

## Aktiemarknadsnämndens uttalande 2017:29

2017-09-19

*I förevarande, offentliggjorda version har på bolagets begäran vissa, kortare, textpartier i framställningen utelämnats.*

### ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 15 september 2017 en framställning från Roschier Advokatbyrå som ombud för Magnolia Bostad AB. Framställningen rör frågan om god sed vid etablering av arrangemang för delägarskap.

### FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförs i huvudsak följande.

#### *Bakgrund*

Magnolia Bostad AB, org.nr 556797-7078 ("Magnolia Bostad" eller "Bolaget"), är ett svenskt publikt aktiebolag som är majoritetsägt av F. Holmström Fastigheter AB ("Majoritetsägaren"). Bolagets aktier är upptagna till handel på Nasdaq First North sedan den 9 juni 2015<sup>1</sup> och per den 30 juni 2017 hade Magnolia Bostad 5 120 aktieägare. Bolaget förbereder nu en notering på Nasdaq Stockholm ("Noteringen"). [...] I samband med Noteringen har Roschier Advokatbyrå utsetts till Bolagets legala rådgivare [...].

---

<sup>1</sup> Magnolia Bostad bytte segment till Nasdaq First North Premier den 31 mars 2017.

Magnolia Bostad utvecklar effektiva, attraktiva och funktionella nya boenden, främst hyresrätter, men även bostadsrätter, studentboenden, vårdboenden och hotell, i attraktiva lägen i Sveriges tillväxtorter och regionstäder. Bolaget grundades av Fredrik Holmström och Andreas Rutili 2009, i samband med Magnolia Bostads första förvärv av en projektfastighet på Lidingö, med visionen att bli en av de ledande fastighetsutvecklarna i Sverige. Den initiala verksamheten fokuserade på bostadsrätter. På initiativ av och tillsammans med Fredrik Lidjan etablerade Magnolia Bostad 2013 en affärsmodell för att utveckla hyresrätter. Fredrik Lidjan, genom det helägda bolaget Fredrik Lidjan AB ("FLAB"), fick uppdraget att starta upp verksamheten med att utveckla hyresrätter. Enligt överenskommelsen erhöll inte FLAB någon fast ersättning, utan skulle istället erhålla 10-12 procent av vinsten i hyresrättsprojekten. Sedan dess har utveckling av hyresrätter utvecklats från 0 till cirka 85 procent av Bolagets verksamhet och värdet på Magnolia Bostad har gått från cirka 125 MSEK 2012 till cirka 2 800 MSEK idag. Bolaget är idag en av landets största utvecklare av hyresrätter.

Med anledning av noteringen av Magnolia Bostad på Nasdaq First North före sommaren 2015, tog Bolaget initiativ till att ändra uppbyggnaden med FLAB till en tydligare struktur. Parterna kom överens och förvärvade gemensamt aktierna i det nystartade bolaget Magnolia Holding 3 AB ("H3AB"), som under en period ska svara för all utveckling av hyresrätter inom Magnolia Bostad. FLAB förvärvade 10 procent av aktierna och koncernbolaget Magnolia Utveckling AB resterande 90 procent av aktierna. På detta sätt "bolagiserades" överenskommelsen istället för fortsatt vinstdelning enligt den tidigare modellen. Under inledningen av 2015 avgick hastigt grundaren Andreas Rutili som Magnolia Bostads verkställande direktör. Styrelsen för Bolaget ("Styrelsen") utsåg Fredrik Lidjan till att tillfälligt efterträda Andreas Rutili. Fredrik Lidjan fick marknadsmässig ersättning för sin roll som verkställande direktör.

I samband med pågående arbete med att genomföra Noteringen har Styrelsen utvärderat samarbetet med FLAB närmare. Med anledning av att Fredrik Lidjan är kvar som verkställande direktör har det ansetts lämpligt att ytterligare säkerställa att det inte finns någon risk för att den verkställande direktören har intressen som står i strid med aktieägarnas i Bolaget genom minoritetsägandet i koncernbolag. Även om Magnolia Bostad, bland annat genom sin investeringskommitté, anser sig ha etablerat effektiva processer för att fastställa att intressekonflikter

inte uppkommer, och heller inte har sett några intressekonflikter i praktiken, finns det skäl att tydligt säkerställa att verkställande direktören alltid har samma intressen som aktieägarna i Bolaget. Styrelsen tog därför före sommaren 2017 fram ett förslag till en ny överenskommelse som accepterades av FLAB. Överenskommelsen innebär att parterna förvärvar aktierna i det nystartade bolaget Magnolia Holding 4 ("H4AB"), som till skillnad från H3AB ska göra alla typer av framtida investeringar i Magnolia Bostad, således inte bara hyresrätter. Överenskommelsen innebär att FLAB äger 8 procent av aktierna i H4AB, vilket är en lägre ägarandel än i H3AB men arrangemanget omfattar å andra sidan all verksamhet. Att överenskommelsen mellan Bolaget och FLAB i övergången till strukturen med H4AB är marknadsmässig har säkerställts genom att Styrelsen inhämtat en extern marknadsvärdering. Styrelsen har även rådgjort med skatterådgivare för att säkerställa att den nya strukturen inte bedöms få några negativa skattemässiga effekter.

Det ska noteras att utveckling av hotell är undantaget från både H3AB- och H4AB-strukturen, som regleras särskilt enligt vad som närmare beskrivs nedan.

[...]

#### *Beskrivning av strukturen*

FLAB ingick 2013 avtal med vissa koncernbolag i Magnolia Bostad. Enligt dessa avtal är FLAB berättigad till 10-12 procent av vinsten i ett antal fastighetsutvecklingsprojekt ("Vinstdelningsavtalen"). Sedan 2015 har FLAB ett minoritetsägarande i två av Bolagets fastighetsutvecklingsdotterbolag. Detta minoritetsägarande benämns hädanefter "Ursprungliga Minoritetsägarandestrukturen", och är liksom Vinstdelningsavtalen något Bolaget etablerade innan noteringen på Nasdaq First North. Den tilltänka förenklade nya strukturen som framöver ska tillämpas på nya projekt efter Noteringen och ersätta tidigare struktur benämns den "Nya Minoritetsägarandestrukturen".

Koncernens struktur framgår av [Bilaga 1 \(utesluten här\)](#).

#### *Närmare om Vinstdelningsavtalen*

Vinstdelningsavtal avseende sex fastighetsutvecklingsprojekt ingicks av Bolaget under 2013. Enligt Vinstdelningsavtalen erhåller FLAB kommission uppgående till 10-12 procent av vinsten i de hyresrättsprojekt som utvecklades med hjälp av FLAB enligt vad som närmare framgår av respektive avtal.

Under perioden 2013-2015 byggdes en framgångsrik verksamhet upp med utveckling av hyresrätter inom Magnolia Bostad. Innan denna period ansågs hyresrättsutveckling generellt sett vara en relativt olönsam verksamhet. Idag anser Magnolia Bostad att affärsområdet för hyresrätter, med dess starka tillväxt, låga risk och låga kapitalbehov, vara Bolagets främsta konkurrensmässiga fördel. Grundarna, Magnolia Bostad och FLAB, har med sin innovativa affärsutveckling väsentligt bidragit till Magnolia Bostads starka värdeutveckling och Bolaget har nu etablerat en stark position på marknaden för hyresrättsutveckling.

[...]Inga nya projekt kommer att omfattas av vinstdelningsavtal. Vinstdelningsavtalen upphör att gälla så snart de projekt som omfattas av avtalen har slutförts. Återstående Vinstdelningsavtal är föremål för slutlig reglering. [...]

Beslut rörande Vinstdelningsavtalen har fattats av Bolagets styrelse och Vinstdelningsavtalen beskrevs i prospektet som upprättades i samband med noteringen på Nasdaq First North.

#### *Närmare om den Ursprungliga Minoritetsägandestrukturen*

Inför Magnolia Bostads notering på First North bolagiserade grundarna samarbetet och övergick från strukturen med Vinstdelningsavtal till deläggande i gemensamt bolag. FLAB och koncernbolaget Magnolia Utveckling AB etablerade ett nytt bolag, H3AB. 10 procent av aktierna i H3AB förvärvades av FLAB och de återstående aktierna förvärvades av Magnolia Utveckling AB. Ägandet i H3AB regleras av ett aktieägaravtal enligt vilket samtliga fastighetsutvecklingsprojekt som huvudsakligen utgörs av hyresrätter (dock förenat med vissa övriga kriterier) fram till och med februari 2019 ska allokeras till H3AB. Av Magnolia Bostads årsredovisning för 2016 framgår att FLAB, med anledning av minoritetsägandet och hyresrättsutvecklingsverksamhetens framgång, är berättigad till 28 MSEK av resultatet i H3AB, vilket motsvarar 10 procent av detta bolags resultat för 2016. [...]

Under 2015 tog Bolaget beslutet att även börja utveckla hotell i samarbete med initiativtagarna Fredrik Lidjan och Clas Hjort. Parterna etablerade Magnolia Hotellutveckling AB ("Hotell 1") genom att Magnolia Bostad förvärvade 60 procent, FLAB 24 procent och Clas Hjort AB

16 procent av aktierna i det nystartade bolaget. Ägandet av Hotell 1 regleras av ett aktieägaravtal enligt vilket Hotell 1 ska bedriva Bolagets hotellutvecklingsprojekt till och med 31 december 2020. Clas Hjort anställdes som ansvarig för verksamheten. Då inga hotellutvecklingsprojekt har genomförts är varken FLAB eller Clas Hjort AB berättigad till någon vinst från Hotell 1 för 2016. [...]

Båda ovannämnda aktieägaravtal innehåller bestämmelser om bland annat finansiering, val av styrelse, värdering av aktier och avtalsbrott. Sammanfattningsvis är båda bolag kontrollerade av Magnolia Bostad, med beaktande av aktiebolagslagens minoritetsskyddsregler. Aktieägaravtalet för respektive bolagen hänvisar till de ömsesidiga hembudsförbehåll som återfinns i respektive bolags bolagsordning. Överlåtelsebegränsningar ger Bolaget möjlighet att förhindra att FLAB och Clas Hjort AB säljer sina aktier till tredje part. Finansiering av H3AB och Hotell 1 sker på marknadsmässiga villkor av externa långgivare eller av parterna pro rata och på samma villkor (motsvarande gäller ställande av säkerhet). Om FLAB eller Clas Hjort AB inte önskar delta i finansieringen är Magnolia Bostad berättigad, men inte skyldig, att tillhandahålla finansieringen på marknadsmässiga villkor. Finansieringsupplägget innebär alltså att ingen värdeöverföring görs till FLAB eller Clas Hjort AB för det fall att de inte önskar delta i finansieringen. Utdelning ska ske årligen med beaktande av begränsningarna i aktiebolagslagen. Till skillnad mot Vinstdelningsavtalen medför den Ursprungliga Minoritetsägandestrukturen att FLAB är exponerad mot eventuell förlust.

Beslut rörande den Ursprungliga Minoritetsägandestrukturen har fattats av Bolagets styrelse efter diskussioner med oberoende extern legala rådgivare och skatterådgivare. Den Ursprungliga Minoritetsägandestrukturen beskrevs i prospektet som upprättades i samband med noteringen på Nasdaq First North.

#### *Närmare om den Nya Minoritetsägandestrukturen*

I augusti 2017, etablerade FLAB och Magnolia Utveckling AB ett nybildat bolag, H4AB. 8 procent av aktierna i det nystartade bolaget H4AB förvärvades av FLAB och de återstående aktierna förvärvades av Magnolia Utveckling AB. FLAB, Clas Hjort AB och Magnolia Utveckling AB har därtill etablerat Magnolia Hotellutveckling 2 AB ("Hotell 2"). 8 procent av aktierna i Hotell 2 ägs av FLAB, 16 procent av Clas Hjort AB och återstående del av aktierna

av Magnolia Utveckling AB. Ägandet av de båda bolagen regleras av aktieägaravtal. Enligt dessa aktieägaravtal ska samtliga fastighetsutvecklingsprojekt som avser boenden (inte bara projekt som huvudsakligen utgörs av hyresrätter) allokeras till H4AB t.o.m. den 31 december 2022 och samtliga hotellutvecklingsprojekt allokeras till Hotell 2 t.o.m. den 31 december 2020. Samtliga nya projekt i koncernen kommer därmed att allokeras till antingen H4AB eller Hotell 2, innebärande att inga nya projekt kommer att allokeras till H3AB eller Hotell 1.

När de projekt som innehas av H3AB och Hotell 1 har avslutats, sålts och vinstavräknats, kommer både H3AB och Hotell 1 att likvideras. När exklusivitetsperioden för H4AB respektive Hotell 2 har löpt ut kommer inte några nya projekt allokeras till H4AB eller Hotell 2, och de pågående projekten som innehas av respektive bolag färdigställas och säljas och resultatet löpande delas ut till ägarna. [...]

[...]

Båda ovannämnda aktieägaravtal innehåller bestämmelser om bland annat finansiering, val av styrelse, värdering av aktier och avtalsbrott. Sammanfattningsvis är båda bolagen starkt kontrollerade av Bolaget, med beaktande av aktiebolagslagens minoritetsskyddsregler. Aktieägaravtalet för respektive bolag hänvisar till de ömsesidiga hembudsförbehåll som finns i respektive bolags bolagsordning. Sådana aktieöverlåtelsebegränsningar ger Bolaget möjlighet att förhindra part från att sälja sina aktier till tredje part. Finansieringen av H4AB och Hotell 2 görs på marknadsmässiga villkor av externa långgivare eller av parterna pro rata och på lika villkor (motsvarande gäller om säkerhet ska ställas). Om FLAB eller Clas Hjort AB inte önskar delta i finansieringen är Magnolia Utveckling AB berättigat, men inte skyldigt, att tillhandahålla finansieringen på marknadsmässiga villkor. Finansieringsupplägget innebär alltså att ingen värdeöverföring görs till FLAB eller Clas Hjort AB för det fall de inte önskar delta i finansieringen. Utdelning ska ske årligen med beaktande av begränsningarna i aktiebolagslagen. [...]

Styrelsen och Majoritetsägarens bestämda uppfattning är att saminvesteringen med FLAB utgör en central bidragande faktor till koncernens tillväxt och verksamhetens framgång. Styrelsen är dock medveten om att det föreligger speciella omständigheter sedan Fredrik Lidjan tillträtt som verkställande direktör i Magnolia Bostad och sedan Clas Hjort anställdes. Det är inte ovanligt att en grundare även är anställd i det relevanta företaget. I Fredrik Lidjans fall är

han anställd i koncernens moderbolag och har som investerare incitament i koncernbolag. Det är därför av vikt att säkerställa att det inte finns en risk för att verkställande direktören inte tillvaratar alla aktieägares intressen, samt att verkställande direktören erhåller marknadsmässig ersättning för sin anställning.

[...]

Beslut rörande den Nya Minoritetsägandestrukturen har fattats av Bolagets styrelse och verkställande av beslutet förutsätter att strukturen kan införas och genomföras på sådant sätt att det inte hindrar en Notering.

### *Motiv*

Avsikten med den Nya Minoritetsägarstrukturen, och ersättandet av den Ursprungliga Minoritetsägarstrukturen, är att FLAB, genom minskning av sin ägarandel från 10 respektive 24 procent till 8 procent, får samma ägarandel i samtliga nya projekt, oavsett typ, vilket innebär att den tidigare potentiella risken för intressekonflikter helt eliminerats. Den Nya Minoritetsägarstrukturen har granskats av en oberoende extern rådgivare som har bedömt att villkoren i avtalen för finansiering av den Nya Minoritetsägarstrukturen i sig är marknadsmässiga samt att inga värdeöverföringar gjorts till FLAB eller Clas Hjort AB, och att risken är låg för skattekonsekvenser för Bolaget, som en konsekvens av avslutandet av den Ursprungliga Minoritetsägarstrukturen och etableringen av den Nya Minoritetsägarstrukturen.

Majoritetsägaren och Styrelsen anser sammanfattningsvis att den Nya Minoritetsägarstrukturen kommer att vara effektiv, välfungerande och fördelaktig för Bolaget och dess aktieägare. Vinstdelningsavtalen, den Ursprungliga Minoritetsägandestrukturen och den Nya Minoritetsägarstrukturen kommer att beskrivas på ett enkelt, pedagogiskt och utförligt sätt i noteringsprospektet. De finansiella effekterna av Vinstdelningsavtalen och den Ursprungliga Minoritetsägarstrukturen presenteras även i Bolagets årsredovisning för 2016.

### *Hemställan*

Styrelsen hemställer att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om huruvida (i) etablering av den Nya Minoritetsägarstrukturen genom styrelsebeslut är förenlig med god sed på aktiemark-

naden eller om Aktiemarknadsnämnden anser att beslutet bör hänföras till bolagsstämma samt (ii) huruvida ytterligare åtgärder erfordras från ett god sed-perspektiv med anledning av att Vinstdelningsavtalen och den Ursprungliga Minoritetsägarstrukturen fortlever vad avser befintliga projekt.

## ÖVERVÄGANDEN

I 16 kap. aktiebolagslagen (2005:551) finns särskilda bestämmelser om bl.a. nyemissioner av aktier i publika aktiebolag och dotterbolag till sådana bolag, som sker med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt och där rätt att teckna i stället tillkommer styrelseledamot, verkställande direktör eller annan anställd, i det emitterande bolaget eller annat företag inom samma koncern. Bestämmelserna gäller också emissioner till vissa dessa närstående personkategorier. För att hindra kringgåenden gäller bestämmelserna också överlåtelser från ett publikt aktiebolag och dotterbolag till sådana bolag, om överlåtelser avser aktier som har getts ut av ett bolag inom samma koncern.

Regleringen i 16 kap., som bl.a. innehåller strängare beslutsregler än för emissioner i allmänhet, går tillbaka på den tidigare gällande lagen om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m., som infördes år 1987. Lagen, som kom att kallas Leo-lagen, syftade till att komma till rätta med visst missbruk av riktade emissioner. Vid tillkomsten av den nya aktiebolagslagen togs reglerna i huvudsak oförändrade in i den nya lagen medan tillämpningsområdet för Leo-lagen begränsades till vissa försäkringsaktiebolag.

I förarbetena till Leo-lagen uppmärksammade föredragande statsrådet särskilt risken för kringgåendetransaktioner. I detta avseende anfördes bl.a. (prop. 1986/87:76 s. 26):

”Det torde inte vara möjligt att utforma de nya lagreglerna på ett sådant sätt att de på en gång utesluter varje möjlighet till kringgående och lämnar erforderligt utrymme för affärsmässigt motiverade transaktioner. Antas en lagstiftning efter de linjer som jag här kommer att föreslå torde dock uppenbara fall av kringgående få betraktas som etiskt oförsvarliga och därmed kunna angripas i annan ordning.”

I praktiken har det sedan dess ankommit på Aktiemarknadsnämnden att pröva frågor om kringgåenden av Leo-bestämmelserna. I initiativuttalandet AMN 2002:01 (plenum) slås fast



att uppenbara kringgåenden av Leo-bestämmelsernas beslutsregler generellt sett innebär ett åsidosättande av god sed på aktiemarknaden.

Inom ramen för uppdraget att verka för god sed på aktiemarknaden har Aktiemarknadsnämnden också i en rad fall av emissioner och överlåtelser i vilka Leo-bestämmelserna inte är direkt tillämpliga funnit att förfarandena legat så nära de av lagen omfattade förfarandena att det från synpunkten av god sed varit påkallat att tillämpa motsvarande beslutsordning.

Under senare år har nämnden i ett par fall behandlat förfaranden där ett aktiemarknadsbolag övervägt att etablera ett, med en eller flera befattningshavare gemensamt ägt, ”saminvesteringssbolag” för att därefter överlåta samtliga aktier i ett eller flera dotterbolag till detta bolag. Nämnden har i dessa fall konstaterat att sådana arrangemang närmast är att uppfatta som kringgåenden av Leo-reglerna (senast AMN 2016:04, ännu inte offentliggjort).

I det nu aktuella fallet handlar det inte om att, till de med VD Fredrik Lidjan samägda bolagen H4AB och Hotell 2, överlåta aktier i dotterbolag utan om att allokera verksamhet till dessa bolag. Arrangemanget ifråga kan enligt nämndens mening inte betraktas som ett kringgående av Leo-bestämmelserna. Det har emellertid för aktieägarna sådana effekter att det kan anses förenligt med god sed endast under förutsättning att det godkänns av Magnolias bolagsstämma med tillämpning av Leo-bestämmelserna.

Nämnden finner inte anledning att anlägga några andra synpunkter beträffande Vinstdelningsavtalen och den Ursprungliga Minoritetsägandestrukturen, vilka arrangemang etablerades före listningen på Nasdaq First North och nu ska avskaffas för framtiden, än att erinra om vikten av att arrangemangen beskrivs på ett enkelt, pedagogiskt och utförligt sätt i noteringsprospektet.

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.

-----

I behandlingen av detta ärende har ledamöterna Marianne Lundius (ordförande), Ann-Christine Lindeblad (vice ordförande), Carl Olof By, Ossian Ekdahl, Carl-Johan Pousette och Erik Sjöman deltagit.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog