

## Aktiemarknadsnämndens uttalande 2026:12

2026-04-22

### ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 23 mars 2026 en framställan från Setterwalls Advokatbyrå på uppdrag av styrelsen i Maha Capital AB, org. nr 559018-9543 ("Maha" och "Bolaget"). Framställan rör god sed vid vissa ändringar av bolagsordningen.

[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.]

### FRAMSTÄLLAN

Av framställan framgår följande.

#### *Bakgrund*

Maha är ett svenskt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på Nasdaq Stockholm. I enlighet med vad som tidigare kommunicerats till Aktiemarknadsnämnden inom ramen för en begäran om dispens från budplikt (se AMN 2025:66) har Maha ingått ett avtal med KEO Aggregator LP om förvärv av KEO World, Inc. och vissa av dess dotterbolag ("Transaktionen"). Köpeskillingen bestod av nyemitterade aktier och teckningsoptioner i Maha, varigenom KEO Aggregator LP blev den största aktieägaren i Bolaget. Maha erhöll den 16 januari 2025 villkorat godkännande för fortsatt notering på Nasdaq Stockholm, och Transaktionen godkändes av extra

bolagsstämma i Maha den 28 januari 2025. Transaktionen genomfördes den 2 april 2026. Första dag för handel efter omlistningsprocessen var den 16 april 2026.

Till följd av Transaktionen och den förändrade ägarbilden överväger styrelsen (efter initiativ från Huvudägarna, såsom definierat nedan) att föreslå antagande av en ny bolagsordning. Bakgrunden är att Bolaget historiskt har varit ett olje- och gasbolag med fokus på prospektering, men genom antagandet av en ny affärsplan 2025 och den efterföljande Transaktionen numera bedriver verksamhet i form av en skalbar digital kreditplattform för B2B-betalningar och rörelsekapitallösningar. Den bolagsordning som avses föreslås innebär att kvalificerade majoritetskrav införs för vissa centrala styrelse- och stämmobeslut (se § 6 och § 8 i [bilagt] förslag till ny bolagsordning<sup>1</sup>). Huvudsyftet med den skärpta beslutsordningen är att skapa en stabil bolagsstyrning anpassad för såväl den nya verksamheten som den nya ägarstrukturen.

Mer specifikt syftar den föreslagna beslutsordningen till att, i samtliga aktieägars intresse, säkerställa en långsiktig inriktning av Bolagets verksamhet samt ett robust riskhanteringssystem genom kvalificerade majoritetskrav för väsentliga styrelsebeslut avseende bland annat (i) hantering av kreditrisker, (ii) skuldsättning, (iii) transaktioner med närstående och (iv) väsentliga förvärv och avyttringar. Därutöver avses införas ett förhöjt skydd för Bolagets samtliga aktieägare avseende vissa bolagsstämmobeslut. Transaktionen innebär att befintliga aktieägare blivit betydligt utspädda och att ägandet nu är mer koncentrerat till ett fåtal aktieägare, vilket (tillsammans med den nya verksamhetsinriktningen) motiverar kvalificerade majoritetskrav på stämmonivå för beslut som rör (i) avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt, samt (ii) ändringar i bolagsordningens verksamhetsföremål och den nya bolagsstyrningsstrukturen.

Förslagen syftar till att säkerställa långsiktig stabilitet och förutsebarhet i Mahas verksamhet genom en tydlig och enhetlig struktur för strategiska, finansiella och kreditriskrelaterade beslut. Ändringarna är således avsedda att främja god bolagsstyrning och beakta samtliga aktieägars intressen.

---

<sup>1</sup> Vid extra bolagsstämma den 28 januari 2025 beslutades om ändring av bolagsordningen, innebärande att Bolagets firma ändras till (i första hand) Keo Capital AB. Firmaändringen är ännu inte registrerad hos Bolagsverket, och nuvarande firmanamn anges därför inom klamrar i bilagt förslag. (*Bilagan utesluten här.*)

Förslaget om förstärkta bolagsstyrningsmekanismer har initierats av Bolagets tidigare största aktieägare, Starboard Asset Ltda. ("Starboard") och DBO Invest S.A. ("DBO"), och har sedermera förankrats med KEO Aggregator LP (gemensamt "Huvudägarna") i samband med förberedelserna för Transaktionen.

### *Beskrivning av bestämmelserna*

Vad gäller de enskilda bestämmelserna kan följande anföras om deras syfte och funktion.

#### § 6 – Kvalificerad styrelsemajoritet

De föreslagna bestämmelserna i § 6 innebär att ett antal centrala styrelsebeslut kräver stöd av minst 75 procent av de närvarande ledamöterna. Kravet tar i huvudsak sikte på beslut som kan ha väsentlig inverkan på koncernens riskprofil, kapitalstruktur eller strategiska inriktning – frågor som i en kreditfokuserad verksamhet är av avgörande betydelse. Mot bakgrund av den nya verksamhetens karaktär och de risker som är förknippade med denna anser styrelsen, efter dialog med Huvudägarna, att beslut av detta slag bör föregås av en kvalificerad förankringsprocess inom styrelsen, varför enkel majoritet inte framstår som tillräckligt. Bestämmelserna försvårar inte styrelsens löpande arbete eller effektivitet, utan avser enbart de mest känsliga strategiska och strukturella besluten. Nedan redogörs kort för varje beslutskategori.

Ändring av utdelningspolicy och förslag om utdelning kan i längden påverka Bolagets finansiella ställning och kapitalstruktur. Vissa bolag i koncernen bedriver utlåningsverksamhet, och det är därför extra centralt med en god likviditet och hög kapitalbuffert även i moderbolaget ur såväl ett riskperspektiv som ett tillväxtperspektiv. Kravet på kvalificerad majoritet säkerställer att sådana beslut inte fattas utan bred styrelsemässig förankring, vilket i sin tur bidrar till att skydda Bolagets långsiktiga finansiella stabilitet och samtliga aktieägares intressen.

Ändring av affärsplan kräver kvalificerad majoritet för att värna förutsebarheten och kontinuiteten i verksamhetsinriktningen. Undantaget för oförändrad affärsplan säkerställer att Bolaget vid varje tidpunkt har en gällande affärsplan.

Den verkställande direktören har det yttersta operativa ansvaret för att driva den löpande förvaltningen i Bolaget. Det kvalificerade majoritetskravet bidrar till långsiktig stabilitet i Bolagets ledning och verksamhet, vilket ligger i samtliga aktieägares intresse.

Kravet avseende ändring av styrelsens arbetsordning skyddar den institutionella ramen för styrelsearbetet. Undantaget för årligt fastställande av en oförändrad arbetsordning säkerställer att styrelsen kan uppfylla sin skyldighet enligt aktiebolagslagen (2005:551) ("ABL") att årligen anta en arbetsordning.

Närståendetransaktioner medför särskilda risker för intressekonflikter, och styrelsen (efter dialog med Huvudägarna) anser det motiverat att uppställa krav som går längre än vad ABL föreskriver. Det kvalificerade majoritetskravet fungerar som ett komplement till ABL:s jävs- och närståenderegler och säkerställer att transaktioner mellan Bolaget och närstående – i den mån beslut inte ska hänskjutas till bolagsstämman enligt tillämpliga regler – har brett styrelsestöd. Härigenom stärks förtroendet hos Bolagets minoritetsaktieägare.

Beslut om väsentliga förvärv och avyttringar kan ha en betydande påverkan på Maha-koncernens strategiska inriktning, riskprofil och kapitalallokering. Sådana beslut bör därför föregås av en noggrann prövning och bred förankring inom styrelsen, och det kvalificerade majoritetskravet syftar till att bidra till en ansvarsfull och långsiktig förvaltning av Bolagets resurser.

Upptagande av skuld kan väsentligt förändra Maha-koncernens finansiella riskexponering och kapitalstruktur. För en koncern vars kärnverksamhet utgörs av kreditgivning och rörelsekapitallösningar är kontrollen över skuldsättningsgrad och kreditriskexponering av central betydelse. Brett styrelsestöd för beslut i sådana frågor är således i högsta grad motiverat.

Ändring av kreditriskpolicyn ska också kräva kvalificerad majoritet då policyn utgör ett grundläggande styrdokument för koncernens kärnverksamhet och direkt påverkar dess finansiella riskexponering och långsiktiga finansiella stabilitet.

## § 8 – Kvalificerad stämmomajoritet

Bestämmelsen i § 8 kräver stöd av aktieägare som representerar minst 90 procent av såväl de avgivna rösterna som de företrädda aktierna för beslut av särskild betydelse. De beslutskategorier som omfattas är (i) ändring av § 3 (verksamhetsföremål), § 6 (styrelsesammansättning och kvalificerade majoritetskrav för styrelsebeslut) och § 8, samt (ii) nyemissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Bestämmelsen fyller flera skyddsfunktioner. Det höga majoritetskravet för ändring av verksamhetsföremålet, som förvisso är brett utformat, förhindrar att Bolagets grundläggande inriktning ändras utan vidsträckt aktieägaruppslutning och det skapas på så vis stabila förutsättningar för Bolagets vidare utveckling. Mot bakgrund av att ägandet i Bolaget efter Transaktionen är koncentrerat till ett fåtal större aktieägare (Starboard, DBO och KEO Aggregator LP), tillgodoser de förhöjda majoritetskraven ett behov av skydd för minoritetsaktieägare som går utöver vad ABL föreskriver. Att bolagsstyrningsmekanismerna i § 6 och § 8 på motsvarande sätt skyddas av särskilt kvalificerad stämmomajoritet ger dessa bestämmelser en varaktig karaktär och säkerställer att den styrningsstruktur som inrättas inte kan uppluckras utan bred enighet bland aktieägarna. Slutligen skyddar kravet avseende riktade nyemissioner samtliga aktieägare – oavsett storlek på innehav – mot oönskad utspädning.

### *Rättsligt ramverk och aktiemarknadsnämndens praxis*

Möjligheten att i bolagsordningen uppställa strängare majoritetskrav för styrelsebeslut följer av 8 kap. 22 § ABL (se prop. 1975:103 s. 379). Motsvarande möjlighet för stämmobeslut framgår av 7 kap. 40 § ABL (se Andersson, Johansson & Skog, Aktiebolagslagen en kommentar (1 april 2025, JUNO), kommentaren till 7 kap. 40 §). Förhöjda majoritetskrav för beslut som berör aktieägarnas rättigheter eller bolagets grundläggande struktur uppställs även redan i viss utsträckning i ABL (se exempelvis 7 kap. 43 § ABL, 13 kap. 12 § ABL och 16 kap. 9 § ABL) varpå ett utökat frivilligt minoritetsskydd som samtliga aktieägare beslutar om går väl i linje med lagstiftarens övergripande synsätt. De föreslagna ändringarna strider därmed inte mot ABL.

I Nasdaq's regelverk för aktieemittenter på huvudmarknaden stadgas att emittenten ska ha ”ändamålsenliga rutiner för Styrelsens och bolagsledningens arbete” (se punkt 2.15.1 a)). Förhöjda majoritetskrav utgör, enligt vår bedömning, inte hinder för sådana ändamålsenliga rutiner utan syftar tvärtom till att stärka kvaliteten i de viktigaste besluten. Vi finner inte heller att det

finns några andra hinder mot sådana bestämmelser i Nasdaqs regelverk eller i Svensk kod för bolagsstyrning.

Aktiemarknadsnämnden fastslog i AMN 1992:6 att aktieägarna bör ha "en mycket vidsträckt rätt att – inom lagens ram – på bolagsstämma besluta om bolagsordningens innehåll." Ingen av de bestämmelser som prövades i 1992 års ärende befanns, var för sig, strida mot god sed på aktiemarknaden. Nämnden gav dock uttryck för betänkligheter avseende ändringarnas effekt på likviditeten i aktierna och risken för fastlåsnings av ägarstrukturen, särskilt när de föreslagna ändringarna kombineras.

De bestämmelser som nu är aktuella är av väsentligt annorlunda karaktär än de som prövades i AMN 1992:6. Vår bedömning är att de inte, var för sig eller sammantagna, utgör mekanismer som typiskt sett begränsar aktiers överlåtbarhet eller försvårar ägarskiften. I stället rör det sig om kvalificerade beslutsregler för ett begränsat antal centrala styrelse- och stämmobeslut, vilka syftar till att säkerställa att sådana avgöranden fattas med bred enighet och en balanserad maktstruktur. Detta torde också ge en ökad trygghet för mindre aktieägare och därmed leda till ökad överlåtbarhet snarare än tvärtom.

God sed på aktiemarknaden kräver inte bara att aktiebolagslagens regler följs, utan också att de syften som ligger bakom lagens regler om aktieägarnas grundläggande rättigheter respekteras (se AMN 2019:13). De förhöjda majoritetskrav som uppställs i bolagsordningen syftar till att skydda samtliga aktieägare – inte minst minoritetsaktieägare efter den ägarkoncentration som skett till följd av Transaktionen med en ägare som innehar cirka 40 procent av rösterna – vilket är en grundläggande målsättning som genomsyrar ABL. De föreslagna kraven äventyrar inte heller det i ABL stadgade borgenärsskyddet. Som anförts ovan är avsikten med de föreslagna bestämmelserna att skapa stabil bolagsstyrning anpassad för den nya verksamheten, stärka minoritetsägarskyddet och säkerställa långsiktig stabilitet och förutsebarhet genom tydliga beslutsordningar. Verksamhetsmodellen medför sektorspecifika risker som enligt styrelsens uppfattning (efter dialog med Huvudägarna) inte fullt ut beaktas av ABL:s generella majoritetskrav, varför de föreslagna styrningsmekanismerna utgör ett ändamålsenligt komplement. Slutligen anser styrelsen att det efter de genomgripande förändringarna som skett i Maha-koncernens verksamhet under det senaste året finns ett särskilt behov av kontinuitet och förutsebarhet i verksamheten och hur den bedrivs.

Mot bakgrund av ovanstående är vår bedömning att de föreslagna ändringarna i bolagsordningen inte strider mot god sed på aktiemarknaden.

### **Hemställan**

Styrelsen hemställer mot bakgrund av ovanstående att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om huruvida de föreslagna förhöjda majoritetskraven i bolagsordningen, såsom framgår av § 6 och § 8 i bifogad bolagsordning, är förenliga med god sed på aktiemarknaden. För det fall Aktiemarknadsnämnden finner att en avgränsad del av eller enstaka bestämmelse i den föreslagna bolagsordningen inte är förenlig med god sed hemställs att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om vilken del eller bestämmelse som avses.

### **ÖVERVÄGANDEN**

Aktiemarknadsnämnden kan göra uttalanden i frågor om god sed på aktiemarknaden. Varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag som utgivit aktier vilka är upptagna till handel på en reglerad marknad eller av en aktieägare i ett sådant bolag, som avser eller kan vara av betydelse för en aktie i bolaget kan bli föremål för nämndens bedömning. Nämnden gör i det nu aktuella fallet följande bedömning.

I uttalandet AMN 1992:6 behandlade nämnden vissa frågor om att i bolagsordningen för ett börsbolag införa bestämmelser om bland annat budplikt för den som förvärvat aktier motsvarande en viss andel av det totala röstetalet i bolaget och krav på kvalificerad stämmomajoritet för entledigande av styrelseledamöter. Nämnden konstaterade att aktieägarna i ett bolag bör ha en mycket vidsträckt rätt att – inom lagens ram – på bolagsstämma besluta om bolagsordningens innehåll men ansåg samtidigt stor försiktighet vara påkallad vid införandet av bestämmelser av den typ som i det då aktuella fallet hade föreslagits, eftersom dessa skulle kunna försvåra för en ny stor aktieägare att utöva sin ägarroll och att i samband med sitt förvärv påverka styrelsens sammansättning. Nämnden gav också uttryck för betänkligheter avseende ändringarnas effekt på likviditeten i aktierna och risken för fastlåsnings av ägarstrukturen, särskilt när de föreslagna ändringarna kombinerades.

De bolagsordningsändringar som föreslås i det nu aktuella fallet är av annat slag än de som prövades i 1992 års ärende men inger enligt nämndens mening likartade betänkligheter. Det

gäller bland annat kravet på kvalificerad majoritet i styrelsen för att entlediga och tillsätta VD och för att ändra bolagets affärsplan. Förslaget har enligt framställningen initierats av bolagets tidigare största aktieägare, Starboard och DBO och förankrats med KEO Aggregator LP i samband med förberedelserna för den apportemission som resulterade i att KEO Aggregator LP blev bolagets största ägare.

Syftet med de förhöjda majoritetskraven är enligt framställningen ”att skydda samtliga aktieägare – inte minst minoritetsaktieägare” efter den genomförda apportemissionen. Nämnden har för sin del svårt att se vari det skyddet består och bedömer att de föreslagna ändringarna snarare ligger i Starboards och DBO:s än i samtliga aktieägares intresse. Flera av ändringarna synes, i likhet med vad som var fallet i 1992 års ärende, kunna få negativa konsekvenser för bolaget och vissa av dess aktieägare genom att försvåra ett övertagande av kontrollen i bolaget. I likhet med vad som var fallet i det tidigare ärendet understryks detta av att beslut om ändring av bestämmelserna i fråga skulle kräva en viss kvalificerad majoritet som är större än vad som fordras för beslut om att införa bestämmelserna i bolagsordningen.

Nämnden utesluter inte heller att de föreslagna bolagsordningsbestämmelserna, som är synnerligen ovanliga på den svenska aktiemarknaden, såväl genom sitt sakliga innehåll som sin komplexitet skulle kunna påverka likviditeten i aktierna negativt med åtföljande effekter för prisbildningen och därmed för aktieägarna, nuvarande såväl som tillkommande.

Sammantaget innebär vad som nu sagts att de föreslagna bolagsordningsändringarna inte skulle vara förenliga med god sed på den svenska aktiemarknaden. Nämnden är inte beredd att i detta sammanhang uttala sig om de enskilda ändringsförslagen.

-----

I behandlingen av detta ärende har deltagit Sten Andersson (ordförande), Johan Danelius, Pontus Enquist, Carl Johan Högbom, Robert Olsson, Bo Selling, Erik Sjöman och Ola Åhman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Sten Andersson

/Rolf Skog

