

1 december 2009

Styrelsen i Swedfund International AB

Hamngatan 2, Box 5747  
SE-114 87 Stockholm

Tel +46 8 670 66 00  
Fax +46 8 662 61 01

[www.gda.se](http://www.gda.se)

### **Rapport över granskning av Swedfund International AB:s investering i Swedmilk Makedonija D.O.O.**

Styrelsen för Swedfund International AB ("Swedfund") har givit Gernandt & Danielsson Advokatbyrå KB ("Gernandt & Danielsson") i uppdrag att utföra en juridisk granskning av Swedfunds hantering av dess investering i det Makedoniska bolaget Swedmilk Makedonija D.O.O. ("Swedmilk"). De frågeställningar som skall belysas är om Swedfund (i) agerat i enlighet med aktiebolagslagens bestämmelser och annan bolagsrättslig reglering, (ii) agerat i linje med ägarens riktlinjer och bolagsordningen samt (iii) agerat i enlighet med ingångna avtal i investeringen som delägare och vid exit agerat korrekt och ansvarsfullt. Allt med utgångspunkt i om Swedfund, som statligt bolag med särskilt samhällsuppdrag, agerat som en ansvarsfull ägare. Uppdraget syftar inte till att utreda om Swedfund agerat i enlighet med makedonsk rätt. Granskningen har utförts av advokaten Manfred Löfvenhaft samt biträdande juristen Caroline Jägenstedt, båda vid Gernandt & Danielsson. Granskningen och bedömningen har dokumenterats i bifogad rapport.

Gernandt & Danielsson har tagit del av omfattande dokumentation avseende investeringen i Swedmilk samt Swedfunds riktlinjer och policies. Härutöver har Gernandt & Danielsson haft möten med och ställt kompletterande frågor till Swedfunds medarbetare som arbetat med investeringen i Swedmilk.

Nedan följer en sammanfattning av Gernandt & Danielssons granskning.

*Sammanfattning av händelseförloppet*

Under sommaren 2005 blev Swedfund kontaktat av två privata investerare som presenterade ett förslag avseende investeringen i Swedmilk. De båda investerarna hade tagit fram en affärsplan som visade att det fanns goda förutsättningar för en ny aktör att erhålla en stor andel av den makedonska marknaden för flytande mejeriprodukter. Investerarna hade omfattande erfarenhet av att bedriva affärsverksamhet i Makedonien och närliggande områden samt hade även erforderlig branschvana. Swedfund gjorde bedömningen att investeringsförslaget var i överensstämmelse med Swedfunds verksamhet och att det föreföll intressant. Swedfund utredde därför investeringsförslaget närmare och inhämtade referenser avseende investerarna. Investerarna erhöll goda vitsord från ett stort svenskt företag som de båda varit verksamma för. Detta företag gjorde också omfattande åtaganden i samband med bygget av mejeriet. I samband med platsbesök i Makedonien inhämtade Swedfund även referenser på det makedonska bolag som skulle delta i projektet tillsammans med investerarna och vara strategisk aktieägare (det ”**Makedonska bolaget**”). Detta bolag hade tillgång till ett distributionsnät och en säljorganisation som täckte hela Makedonien. Även vitsorden avseende det Makedonska bolaget och dess företrädare var goda. Dessutom var det Makedonska bolaget en etablerad kund till det stora svenska företaget som lämnat referenser avseende investerarna.

Swedfund genomförde granskning och beredning av den presumtiva investeringen i Swedmilk i enlighet med de interna rutiner och checklistor som Swedfund arbetade efter vid tidpunkten för investeringen.

Vid beredningen av investeringen gjorde Swedfund bedömningen att alla förutsättningar för en framgångsrik investering förelåg, både rent finansiellt men också i syfte att främja näringslivsutvecklingen i Makedonien. Swedfund skall enligt tillämpliga investeringsriktlinjer vara minoritetsägare. De övriga aktieägarna framstod som ideala, strategiska partners som kunde ta huvudansvaret för driften av Swedmilk. Swedfunds styrelse beslutade därför i september 2006 att bemyndiga dess verkställande direktör att besluta om de närmare villkoren för investeringen. Swedfund blev ägare till knappt 28 procent av aktierna i Swedmilk. Relationen till övriga aktieägare (de två privata investerarna och det Makedonska bolaget) reglerades i ett aktieägaravtal. Där i reglerades bland annat villkoren för en framtida tilläggsfinansiering.

Swedmilk startade sin produktion under de sista månaderna av 2007.

Under de aktieägarmöten (som i den bolagsform som Swedmilk är ersätter styrelsemöten) som hölls i Swedmilk under våren och sommaren 2008 diskuterades bland annat olika lösningar för att stärka bolagets finansiella ställning. Utgångspunkten var att finansieringen skulle lösas externt genom de bankrelationer bolaget hade och inte genom att aktieägarna skulle tillföra ytterligare kapital. Swedmilks likviditet försämrades emellertid gradvis. I ett försök att lösa likviditetsproblemen köpte det Makedonska bolaget, genom sitt moderbolag, upp delar av Swedmilks lager för att sälja på exportmarknaden. Swedmilk var därför av uppfattningen att likviditetsproblemen tillfälligt var lösta. Exportförsäljning utvecklade sig dock inte som planerat och mjölken såldes istället på den makedonska marknaden i konkurrens med Swedmilk. Detta fick till följd att Swedmilk inte kunde sälja beräknad kvantitet av nyproduktion.

Swedfund insåg någon gång under sensommaren 2008 att Swedmilk var i finansiell kris. Swedfund beslutade därför att utse ett "kristeam" som skulle utreda eventuella rekonstruktionsmöjligheter.

Kristeamet började med att ytterligare sätta sig in i bolagets verksamhet och att i detalj undersöka den finansiella ställningen i Swedmilk. Det visade sig svårt att få fram tillförlitliga underlag från ledningen i Swedmilk. Det föreföll vidare som om det i själva verket var det Makedonska bolaget som i praktiken styrde Swedmilk. Swedfunds analys (baserat på den information som gick att få fram) indikerade att det totala kapitalbehovet för att göra Swedmilk lönsamt skulle kunna uppgå till EUR 10 000 000. Detta var långt över Swedfunds resurser och skulle därför kräva betydande tillskott från de övriga aktieägarna, varav de privata investerarna inte förväntades kunna tillskjuta ytterligare kapital.

Eftersom Swedfund var minoritetsägare i Swedmilk, hade Swedfund som utgångspunkt att tillsammans med det Makedonska bolaget ta fram en plan för att stärka Swedmilk finansiellt. Swedfund kontaktade i samband med detta makedonska jurister och revisorer för att få råd om sina förpliktelser enligt makedonsk rätt. Swedfund inhämtade vidare ett rättsutlåtande från en svensk advokat avseende dess skyldigheter enligt aktieägaravtalet (vilket reglerades av svensk rätt).

Swedfund tog initiativ till ett möte med det Makedonska bolaget och dess finansiär. Det visade sig emellertid då att det fanns graverande information om det Makedonska bolagets finansiär. Med anledning härav anlätade Swedfund ett engelskt företag (det "**Engelska företaget**") för att efterforska om informationen stämde, en så kallad "integrity check". Det Engelska företaget bekräftade och förstärkte den graverande information som Swedfund fått fram via andra källor.

Swedfund konstaterade att bolaget med anledning av den information som framkommit inte kunde fortsätta sitt samarbete med det Makedonska bolaget och att Swedfund inte hade möjlighet att ensamt vare sig refinansiera Swedmilk, eller ta ansvar för driften av Swedmilk. Swedfunds främsta intresse var därför att se till att hitta en investerare som hade resurser att fylla det finansiella behovet i Swedmilk och ta ansvar för den fortsatta driften av bolaget.

Swedfund uppmanade verkställande direktören i Swedmilk att prioritera att hitta presumtiva investerare till Swedmilk. Swedfund föreslog att huvudspåret skulle vara att försöka sälja Swedmilk till den stora internationella aktör inom mjölkproduktindustrin som redan var kund hos Swedmilk. Aktören hade både finansiell kapacitet och strategiska intressen som talade för en investering i Swedmilk.

I december 2008 presenterade verkställande direktören dock ett förslag som innebar att ett konsortium av tre privatpersoner skulle investera i Swedmilk. Konsortiet åtog sig att investera tillräckligt med kapital i Swedmilk för att driva verksamheten vidare och att åstadkomma en betalningsuppgörelse med bönderna. Det senare var ett explicit krav från Swedfunds sida för att medverka till en försäljning. Konsortiet drog sig dock ur affären på grund av bristande finansiering under de första veckorna i januari 2009.

Swedmilk riskerade vid denna tidpunkt att någon av dess borgenärer sökte bolaget i konkurs och arbetade därför under tidspress. Situationen blev alltmer kritisk. Enligt uppgift var Swedmilk tvungen att hitta finansiering till bolaget före den 30 januari 2009 för att undvika konkurs.

Det amerikanska bolaget Fenix Energy USA LLC ("Fenix") som enligt uppgift funnits med i försäljningsdiskussionerna sedan en tid, presenterades den 27 januari 2007 som potentiell köpare till Swedmilk. Enligt uppgift var Fenix registrerad leverantör till den amerikanska staten och bolaget skulle om det köpte Swedmilk leverera mjölk till de amerikanska trupperna i Irak. Vidare hade Fenix enligt uppgift uppgett att bolaget kunde driva Swedmilk med full kapacitet från dag ett efter förvärvet och Fenix hade dessutom åtagit sig att betala samtliga Swedmilks leverantörsskulder, inklusive dem till bönderna. Swedfund skulle sälja sina aktier till den verkställande direktören (tillika privata investeraren) i Swedmilk som i sin tur skulle sälja aktierna vidare till Fenix tillsammans med sina egna aktier. Det Makedonska bolaget och den andra privata investeraren skulle också sälja sina aktier till Fenix.

Swedfund anlät återigen det Engelska företaget för att utföra en begränsad "integrity check", denna gång på Fenix och dess företrädare. Swedfund fick bekräftat att Fenix och dess företrädare inte hade några kopplingar till finansören bakom det Makedonska bolaget samt att Fenix

var registrerad leverantör till den amerikanska staten. Inte heller i övrigt kom det fram någon negativ information om Fenix eller dess företrädare.

Den 29 januari 2009 avgav Swedfund en avsiktsförklaring angående försäljning av sina aktier i Swedmilk. För att sälja sina aktier ställde Swedfund upp flera krav, bland annat att en överenskommelse skulle nås med bönderna samt att Swedfund skulle erhålla ett brev från Makedoniens regering som konfirmerade regeringens godkännande och fulla support av den följande överlåtelsen av hela ägandet i Swedmilk till Fenix.

Samtliga villkor uppfylldes och den 11 februari 2009 överlät Swedfund sina aktier till verkställande direktören och den 12 februari 2009 avregistrerades Swedfund som aktieägare.

### *Bedömning*

Syftet med Swedfunds verksamhet är enligt dess bolagsordning och dess riktlinjer bland annat att främja näringslivsutvecklingen i vissa utvecklingsländer genom att delta i finansieringen av samhällsekonomiskt sunda investeringar, som bidrar till tillväxt och utveckling samt god miljö, god företagskultur och goda arbetsvillkor. Bolaget skall tillsammans med strategiska partners etablera bärkraftiga och affärsmässigt drivna företag genom riskkapitalsatsningar som inte bedöms kunna realiseras med enbart kommersiell finansiering.

Swedfund genomförde utredningen inför investeringen i Swedmilk i enlighet med Swedfunds dåvarande rutiner och checklistor. De referenser som Swedfund fick i samband med att bolaget gick in i projektet bedömdes tillförlitliga och några varningstecken kring det Makedonska bolaget kom inte upp. Tvärt om framstod det Makedonska bolaget med sin finansiella styrka samt lokala kontaktnät och erfarenheter som en bra partner för Swedfund och projektet.

Vid krishanteringen av investeringen kunde tidigt konstateras att finansiären bakom det Makedonska bolaget inte levde upp till de etiska krav som Swedfund ställer på sina partners. Till sin hjälp anlät Swedfund i detta skede en firma som specialiserat sig på så kallade "integrity checks". Gernandt & Danielsson har konstaterat att Swedfund sedan investeringen genomfördes har utarbetat en Due Diligence Guide, ett dokument med en frågelista som skall utgöra grund för utvärdering och analys av nya projekt. Bland annat innehåller Due Diligence Guide riktlinjer avseende "integritets due diligence" vari vikten av sådan undersökning i Swedfunds investeringsarbete understryks och vägledning för hur "integritets due diligence" kan hanteras från fall till fall ges. Bland annat finns en frågelista utifrån vilken presumtiva partners bör utvärderas internt av Swedfund. Om några "röda flaggor" dyker upp skall Swedfund överväga att uppdra åt en

extern firma att utföra en mer detaljerad undersökning av den presumtive partnern.

Mycket snart efter att Swedfund konstaterat att Swedmilks finansiella situation var så svag att Swedfunds finansiella resurser inte var tillräckliga för att Swedfund ensamt skulle kunna ta ansvar för bolagets fortsatta drift, vidtog Swedfund de åtgärder bolaget kunde för att fastställa vilka skyldigheter Swedfund och Swedmilk hade enligt makedonsk rätt under rådande omständigheter samt vilka skyldigheter som åvilade Swedfund enligt aktieägaravtalet. Härutöver sökte Swedfund finna en lösning på Swedmilks finansiella problem för att bolaget skulle kunna drivas vidare och dess fordringsägare skulle bli ersatta. När en lösning syntes finnas tillförsäkrade sig Swedfund en skriftlig bekräftelse där "Government of Republic of Macedonia Ministry of agriculture, forestry and water economy" uttalade att den "fully support and encourage" den tilltänkta lösningen. Enligt vår bedömning kan det efter det beskedet från det makedonska ministeriet inte krävas att Swedfund vidtar någon ytterligare åtgärd.

Vår slutsats är att Swedfund agerat i enlighet med aktiebolagslagens bestämmelser och annan bolagsrättslig reglering samt agerat i enlighet i linje med ägarens riktlinjer och bolagsordningen. Vår bedömning är vidare att Swedfund agerat i enlighet med ingångna avtal i investeringen som delägare och vid exit agerat korrekt och ansvarsfullt.

Med vänliga hälsningar



Manfred Löfvenhaft

Advokat och delägare  
Gernandt & Danielsson Advokatbyrå KB  
Dir +46 8 670 66 67  
Mob +46 734 15 26 67  
manfred.lofvenhaft@gda.se



Caroline Jägenstedt

Jur kand/Associate  
Gernandt & Danielsson Advokatbyrå KB  
Dir +46 8 670 66 36  
Mob +46 734 15 26 36  
caroline.jagenstedt@gda.se