i framtiden ska ges möjlighet att förvärva fler aktier i Cint, direkt eller indirekt, gäller alltjämt vad nämnden uttalat i AMN 2026:20.

- - - - - - - - - - - - - - - - - -

I behandlingen av detta ärende har deltagit Sten Andersson (ordförande), Peter Bäärnhielm,

Pontus Enquist, Patrik Marcelius, Robert Ohlsson, Anders Oscarsson och Ola Åhman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Sten Andersson

/Rolf Skog