



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Värdering av onoterade aktier enligt IAS 39 – Hur bedöms tillförlitlighet?

Magisteruppsats, Extern redovisning
VT 2008

Författare:

Jörgen Jonsson 791230

Stefan Larsson 801008

Handledare:

Jan Marton

Pernilla Rehnberg

Förord

Vår uppsats har givit oss en bredare insyn i den problematik som råder kring tillämpningen av IAS 39 avseende onoterade aktier. Den här insynen har till stor del åstadkommit tack vare våra respondenters deltagande i undersökningen. Vi vill därför tacka de företag som tagit sig tid och ställt upp på våra intervjuer.

Vi vill även tacka våra handledare Jan Marton och Pernilla Rehnberg för all hjälp och stöd som de givit oss under arbetets gång. Deras åsikter och synpunkter har varit värdefulla i den forskning vi bedrivit.

Göteborg, 30 maj 2008

Jörgen Jonsson

Stefan Larsson

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Extern redovisning, Magisteruppsats, vårterminen 2008.

Författare: Jörgen Jonsson och Stefan Larsson

Handledare: Jan Marton och Pernilla Rehnberg

Titel: Värdering av onoterade aktier enligt IAS 39 – Hur bedöms tillförlitlighet?

Bakgrund: Verkligt värde-värdering är obligatorisk för en rad finansiella tillgångar för de företag som tillämpar IFRS. Att fastställa verkliga värden kan vara problematiskt för onoterade aktier eftersom det saknas en aktiv marknad. För att värdera onoterade aktier finns det ett flertal modeller att tillämpa enligt IAS 39 som kräver en rad bedömningar av företagen. Problemet vid tillämpning av värderingsmodeller är ofta att säkerställa tillräcklig tillförlitlighet, speciellt vid användning av verkliga värden.

Problemformulering: Huvudfrågan vi ställer oss är hur företag som redovisar enligt IFRS bedömer tillförlitlighet vid värderingen av onoterade aktier? Vi har även formulerat följande två delfrågor för att kunna besvara huvudfrågan: Vilka motiv anger dessa företag till valet av värderingsmetod för onoterade aktier? Finns det incitament bland dessa företag att inte tillämpa verkliga värden för onoterade aktier?

Syfte: Vårt syfte är att undersöka vilka bedömningar berörda företag som redovisar enligt IFRS gör avseende tillförlitlighet vid värdering av onoterade aktier. Som delsyften vill vi även identifiera vika motiv som dessa företag anger till valet av värderingsmetod för onoterade aktier och om det föreligger incitament till att inte tillämpa verkliga värden.

Metod: Vi har genomfört fyra personliga intervjuer i fyra olika företag där intervjuerna har haft en kvalitativ karaktär med öppna intervjufrågor. Det empiriska avsnittet bygger på vad som framkommit i intervjuerna vilket tillsammans med referensramen ligger till grund för vår kommande analys och slutdiskussion.

Resultat: Vi har kommit fram till att de berörda företagen i väldigt liten utsträckning prövar tillförlitligheten avseende verkliga värden. Vidare har konstaterats att företagens uppfattning om verkligt värde inte är förenlig med IASBs syn på begreppet. Huvudorsaken till att företagen inte tillämpar verkliga värden är att det saknas en aktiv marknad för de onoterade aktierna. Vi har även funnit att det till viss del finns incitament till att inte tillämpa verkliga värden för onoterade aktier. Risken för manipulation av finansiell information och en försiktighetsansats i redovisningen är faktorer som vi har funnit i stor grad styr valet av värderingsmetod.

Förslag till fortsatt forskning: Värdering av onoterade aktier bygger enligt IAS 39 mycket på att kassaflödesanalyser skall tillämpas och den indata som används i dessa modeller kräver att en mängd bedömningar görs av företagen. Ett intressant forskningsämne skulle kunna vara att titta på hur rekommendationerna i IAS 39 avseende indata till värderingstekniker följs och hur avvägningen görs mellan användandet av företagsspecifik information respektive marknadsinformation.

Innehållsförteckning

1 INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND.....	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION	2
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	3
1.4 SYFTE	3
2. REFERENSRAM.....	4
2.1 KVALITATIVA EGENSKAPER.....	4
2.1.1 Relevans	4
2.1.2 Tillförlitlighet	4
2.1.3 Avvägning mellan nytta och kostnad	5
2.2 VERKLIGT VÄRDE	5
2.3 IAS 39	6
2.3.1 Definitioner	6
2.3.2 Kategorisering av finansiella instrument	7
2.3.3 Aktier.....	8
2.4 PROBLEM OCH BEDÖMNINGAR VID VÄRDERING AV ONOTERADE AKTIER	10
2.5 VÄRDERA PRIVATA FÖRETAG MED HJÄLP AV DISKONTERAT KASSAFLÖDE	11
2.5.1 Definition av diskonterat kassaflöde	11
2.5.2 Uppskatta indata till kassaflödesmodeller	13
2.6 AGENTTEORIN	13
3 METOD	14
3.1 FORSKNINGSMETOD.....	14
3.2 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT	14
3.2.1 Datainsamling	14
3.2.2 Intervjuform.....	14
3.2.3 Intervjuns tillvägagångssätt	15
3.2.4 Analys och tolkning av data	16
3.3 KÄLLDISKUSSION	17
3.3.1 Validitet och reliabilitet.....	17
3.3.2 Källkritik.....	18
4 EMPIRI.....	19
4.1 RESPONDENTER	19
4.2 VITA NOVA VENTURES AB	19
4.2.1 Företagspresentation.....	19
4.2.2 Syfte med innehaven	19
4.2.3 Motiv till värderingsmetod	19
4.2.4 Värderingens utförande.....	20
4.2.5 Tillämpbarhet av verkliga värden	20
4.3 AB VOLVO	21
4.3.1 Företagspresentation.....	21
4.3.2 Syfte med innehaven	21
4.3.3 Motiv till värderingsmetod	21
4.3.4 Värderingens utförande.....	22
4.3.5 Tillämpbarhet av verkliga värden	23
4.4 SJÄTTE AP-FONDEN.....	23
4.4.1 Företagspresentation.....	23
4.4.2 Syfte med innehaven	24
4.4.3 Motiv till värderingsmetod	24

4.4.4 Värderingens utförande.....	24
4.4.5 Tillämpbarhet av verkliga värden	25
4.5 INVESTMENT AB LATOUR	25
4.5.1 Företagspresentation.....	25
4.5.2 Syfte med innehaven	26
4.5.3 Motiv till värderingsmetod	26
4.5.4 Värderingens utförande.....	27
4.5.5 Tillämpbarhet av verkliga värden	27
5 ANALYS	28
5.1 MOTIV TILL VÄRDERINGSMETOD	28
5.2 VÄRDERINGENS UTFÖRANDE	29
5.3 TILLÄMPBARHET AV VERKLIGA VÄRDEN	30
5.4 ÖVRIGT SOM FRAMKOMMIT	32
6 SLUTDISKUSSION.....	33
6.1 MOTIV TILL VÄRDERINGSMETOD	33
6.2 VÄRDERINGENS UTFÖRANDE	34
6.3 TILLÄMPBARHET AV VERKLIGA VÄRDEN	34
6.4 ÖVRIGT SOM FRAMKOMMIT	35
7 AVSLUTANDE DISKUSSION.....	36
7.1 ÅTERKOPPLING.....	36
7.2 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING	36
8 KÄLLFÖRTECKNING	37
BILAGA 1.....	41

Figurförteckning

FIGUR 1 VERKLIGT VÄRDE VID FRAMTAGNA SCENARIER	10
FIGUR 2 KASSAFLÖDESMODELL - ALLMÄNT	12
FIGUR 3 KASSAFLÖDESMODELL – EGET KAPITAL.....	12

1 Inledning

I det här inledande kapitlet redogör vi för bakgrunden till vår problemdiskussion som leder fram till vår problemformulering och slutligen beskriver vi vårt syfte med uppsatsen.

1.1 Bakgrund

EU-kommissionen beslutade år 2002 att alla noterade bolag från och med år 2005 skall upprätta sin koncernredovisning enligt IFRS (Smith 2006). De värderingsmodeller som gör sig gällande i IFRS är *anskaffningsvärde*, *omvärdering* och *verkligt värde*, där den vanligaste modellen är att värdera till anskaffningsvärde (Marton et al. 2008). En tillämpning av IFRS innebär dock att en rad tillgångar konsekvent skall värderas till verkligt värde istället för anskaffningsvärden (Smith 2006). Omvärderingsmodellen kan användas på de flesta anläggningstillgångar och ska användas när det verkliga värdet kan beräknas på ett tillförlitligt sätt (ibid). Verkligt värde-modellen är obligatorisk när företag skall värdera de flesta finansiella tillgångar, biologiska tillgångar och vissa pensionsskulder. När IFRS tillämpas i redovisningen är verkligt värde en värderingsgrund som tillämpas i större utsträckning i jämförelse med svensk traditionell redovisning (Buisman 2007). Att värdera till verkligt värde ger ett mer aktuellt värde än vad ett anskaffningsvärde kan ge eftersom det sistnämnda värdet ofta innebär ett historiskt värde som inte speglar företagets finansiella ställning på ett relevant sätt (ibid).

Trots att IASB:s grundfilosofi bygger på värdering till verkliga värden kan värderingsgrunden ifrågasättas avseende om den kan generaliseras till att innefatta alla typer av tillgångar. Att värdera allt i balansräkningen till verkligt värde skulle naturligtvis ge mycket relevant information, förutsatt att det är tillförlitliga värden. Redovisningen kommer troligen aldrig att nå dit där allt kan värderas till verkliga värden, på grund av komplexiteten att fastställa dessa värden¹. IASB (2008) förespråkar att värdering till verkliga värden är den mest relevanta mätbasen att utgå ifrån. Problematiken kring verkliga värden ligger till viss del i att relevans förutsätter att den finansiella informationen har tillräckligt hög tillförlitlighet, vilket kan vara svårt att uppnå vid situationer där till exempel marknadspriser saknas (Ernst & Young Global 2005). Torgander (2006) menar också att riktigheten i att värdera finansiella instrument till verkliga värden i flera fall kan diskuteras då marknadspriser i stor utsträckning kan saknas och tillämpade värderingsmodeller kan brista i tillförlitlighet.

De senaste decennierna har de finansiella marknaderna utvecklats mot en mer komplex grupp av finansiella instrument, vilket även medfört att redovisningen av dessa har blivit mer komplexa (Marton et al. 2008). Redovisningen har varit inriktad på värdering till anskaffningsvärden medan den på senare år har gått mot värdering till verkliga värden för noterade bolag. IASB har tagit fram ett antal standarder för att underlätta den här komplexiteten; *IAS 32 klassificering av finansiella instrument*, *IAS 39 värdering av finansiella instrument* samt *IFRS 7 upplysningar*.

IAS 39 behandlar finansiella instrument och hur dessa skall redovisas och värderas. År 2001 började den första versionen av IAS 39 att tillämpas (IASB 2006). Införandet av rekommendationen ändrade praxis på en rad olika sätt (Rundfelt 2000). I det första skedet kom en tillfällig IAS 39 som sedan omarbetades till en definitiv standard i samarbete med normgivarna i Joint Working Group of Standard Setters (JWG) (Rundfelt 2001). Införandet av

¹ Jan Hanner Redovisningsexpert Öhrlings PWC, intervju den 7 februari 2008.

IAS 39 blev komplicerat vilket medförde att IASB tillsatte en speciell kommitté vilka hade till uppgift att besvara frågor som uppkom i samband med implementeringen (Marton et al. 2008). Centrala problemområden som gjorde att företagen bävade för införandet av IAS 39 var inbäddade derivat samt säkringsredovisning och det sågs allmänt som dyrt och krångligt att införa standarden (ibid).

I slutet av år 2004 antog EU-kommissionen IAS 39 med undantag för två olika avsnitt som behandlar makrosäkringar samt Fair Value Option för finansiella skulder (Marton et al. 2008). En anmärkningsvärd faktor med den här standarden är att det är den enda som hittills inte blivit antagen fullt ut av EU (ibid). Detta tyder på att IAS 39 behandlar ett komplext redovisningsområde.

Att värdera finansiella instrument som exempelvis aktier med en aktiv marknad till verkligt värde är inte särskilt komplext men däremot kan aktier som saknar en aktiv marknad (onoterade) vara ett större problem. IAS 39 p.43 och p.46 kräver att egetkapitalinstrument (aktier) som är onoterade skall värderas till verkligt värde om värdet kan fastställas på ett tillförlitligt sätt. Normalfallet är att ett verkligt värde skall kunna fastställas. När det saknas en marknad blir det dock ofta svårt för företagen att värdera sina onoterade aktier till verkliga värden och då tas de upp till anskaffningsvärden istället. Investmentföretag vars affärsidé är att investera i olika bolag kommer ofta i kontakt med värdering av onoterade bolag och använder sig då av en rad olika modeller för att fastställa det verkliga värdet. Investmentbolaget Sjätte AP-fonden följer till exempel de riktlinjer som European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) har satt upp där verkligt värde generellt sett används i mycket stor utsträckning (Sjätte AP-fonden 2008b).

1.2 Problemdiskussion

Sedan IFRS gjort sig gällande för noterade bolag i Sverige har värdering till verkligt värde ökat drastiskt som värderingsmetod och det är numera ett krav för många tillgångar. IASB (2007) har definierat verkligt värde på följande sätt:

Verkligt värde är det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas eller en skuld regleras, mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs.

Definitionen bygger på att det verkliga värdet bestäms utifrån noterade marknadspriser framtagna av oberoende parter. För flera typer av tillgångar existerar dock inte en marknad med oberoende parter som kan fastställa ett lämpligt verkligt värde. Istället för att utgå ifrån ett noterat marknadspris på en aktiv marknad krävs det att det verkliga värdet uppskattas av företagen (Ernst & Young Global 2005). Problemet med ett uppskattat värde är att det inte alltid är tillförlitligt utan att det ofta finns subjektivitet i värderingen som påverkar. Orsaken till detta är att ett hypotetiskt uppskattat marknadsvärde bygger på subjektiva bedömningar som ett företags uppfattning om framtiden och om utvecklingen av en specifik tillgång (ibid). Ytterligare subjektiva bedömningar avseende indata krävs dock för att en värderingsmodell ska kunna ta fram ett verkligt värde. Det kan handla om bedömd efterfrågan, räntor, tillväxttakter och konkurrens (ibid).

Onoterade aktier utgör en kategori av tillgångar där företagen främst är hänvisade till användningen av hypotetiska värderingsmodeller för att bestämma verkliga värden. Med tanke på den subjektivitet och komplexitet som värderingsmodeller resulterar i uppstår en problematik ofta avseende hur tillförlitligt det uppskattade verkliga värdet blir för en onoterad

aktie i ett företag. Det finns en möjlighet i IAS 39 att värdera onoterade aktier till anskaffningsvärden när tillförlitligheten för uppskattade verkliga värden är för låg. Denna möjlighet gör att vi kan ifrågasätta i hur stor utsträckning och vilken kraft företagen lägger på att trots allt uppskatta verkliga värden. Ett verkligt värde för en tillgång resulterar ofta i att ett företag uppvisar högre värden i räkenskaperna jämfört med om anskaffningsvärden tillämpas till följd av högre marknadsvärden. Diskussioner kan då föras avseende vilken problematik och vilka motiv som styr företagen i valet mellan värdering till verkliga värden eller anskaffningsvärden.

1.3 Problemformulering

- Hur bedömer företag som redovisar enligt IFRS tillförlitlighet vid värderingen av onoterade aktier?

För att kunna besvara vår huvudfråga har vi valt att formulera följande delfrågor:

- Vilka motiv anger dessa företag till valet av värderingsmetod för onoterade aktier?
- Finns det incitament bland dessa företag att inte tillämpa verkliga värden för onoterade aktier?

1.4 Syfte

Vårt syfte är att undersöka vilka bedömningar berörda företag som redovisar enligt IFRS gör avseende tillförlitlighet vid värdering av onoterade aktier. Som delsyften vill vi även identifiera vilka motiv som dessa företag anger till valet av värderingsmetod för onoterade aktier och om det föreligger incitament till att inte tillämpa verkliga värden.

2. Referensram

Referensramen är grunden i uppsatsen som den kommande analysen bygger på. Inledningsvis redogör vi för de kvalitativa egenskaper som är centrala för vårt forskningsområde. I kapitlet beskrivs utförligt även den reglering enligt IAS 39 som är viktig för det här forskningsområdet samt problem vid värdering till verkligt värde. Avslutningsvis ges en förklaring till kassaflödesmodeller och dess användning samt ett kort avsnitt om Agentteorin.

2.1 Kvalitativa egenskaper

När redovisning upprättas är det viktigt att de kvalitativa egenskaperna som IASB tar upp i sin föreställningsram uppfylls (Marton et al. 2008). Föreställningsramen har även en annan viktig egenskap genom att den gör det möjligt att skapa en bra redovisning trots avsaknad av regler (ibid). Vi kommer här kort att redogöra för de kvalitativa egenskaper som vi anser är viktigast för vår uppsats i form av relevans och tillförlitlighet.

2.1.1 Relevans

Den information som en användare fattar sina beslut utifrån måste vara relevant (IASB 2007, Föreställningsramen). Om informationen gör det lättare för användaren att göra bedömningar av framtida, aktuella och inträffade händelser är informationen relevant (ibid). Relevant information kan rent konkret innebära att de förväntningar som finns på ett företag skall göras mindre osäkra (Marton et al. 2008). Enligt Marton et al. (2008) innebär även relevans att den information som presenteras skall presenteras vid rätt tidpunkt.

Väsentlighet, som är en del av relevans, kommer till uttryck när en bedömning skall göras om en transaktion eller annan händelse är betydande eller ej för att den skall redovisas (IASB 2007, Föreställningsramen). Det är de omständigheter kring en transaktion som är avgörande för om den är väsentlig eller ej (Marton et al. 2008). Exempelvis kan väldigt små transaktioner sakna betydelse och skall därför inte behöva särredovisas ty dess väsentlighet är för låg. IASB skriver i föreställningsramen att ”väsentlighet är därför mer en fråga om en tröskelnivå än en grundläggande kvalitativ egenskap som informationen måste ha för att vara användbar” och klargör därav att det är fråga om att göra en bedömning av vad som avses vara väsentligt att ta med i redovisningen.

2.1.2 Tillförlitlighet

Med tillförlitlighet menar IASB (2007, Föreställningsramen) att den information som lämnas inte får innehålla väsentliga fel och att informationen inte är vinklad på något sätt. Informationen skall alltså vara tillförlitlig, det vill säga att användaren kan lita på att det är en korrekt bild av företaget som lämnas i rapporteringen. Företrädesvis används tillförlitlighet när det är fråga om att något skall mätas i redovisningen (Marton et al. 2008). Mätning som sker i företag får inte innehålla brister, exempelvis kan brister vara att den metod som används inte är tillförlitlig eller att den person som genomför mätningen gör det på ett felaktigt sätt (ibid).

Relevans och tillförlitlighet strider ofta mot varandra och det måste göras en avvägning mellan dessa i redovisningen (Marton et al. 2008). I IAS 39 görs en avvägning mellan dessa då det i mångt och mycket handlar om värdering till verkligt värde. Relevant information kan vara exempelvis att presentera så aktuella värden som möjligt i ett företag med hjälp av att värdera tillgångar och skulder till verkliga värden (ibid). Problemet är att verkliga värden inte alltid är tillförlitliga och det kan därför vara svårt att fastställa ett sådant värde vilket gör att tillförlitligheten blir låg (ibid). För att undkomma detta skriver Marton et al. (2008) att IASB

har valt att endast tillämpa verkliga värden i värdering av tillgångar och skulder när det kan ske på ett tillförlitligt sätt. Tidsaspekten är även viktig när en avvägning mellan relevans och tillförlitlighet görs, tillförlitlig information kan dröja att ta fram och säkerställa medan information som dröjer förlorar sin relevans och därav måste en avvägning mellan dessa göras (IASB 2007, Föreställningsramen).

2.1.3 Avvägning mellan nytta och kostnad

Den avvägning som IASB gör är att den nytta som åstadkommes med hjälp av finansiell information bör vara större än kostnaden för att ta fram den (IASB 2007, Föreställningsramen). IASB anger inte hur avvägningen skall göras i det enskilda fallet utan menar att bedömningar är det som ska styra prövningen. Viktigt att betänka är att det inte alltid är den aktör som får nyttan av den finansiella informationen som även får bära kostnaderna för den (ibid).

2.2 Verkligt värde

Under de senaste åren har trenden gått från att värdera tillgångar till historiska anskaffningsvärden till att istället använda marknadsbaserade mått som exempelvis verkligt värde i en större utsträckning (Ferguson 2008). Värdering till verkligt värde är den typ av värdering som ger mer relevanta och aktuella värden i förhållande till historiska värden (ibid). Att värdera till verkligt värde är inte alltid helt problemfritt men värderingsformen är här för att stanna så en anpassning till detta är viktig (ibid).

IASB har sitt primära fokus på investerare som användare av redovisningen och har valt att inrikta värdering av vissa tillgångar till verkligt värde, inkluderat finansiella instrument, för att visa en mer rättvisande bild av ett företags tillgångar (Marton et al. 2008). Denna inriktning har IASB valt eftersom de vill informera redovisningens användare så som analytiker och kapitalägare om bolagets ställning på ett så bra och aktuellt sätt som möjligt (Precht 2007). Det upplevs dock ibland som problematiskt att ta fram ett tillförlitligt verkligt värde men enligt IASB anses det ovanligt att en sådan post som skall värderas till verkligt värde inte med tillförlitlighet kan värderas. Alla finansiella instrument skall därmed i princip kunna värderas på ett tillförlitligt sätt (Rundfelt 2001).

När värdering sker till verkligt värde enligt IASB ligger fokus på att beräkna nuvärdet av alla framtida betalningsflöden som kan kopplas till en viss tillgång (Marton et al. 2008). De framtida betalningarna är uppskattningar som är väldigt svåra att göra och som kan medföra subjektiva bedömningar vilket då kan sänka tillförlitligheten på värdet (Ferguson 2008). Det är dock lättare att fastställa det verkliga värdet om det finns en tillgänglig marknad där tillgångens värde kan bestämmas, där utbud och efterfrågan genererar ett pris (ibid). Tillförlitligheten beskrivs ibland som extra viktig eftersom värdet som anges kan vara föremål för en rad olika bedömningar (Ernst & Young Global 2005). När sådana bedömningar görs finns det en överhängande risk att de inte är tillförlitliga och därav bör det utförligt beskrivas vilket tillvägagångssätt som använts, vilka antaganden som har gjorts och hur dessa har påverkat värdet (ibid).

Det finns även en del kritiker till verkligt värde, att det inte skulle ge en ökad förståelse för en investerare om den typen av värdering tillämpas (Precht 2007). Gunnar Ek, som representerar Aktiespararna, menar att det inte bara är positivt med verkligt värde utan att det snarare kan medföra en försvåring då en läsare måste använda notapparaten för att kunna förstå den värdering som har gjorts (ibid). Att värden i balansräkningen kan komma att skifta mellan åren är också troligt då en lågkonjunktur medför lägre verkliga värden vilket skulle kunna generera stora svängningar i balansräkningen (ibid). Andra åsikter som går mot en värdering

till verkligt värde är att när värderingen ska ske utifrån en marknad kan det vara så att det pris som råder på den aktuella marknaden inte nödvändigtvis är rättvisande för en tillgång (Page & Whittington 2007). Det skulle även kunna vara så att värdet som en marknad visar endast är ett marknadspris för en tillgång och inte det nyttjandevärde som ett företag kan anses ha för den avsedda tillgången, dessa värden behöver inte alltid vara likvärdiga (ibid). Allmänt uppstår en rad olika problem med värdering till verkligt värde i samband med de bedömningar som görs när ett värde skall fastställas.

2.3 IAS 39

Marton² menar att grundtanken med IAS 39 är att alla tillgångar skall tas upp till verkligt värde i redovisningen eftersom det är på detta sätt som företagen själva behandlar sina tillgångar och därmed ska det även framgå av redovisningen. För alla finansiella instrument finns det även ett allmänt antagande om att verkligt värde kan fastställas på ett tillförlitligt sätt (Öhrlings PWC 2004). Antagandet bygger på att det i IAS 39 har fastställts ett antal metoder som i rangordning skall användas för att få fram ett verkligt värde. Marton³ menar dock att verkligt värde i realiteten ej är möjligt att tillämpa för alla typer av tillgångar utan att det finns undantag till standardens grundtanke. IAS 39 var till exempel ursprungligen endast avsedd att vara en provisorisk standard eftersom den inte möjliggjorde någon verkligt värde-redovisning för alla typer av finansiella instrument (Epstein & Mirza 2005). Numera anger IASB att verkligt värde-redovisning för alla finansiella instrument är ett långsiktigt mål (ibid). Om och när det blir möjligt att tillämpa verkligt värde för alla finansiella instrument i redovisningen kommer mycket av den komplexitet som nu råder med IAS 39 troligen att försvinna (ibid). Förenklade redovisningsrutiner kommer troligen bli följden när standarden slutar att stödja en mix av verkliga värden och anskaffningsvärden eftersom behovet av specialregler försvinner. Även JWG (2000) menar att den nuvarande mixen mellan anskaffningsvärden och verkliga värden innebär betydande brister, vilket inte är hållbart sett utifrån ett längre perspektiv. Enligt punkt 4 i Basis for Conclusions för IAS 39 beror valet mellan verkliga värden och anskaffningsvärden delvis på vilka avsikter företag har med innehavet (IASB 2006). JWG (2000) instämmer tillika i att verkligt värde är det mest relevanta för finansiella rapporter och att det förutom för vissa privata egetkapitalinstrument går att ta fram tillräckligt tillförlitliga verkliga värden. Det är dock avgörande att företag tar fram för verksamheten lämpliga policys för hur verkliga värden ska bestämmas för att kunna försäkra sig om att uppskattningarna görs konsekvent och vilar på en tillförlitlig bas (ibid).

IAS 39 kan sägas vara uppbyggd av huvudsakligen tre olika avsnitt; tidpunkt för redovisning och bortbokning, redovisning och värdering och slutligen derivat och säkringsredovisning (Holmqvist-Larsson, Pilebjer-Bosson & Wideroth 2004). Vår uppsats kommer främst att beröra den andra delen av IAS 39, det vill säga värdering av finansiella instrument. Vid det första värderingstillfället värderas enligt standarden finansiella tillgångar till verkligt värde, vilket vanligtvis motsvaras av anskaffningsvärdet för tillgången (Öhrlings PWC 2004).

2.3.1 Definitioner

IAS 39 berör i punkt 8 och 9 de definitioner som är centrala för hela standarden. Vissa av begreppen definieras ursprungligen i punkt 11 i IAS 32 Finansiella instrument: Klassificering och är *finansiellt instrument*, *finansiell tillgång*, *finansiell skuld* och *egetkapitalinstrument* (IASB 2007, IAS 39). Vi väljer här att också definiera begreppet upplupet anskaffningsvärde. En definiering av begreppen är av yttersta vikt för att kunna bedöma tillämpbarheten av reglerna för redovisning av finansiella instrument (Marton et al. 2008).

² Jan Marton doktor i redovisning, uppsatsmöte den 22 april 2008.

³ Jan Marton doktor i redovisning, uppsatsmöte den 22 april 2008.

Ett *finansiellt instrument* är varje form av avtal som ger upphov till en finansiell tillgång i ett företag och en finansiell skuld eller egetkapitalinstrument i ett annat företag (IASB 2007, IAS 32).

En *finansiell tillgång* är varje tillgång i form av:

- kontanter,
- egetkapitalinstrument i ett annat företag,
- avtalsenlig rätt att:
 - erhålla kontanter eller annan finansiell tillgång från ett annat företag, eller
 - byta en finansiell tillgång eller finansiell skuld med ett annat företag under villkor som kan vara förmånliga för företaget (IASB 2007, IAS 32).

En *finansiell skuld* är varje skuld i form av avtalsenlig förpliktelse att:

- erlægga kontanter eller annan finansiell tillgång till ett annat företag, eller
- byta en finansiell tillgång eller en finansiell skuld med annat företag under villkor som kan vara oförmånliga för företaget (IASB 2007, IAS 32).

Ett *egetkapitalinstrument* är varje form av avtal som innebär en residual rätt i ett företags tillgångar efter avdrag för alla dess skulder (IASB 2007, IAS 32). Aktier utgör den vanligaste varianten av egetkapitalinstrument (Marton et al. 2008).

Upplupet anskaffningsvärde är det belopp till vilket den finansiella tillgången eller den finansiella skulden värderas vid anskaffningstillfället efter diverse avdrag (IASB 2007, IAS 39).

2.3.2 Kategorisering av finansiella instrument

IAS 39 definierar fyra olika kategorier av finansiella instrument, *finansiella tillgångar eller finansiella skulder värderade till verkligt värde via resultaträkningen, investeringar som hålles till förfall, lånefordringar och kundfordringar* samt *finansiella tillgångar som kan säljas* (IASB 2007, IAS 39). En genomgång av hur olika finansiella instrument kategoriseras är viktig bland annat eftersom denna klassificering avgör hur den efterföljande värderingen av instrumentet skall ske (Öhrlings PWC 2004). Finansiella instrument värderade till verkligt värde via resultaträkningen och tillgångar som kan säljas värderas till verkliga värden medan låne- och kundfordringar och investeringar som hålles till förfall värderas till upplupet anskaffningsvärden. Generellt sett hänförs kortsiktiga tillgångar och skulder till kategorin tillgångar/skulder värderade till verkligt värde via resultaträkningen, långsiktiga tillgångar till kategorin tillgångar som kan säljas och de tillgångar som innehåses under längst tid till kategorin investeringar som hålles till förfall (Marton et al. 2008). De kategorier som kan bli aktuella för onoterade aktier är *finansiella tillgångar eller finansiella skulder värderade till verkligt värde via resultaträkningen* och *finansiella tillgångar som kan säljas*, varför vi väljer att endast beskriva dessa mer utförligt nedan. Aktier och andra aktierelaterade värdepapper har till exempel inte någon beslutat förfallotidpunkt och kan därmed ej klassificeras som tillgångar som innehåses till förfall (Öhrlings PWC 2004).

Finansiella tillgångar eller finansiella skulder värderade till verkligt värde via resultaträkningen

Denna kategori tillhör de finansiella instrument som antingen klassificeras som *innehåses för handel* eller som kan identifieras som värderade till verkligt värde via resultaträkningen vid det första redovisningstillfället, det så kallade *fair value option* (IASB 2007, IAS 39).

Innehas för handel innebär att det finansiella instrumentet:

- förvärvades eller uppkom med huvudsyfte att säljas eller återköpas på kort sikt,
- ingår i en portfölj med identifierade finansiella instrument som förvaltas tillsammans och för vilka det finns ett bevisat nyligen faktiskt mönster av kortfristiga realiseringar av vinst, eller
- ett derivat (förutom ett derivat som är ett finansiellt garantiavtal eller ett identifierat och effektivt säkringsinstrument) (IASB 2007, IAS 39).

Fair value option möjliggör att alla finansiella instrument kan klassificeras som värderade till verkligt värde via resultaträkningen förutsatt att valet sker vid anskaffningstidpunkten och att vissa villkor är uppfyllda (Marton et al. 2008). Grundtanken enligt Basis for Conclusions för IAS 39 bakom fair value option är att underlätta tillämpningen av IAS 39 för vissa företag genom att alla finansiella instrument som utgångspunkt tilläts värderas till verkliga värden (IASB 2006).

Finansiella tillgångar som kan säljas

Finansiella tillgångar som kan säljas är tillgångar som kan säljas och som inte är derivat eller som inte hänförs till kategorierna *lånefordringar och kundfordringar, investeringar som hålles till förfall* eller *finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen* (IASB 2007, IAS 39). Denna kategori kan därmed ses som en residualkategori där de finansiella tillgångar som inte har hänförts till någon av de tre övriga kategorierna placeras (Marton et al. 2008).

2.3.3 Aktier

Aktiv marknad

Aktier på en aktiv marknad utgör enligt definition ett egetkapitalinstrument och faller således inom kategorin finansiell tillgång eller finansiell skuld värderad till verkligt värde (IASB 2007, IAS 39). Dessa aktier skall följaktligen värderas till verkligt värde vid anskaffningstillfället och vid efterföljande värdering i enlighet med p.43 och p.46 i stycket (ibid).

Verkligt värde skall i första hand bestämmas utifrån *noterade priser på en aktiv marknad* (IASB 2007, IAS 39). ”Ett finansiellt instrument betraktas som att det noteras på en aktiv marknad om noterade priser med lätthet och regelbundet finns tillgängliga på en börs, hos en handlare, mäklare, branschorganisation, företag som tillhandahåller aktuell prisinformation eller tillsynsmyndighet och dessa priser representerar faktiska och regelbundet förekommande marknadstransaktioner på affärsmässiga villkor” (ibid). När bedömningen sker huruvida finansiella instrument har en aktiv marknad eller ej är det viktigt att de bedöms separat, skulle ett instrument sakna aktiv marknad är detta därmed inget bevis för att liknande finansiella instrument saknar aktiv marknad (Global Public Policy Committee 2007). Anledningen till att noterade priser på en aktiv marknad anses vara det bästa beviset på verkligt värde framgår av Basis for Conclusions för IAS 39 (IASB 2006). Förklaringen är att det innebär en konsekvent värdering företag emellan och att verkligt värde ej ska bero på företagspecifika faktorer enligt begreppets definition i IAS 39.

Ingen aktiv marknad

I det fall en aktiv marknad saknas anger IAS 39 i punkt 48A att värderingstekniker skall användas för att bestämma verkliga värden (IASB 2007, IAS 39). Syftet med värderingsteknikerna är att åstadkomma en hypotetisk aktiv marknad, genom att i enlighet med IAS 39: ”fastställa vad transaktionspriset skulle ha varit vid värderingstidpunkten för en transaktion mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs, och som är motiverad av sedvanliga affärsvillkor” (IASB 2007, IAS 39).

Värderingstekniker innefattar att använda nyligen genomförda transaktioner mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och har ett intresse av att transaktionen genomförs, om sådana finns tillgängliga, hänvisning till aktuellt verkligt värde för ett annat instrument som i allt väsentligt är likadant, analys av diskonterade kassaflöden och optionsvärderingsmodeller. Om det finns en värderingsteknik som är bruklig bland marknadsaktörer för att prissätta instrumentet och denna teknik har visat sig ge tillförlitliga uppskattningar av priser som kan erhållas i faktiska marknadstransaktioner använder företaget den tekniken (IASB 2007, IAS 39).

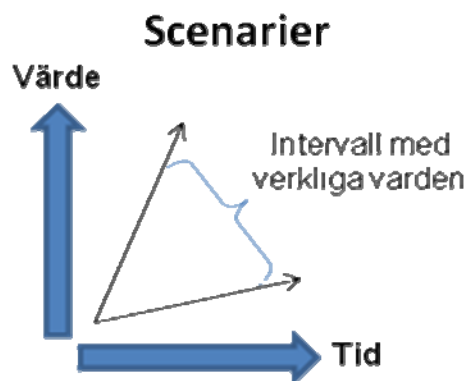
Vid användandet av värderingstekniker är det av yttersta vikt att företagen främst fokuserar på aktuell marknadsinformation snarare än på företagsspecifik information. Anledningen är att det verkliga värdet ska motsvara vad en tänkt aktiv marknad skulle värdera tillgången till givet den marknadsinformation som förelåg på transaktionsdagen (Global Public Policy Committee 2007). Detta innefattar då att alla de faktorer som marknadsaktörer normalt skulle använda vid en prissättning även skall innefattas i värderingstekniken. Trots att en aktiv marknad inte existerar för onoterade aktier skall ändå transaktioner som eventuellt sker på instrumentets marknad beaktas i processen att fastställa ett verkligt värde (ibid). De faktorer som en värderingsteknik för onoterade aktier bör innefatta och som därmed det verkliga värdet baseras på är framförallt; *pengars tidsvärde, kreditrisk, aktiekurser och volatilitet* (IASB 2007, IAS 39). När en aktiv marknad saknas för ett finansiellt instrument leder detta i vissa fall till att företag tar hjälp av externa värderare så som mäklare för att fastställa ett verkligt värde (Global Public Policy Committee 2007).

Värdering av onoterade aktier till verkligt värde förutsätter dock att dessa värden kan fastställas på ett *tillförlitligt* sätt, annars skall anskaffningsvärden användas (IASB 2007, IAS 39). Således skall de onoterade aktierna när tillförlitligheten är bristande inte identifieras som värderade till verkligt värde via resultaträkningen (ibid). Kriterierna för fastställandet av tillförlitliga verkliga värden för onoterade aktier regleras i Bilaga A i punkterna VT80-81 enligt följande:

- Variationen inom intervallet med rimliga verkliga värden inte är betydande för detta instrument *eller*
- Sannolikheterna för de olika uppskattningarna i intervallet kan bedömas på ett rimligt sätt och användas vid uppskattningen av verkligt värde (IASB 2007, IAS 39).

Om intervallet med rimliga uppskattningar av det verkliga värdet är betydande och sannolikheterna för de olika uppskattningarna inte kan bedömas på ett rimligt sätt får företaget inte värdera instrumentet till verkligt värde (IASB 2007, IAS 39).

Reglerna om tillförlitlighet bygger på att företag värderar tillgångar så som onoterade aktier till verkliga värden utifrån olika uppskattade framtida scenarier om hur det onoterade företaget förväntas utvecklas värdemässigt. De rimliga verkliga värden som framtagna scenarier resulterar i får enligt IAS 39 VT 80 därmed inte variera betydande för att valt verkligt värde ska anses vara tillförlitligt i enlighet med figur 1. Kan däremot det uppskattade verkliga värdet i intervallet bestämmas med tillräcklig hög sannolikhet kan värdet trots stor variation anses vara tillförlitligt i enlighet med IAS 39 VT80.⁴



Figur 1. Verkligt värde vid framtagna scenarier.

2.4 Problem och bedömningar vid värdering av onoterade aktier

Värdering av finansiella instrument så som onoterade aktier kräver att en bedömning görs avseende relevans och tillförlitlighet (Marton et al. 2008). Bedömningen krävs för att avgöra hur användbar värderingen kan anses vara för användare av finansiella rapporter. Ett verkligt värde kan till exempel ofta anses vara relevant för olika användare men denna kvalitativa egenskap måste även ställas mot hur tillförlitligt värdet kan anses vara (ibid). Begreppen verkligt och värde beror också till stor del på vilket perspektiv både användaren av informationen och värderaren har och det är därför viktigt att vid värderingen ställa frågan verkligt för vem (Allatt 2001). Ett värde som av företagen anses vara verkligt behöver nödvändigtvis inte uppfattas som verkligt av den finansiella informationens användare. Vid värderingen av onoterade aktier kan flera faktorer påverka bedömningen av hur instrumentet skall prissättas. Marton et al. (2008) menar att företag måste göra egna bedömningar för att kunna avspegla sin unika ekonomiska situation. Samtidigt kan dessa bedömningar innebära subjektiva inslag som påverkar värderingen av företagets onoterade aktier (Ferguson 2008). För onoterade aktier krävs det att det verkliga värdet bestäms genom att hypotetiska marknadsvärden tas fram med hjälp av värderingsmodeller som bygger på företagets antaganden om framtiden (Ernst & Young Global 2005). Diskussioner förs huruvida dessa hypotetiskt framtagna värden är tillräckligt användbara för användarna av den finansiella informationen med avseende på de kvalitativa begreppen begriplighet, relevans, jämförbarhet och tillförlitlighet (ibid). Värderingsmodellerna kräver en mängd indata i form av bland annat framtida kassaflöden, diskonteringsräntor, prisförändringar och marknadsuppfattningar av framtida efterfrågan och tillväxttakt, som ska uppskattas av företagets ledning (Wilson 2008). Konkurrenssituationen utgör ytterligare indata som måste bedömas eftersom den påverkar värderingsmodellen (Ernst & Young Global 2005).

Värderingsmodeller kan ses som precisa i sig matematiskt, förutsatt vissa indata, men för att det ska vara möjligt att ta fram ett verkligt värde för ett företags onoterade aktier krävs det även att företaget gör egna bedömningar av nuläget och framtiden (Larsen 2006). Larsen

⁴ Jan Marton doktor i redovisning, uppsatsmöte den 22 april 2008.

(2006) menar att denna subjektivitet bland olika företag till följd av skilda uppfattningar och bedömningar i sin tur kan resultera i olika syn på verkliga värden. En förklaring till subjektiviteten kring onoterade aktier är att tillämpningen av värderingsmodeller innebär ett fokus på mer principer till skillnad från tillgångar med en mer aktiv marknad som istället har ett mer regelbaserat fokus (Kraft 2005). Värderingen av tillgångar som onoterade aktier kan därmed ses mer som en konst än som en vetenskap (Kraft 2005). Viktiga frågor att ställa sig vid användandet av värderingsmodeller för finansiella instrument är om användarna av den finansiella informationen är införstådda i hur hypotetiskt och subjektivt det verkliga värdet kan vara. Kan överhuvudtaget tillförlitlighet anses föreligga när det rör sig om denna typ av värdering som inte kan verifieras oberoende och kan denna ej tillförlitliga information då betraktas som relevant (Ernst & Young Global 2005).

Orsaken till bristande tillförlitlighet och relevans för onoterade aktiers verkliga värden kan vara flera. I och med att både en aktiv marknad för identiska tillgångar och för jämförbara tillgångar oftast saknas för onoterade aktier tvingas företag istället att extrapolera och interpolera för att få fram indata till använda värderingsmodeller vilket oundvikligen innebär subjektivitet (Ferguson 2008). Extrapolera innefattar att uppskatta värden utanför ett intervall med kända värden medan interpolera innebär att uppskatta okända värden innanför ett bestämt intervall (Allén et al. 2004). Detta faktum får till följd att även mindre ändringar i framtagna indata till värderingsmodeller kan resultera i en stor förändring av det framräknade verkliga värdet (Wilson 2008). Indata som kan bli problematisk att uppskatta för tillgångar som saknar aktiv marknad är bland annat den ränta som framtida kassaflöden ska diskonteras med (Jackson & Lodge 2000). Damodaran (2000) anser att bolag som det är svårt att uppskatta kassaflöden och diskonteringsräntor för alltför ofta inte anses kunna värderas med hjälp av värderingsmodeller. Storleken på det företag som skall värderas kan också påverka hur mycket information som finns tillgänglig om bolaget vid värderingsprocessen (Barth & Clinch 1998) Tillämpningen av verkliga värden för onoterade aktier kan också i många fall påverkas av vilken kompetens som finns inom företagen avseende värderingsmodeller (Ferguson 2008). Till följd av att värderingsmodeller ofta är väldigt komplicerade kan det även i vissa fall krävas av företagen att de tar hjälp från externa experter med rätt kompetens för att kunna ta fram verkliga värden med hjälp av modeller.

Anskaffningsvärden som värderingsmetod kan av många företag istället uppfattas som tydlig och lätt att tillämpa (Jackson & Lodge 2000). Kraft (2005) menar till exempel att värdering till verkliga värden förutom att vara komplicerad även är tidskrävande för företaget. Vid användningen av anskaffningsvärden har företagets ledning också en större makt att själva påverka värderingen genom att redovisa värden som visar upp en bra bild av företagets finansiella position (Barlev & Haddad 2003). På så sätt motsvarar anskaffningsvärden snarare "ledningens röst" medan värdering till verkligt värde innebär "marknadens röst" i och med att ledningen inte ska ha något direkt inflytande på hur detta värde ska se ut. MacFadyen (2007) menar att svårigheten i att värdera privata företag medför att uppskattade verkliga värden ibland kan tendera att bli kraftigt överdrivna, vilket kan bli problematiskt då det ger en fel bild av bolaget.

2.5 Värdera privata företag med hjälp av diskonterat kassaflöde

2.5.1 Definition av diskonterat kassaflöde

Ett privat företag kan liksom ett publikt företag värderas genom att beräkna nuvärdet av förväntade framtida kassaflöden diskonterade med en lämplig ränta i enlighet med modellen i figur 2 (Damodaran 2002).

$$\text{Värde} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

där

n = tillgångens livslängd.

CF_t = Kassaflöde under period t.

r = diskonteringsränta som innefattar den risk som föreligger.

Figur 2. Kassaflödesmodell – allmänt (Damodaran 2002).

Modellen utgår inledningsvis ifrån ett antal uppskattade framtida kassaflöden, bedömningar om hur dessa kassaflöden förväntas variera beloppsmässigt och tidsmässigt och pengars tidsvärde (JWG 2000). Värdering av olika tillgångar med hjälp av diskonterade kassaflöden innebär olika grader av osäkerhet där till exempel värdering av aktier innebär förväntade framtida kassaflöden med betydande osäkerhet (Damodaran 2002). Osäkerheten kring storleken på framtida kassaflödena avspeglar sig i den diskonteringsränta som används i värderingsmodellen, genom att större risk innebär en högre ränta och lägre risk en lägre ränta (ibid). För kassaflödesvärdering kan det huvudsakligen handla om tre olika saker som ska värderas; endast det egna kapitalet, hela företaget och slutligen företaget i olika delar. Till följd av att vår uppsats berör värdering av onoterade aktier blir värderingen av det egna kapitalet mest intressant för oss.

Värdet av det egna kapitalet för ett privat företag erhålls genom att diskontera det framtida kassaflödet med en diskonteringsränta som motsvaras av avkastningen på eget kapital i enlighet med figur 3 (Damodaran 2002). Det handlar därmed om det kassaflöde som återstår efter att alla kostnader, investeringar, skatter och räntor är avdragna. För att värderingen av eget kapital ska bli så rättvisande som möjligt är det därmed av yttersta vikt att rätt ränta används för att diskontera kassaflödet (ibid). Ett enkelt sätt att avgöra vilket kassaflöde det är som verkligen diskonteras i ett företag är att undersöka om räntekostnader har dragits av (ibid). Har detta gjorts innebär det kassaflöde från det egna kapitalet och därmed ska avkastningskravet på eget kapital användas som diskonteringsränta.

$$\text{Värdet på eget kapital} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to equity}_t}{(1+k_e)^t}$$

där

n = tillgångens livslängd.

CF to equity_t = Förväntat kassaflöde från eget kapital under period t.

k_e = avkastningskrav på eget kapital.

Figur 3. Kassaflödesmodell – eget kapital (Damodaran 2002).

2.5.2 Uppskatta indata till kassaflödesmodeller

Principen för att värdera ett privat företag genom diskonterade kassaflöden är därmed densamma som för ett offentligt företag, skillnaden ligger istället i att privata företag ställs inför fler bedömningsproblem (Damodaran 2002). Orsaken till problemen är bland annat att informationsutbudet för privata företag är begränsat, både tillbaka i tiden och innehållsmässigt. Petersen, Plenborg och Schøler (2006) menar att privata företag enligt lagen inte behöver redovisa uppgifter om verksamheten i samma utsträckning som offentliga företag behöver, vilket försvårar bedömningen av framtida kassaflöden. Bristen på historisk och aktuell marknadsinformation är också det största problemet med att använda diskonterat kassaflöde för privata företag. Detta beror på att denna information krävs för att kunna göra en god uppskattning av den riskparameter som ska ingå i den använda diskonteringsräntan, det så kallade betavärdet (Damodaran 2002).

2.6 Agentteorin

Agentteorin handlar om relationen mellan två olika aktörer vanligen kallade *principalen* samt *agenten* (Riahi-Belkaoui 2004). I ett företag kan principalen utgöras av aktieägarna och agenten av ledningen. Principalen anställer agenten för att denne skall handla i principalens intresse men Agentteorin antar däremot att alla individer handlar i deras eget självintresse (Anthony & Govindarajan 2003). Det finns två antaganden i teorin angående hur principalen delegerar beslutsfattandet till agenten (Samuelsson 2004). Det första antagandet handlar om att en individ handlar utifrån att maximera sin egen nytta. Det andra antagandet gäller rationalitet och opartiskhet i de handlingar som individen genomför (ibid). Om agentens egenintresse inte sammanfaller med principalens och agenten inte handlar för att åtgärda detta uppkommer agentproblemet (ibid). Ett informationsproblem gör sig också gällande när agenten använder sig av privat information som inte kan verifieras av principalen, vilket kallas *The moral-hazard problem* (Riahi-Belkaoui 2004). Problemet innebär att agenten handlar utifrån sitt eget intresse och att principalen inte blir informerad trots att denna kräver det.

I redovisningen kan motsvarande problem uppstå om ett företag redovisar utifrån sitt självintresse och undanhåller den information som de borde tillhandahålla sina ägare. Ett exempel som Samuelsson (2004) tar upp är optionsprogram som är beroende av bolagets aktiekurs. Optionsprogrammet beror på aktiekursen och är ett sätt att undvika agentproblemet genom att ägarna styr agentens intresse så att det överensstämmer med ägarnas (ibid). Det finns då incitament för agenten att vidta handlingar som höjer aktiens kurs.

Värdering till historiskt anskaffningsvärde kontra verkligt värde är de två värderingsmetoder som vi tidigare nämnt är aktuella vid värdering av finansiella instrument. Barlev och Haddad (2003) gör en koppling mellan Agentteorin och de två värderingsmetoderna. De anser att verkligt värde är en värderingsmetod som gör att agenten inte i lika stor utsträckning kan göra manipulationer och handla utifrån sitt eget självintresse (ibid). Historiska anskaffningsvärden kan medföra *gömda reserver* genom att exempelvis agenten kan ändra värderingen av ovissa skulder eller sälja av undervärderade tillgångar för att maximera sin egen nytta. Genom att istället tillämpa verkligt värde som värderingsmetod kan inte agenten i lika stor utsträckning handla utifrån sina egna intressen då det inte finns möjlighet att exempelvis "gömma undan" några dolda reserver i redovisningen. Det verkliga värdet finns ofta att tillgå på en marknad vilket också medför att risken för egna manipulationer är små.

3 Metod

I det här kapitlet kommer vi redogöra och motivera för de metodval som vi har gjort samt fördelar och nackdelar med dessa. Läsaren ges i avsnittet möjlighet att förstå vilket tillvägagångssätt vi har tillämpat under arbetets gång.

3.1 Forskningsmetod

Vid forskning inom samhällsvetenskapen används i huvudsak två olika metoder, kvalitativ och kvantitativ metod (Andersen 1998). Dessa metoder skiljer sig delvis åt, där den stora skillnaden framförallt är att den kvantitativa metoden genererar siffror av den information som insamlats, vanligen vid statistiska undersökningar (Holme & Krohn Solvang 1997). Den kvalitativa metoden fokuserar istället på forskarens tolkning och uppfattning av den information som denne behandlar (ibid). Vi har tillämpat en kvalitativ forskningsmetod och har haft för avsikt att tolka den information som vi samlat in istället för att sammanställa den i siffror. Undersökningen har inte berört ett stort antal företag för att dra några konkreta slutsatser utan snarare kommit fram till en förståelse genom tolkning av ett fåtal företags handlande utifrån vår specifika frågeställning. Kvalitativ metod handlar snarare om förståelse än förklarande (Andersen 1998). Det är förståendet vi strävar efter och därav är antalet företag begränsat till ett fåtal för att vi ska kunna skapa oss en djupare förståelse av dessa. En fördel med den kvantitativa metoden är att det är möjligt att dra statistiska generaliseringar i motsats till den kvalitativa ansatsen som istället inte ger möjlighet till att dra generella slutsatser (Holme & Krohn Solvang 1997). Kvalitativ metod har istället en styrka i att den visar en totalsituation vilket medför en ökad förståelse för det som undersöks (ibid). Till följd av att vår uppsats går ut på att analysera vilka bedömningar ett fåtal företag gör avseende en viss tillgång ser vi det givet att tillämpa en kvalitativ metod där möjlighet ges till att få en djup förståelse för hur företag handlar i en redovisningsfråga. Vi är dock medvetna om att den kvalitativa metoden även uppvisar svagheter. Den nämnda svårigheten i att göra generaliseringar menar vi kan uppstå även för oss genom att våra tolkningar av information är en central del till följd av metodvalet, vilket kan leda till att våra uppfattningar av något därmed inte behöver vara en generaliserad uppfattning.

3.2 Tillvägagångssätt

3.2.1 Datainsamling

Data kan delas upp i två olika kategorier som kallas primär- och sekundärdata (Andersen 1998). Primärdata syftar till den data som en forskare själv samlar in medan sekundärdata är insamlad av andra än den som genomför forskningen (ibid). Den data som vi har använt i vår uppsats består av litteratur, vetenskapliga artiklar, årsredovisningar, redovisningsstandarder samt intervju material. Referensramen utgörs främst av sekundärdata, där litteratur, vetenskapliga artiklar samt redovisningsstandarder ingår. Den empiriska delen av uppsatsen innehåller både primärdata i form av intervju material och sekundärdata i form av årsredovisningar. Sekundärdata har främst inhämtats från universitetsbiblioteket där både litteratur samt olika databaser finns tillgängliga. Att använda en blandning av dessa två källtyper tror vi har givit oss en bred bas för uppsatsen vilket inte hade varit fallet om enbart en viss källtyp tillämpats.

3.2.2 Intervjuform

Holme och Krohn Solvang (1997) menar att det främst finns två olika intervjuformer att utgå ifrån vid en vetenskaplig forskning, nämligen den kvalitativa och den kvantitativa intervjun. Den kvalitativa intervjun utgår ifrån att styra respondenten i så liten utsträckning som möjligt

genom att genomföra intervjun som ett samtal med kvalitativa och ostrukturerade frågetekniker (Andersen 1998). Den kvantitativa intervjun karakteriseras istället av strukturerade intervjutekniker med liten flexibilitet för respondenterna (Holme & Krohn Solvang 1997). Vi har valt att använda den kvalitativa intervjuformen i den här uppsatsen. Motiveringen till valet är att det är den intervjuform som vi anser stämmer bäst överens med vårt i övrigt kvalitativa metodval. Vi har genomfört ett antal personliga djupintervjuer där den kvalitativa intervjun var mest lämplig att använda eftersom den är flexibel och liknar ett vanligt samtal. Som vid alla metodval är det viktigt att reflektera över styrkor och svagheter med det val vi har gjort. Till följd av att valet av intervjuform kan få stor inverkan på de svar som erhålls från respondenterna har vi sett det som viktigt att löpande under uppsatsprocessen reflektera över denna påverkan. Styrkan med den kvalitativa intervjuformen är främst att utifrån givna ramar göra det möjligt för respondenterna att själva påverka samtalets utveckling utifrån sina förutsättningar (ibid). Det kan dock finnas en svaghet med att låta respondenterna styra samtalet för mycket eftersom detta kan leda till alltför subjektiva och missvisande svar. Vi har genomfört fyra personliga intervjuer med personer vars arbetsuppgifter innefattar frågor som berör värdering av onoterade aktier och problematiken kring det. De företag som har intervjuats är Vita Nova Ventures AB, AB Volvo, Investment AB Latour samt Sjätte AP-fonden. Valet av företag grundar sig på att de innehar onoterade aktier och att de varit positivt inställda till personliga djupintervjuer.

Sjätte AP-fonden behöver ej följa IFRS eftersom de ej är en koncern, däremot måste bolaget följa Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden som innefattar att värdera alla placeringar till verkligt värde i redovisningen (Sjätte AP-fonden 2008b). Till följd av att bolaget inte följer IFRS skulle en kritiker kunna hävda att då vår undersökning främst är inriktad på bedömningar kring verkligt värde i relation till IAS 39 skulle Sjätte AP-fonden vara ointressant att beröra. Vi har trots allt ändå valt att inkludera dem i denna undersökning, dels på grund av att de skall tillämpa verkliga värden på onoterade aktier och dels för att de har stora innehav av onoterade aktier. Däremot kommer analysen av bolaget främst att beröra vilka bedömningar som görs kring begreppet verkligt värde snarare än hur regelverket tillämpas.

3.2.3 Intervjuns tillvägagångssätt

Genom vårt val av den kvalitativa intervjuformen har vi inte tillämpat standardiserade frågeformulär eftersom detta oftast begränsar respondentens möjlighet att föra fram sina egna uppfattningar (Holme & Krohn Solvang 1997). Vi har istället genomfört personliga djupintervjuer där vi har utgått ifrån en intervjumanual som bygger på öppna frågor med möjlighet till fördjupningsfrågor, dessa finns bifogade i bilaga 1. Öppna frågor är att föredra framför slutna eftersom de senare endast kan besvaras med ett ja eller ett nej medan öppna frågor kräver förklaringar eller utvecklingar genom att de ofta inleds med ord som vad, hur och varför (Häger 2007). Till följd av att vår uppsats analyserar personers bedömningar har det varit viktigt för oss att använda till övervägande del öppna frågor för att få respondenterna att föra en djupare diskussion. Häger (2007) anser också att åtminstone 80 procent av intervjufrågorna bör vara öppna. En viktig aspekt som vi reflekterat över under utförandet av intervjuerna är att den öppna intervjun ställer höga krav på oss som uppsatsskrivare genom att det krävs att vi både lyssnar, tolkar och ställer fördjupningsfrågor löpande under intervjun (Andersen 1998). Det har därmed varit viktigt för oss att verkligen få svar på de grundläggande frågor som utgjort vår intervjumanual och inte låta respondenten styra in intervjun på områden av mindre intresse. Frågorna i vår intervjumanual har baserats på vår problemformulering för att intervjuerna ska få rätt syfte. Vi har även spelat in alla våra intervjuer för att säkerställa att vårt tolkningsunderlag blivit så gediget som möjligt. Den frågemanual som vi har skapat har inte skickats till våra intervjupersoner i förväg. Vi tror att

intervjupersonerna har svarat mer spontant på våra frågor när de i förväg inte vetat exakt vad vi ska fråga om. Samtidigt måste denna spontanitet vägas mot svagheten att respondenterna inte har kunnat förbereda sig fullt ut och därmed eventuellt kunnat svara utförligare på våra frågor. Vi har dock värderat spontaniteten högre i vårt fall eftersom vi tror att denna är viktig för att få mer trovärdiga svar. Längden på intervjuerna var mellan 30 och 60 minuter och genomfördes på respektive företag.

3.2.4 Analys och tolkning av data

Analys och tolkning av data utgör en viktig del i flera metodsynsätt (Arbnor & Bjerke 1994). Tolkning av data är till exempel nödvändig att utföra eftersom ofullständig information som existerar måste ges en helhet (Wallén 1996). Arbnor och Bjerke (1994) definierar begreppet analys som ”en djupgående undersökning av en existerande situation”. För att åstadkomma en helhet och på så sätt överskådlighet handlar analys om förenkling (Andersen 1998). Förenklingen har åstadkommits genom att i analysen utgå från vår uppsatta problemställning och på så sätt bortse från den information som inte är relevant. Det här tillvägagångssättet menar vi har varit nödvändigt för att kunna förenkla analysprocessen. Samtidigt anser vi det vara av yttersta vikt att vi som författare är nogga i valet av data att analysera så att relevant information inte sällas bort och omöjliggör identifieringen av olika mönster i empirimaterialet. Kvalitativa analyser och tolkningar är mödosamma och ställer stora krav på forskaren (ibid). Anledningen är att det krävs omfattande skriftlig dokumentation men framförallt för att det saknas en erkänd metod för tillvägagångssättet. Det ligger därmed till stor del på forskaren att fastställa hur analysen och tolkningen ska gå till. För att möjliggöra en så bra analys och tolkning som möjligt av vårt insamlade empiriska material och få en överblick ansåg vi det nödvändigt att inledningsvis noggrant sammanställa och strukturera vårt inspelade intervjumaterial utifrån den intervjumanual vi använt oss av. Detta innefattade att ordagrant skriva ned de delar av intervjumaterialet som vi ansåg berörde just vårt problemområde och sedan ordna de svar som behandlade samma fråga tillsammans. Denna sammanställning utgjorde grunden för vår fortsatta analys och tolkning. Sammanställningen av de inspelade intervjuerna i skrift innefattade självklart en risk för informationsförvrängning genom att viktiga detaljer misstolkades eller inte alls nedtecknades. Denna aspekt kan därmed ses som en svaghet med vald intervjumetod och som det därför har varit viktigt att reflektera över.

Wallén (1996) menar att för att förstå ny kunskap krävs det att vi har en förförståelse, genom att den nya kunskapen bygger på tidigare kunskap. Detta synsätt menar vi ställer stora krav på oss forskare genom att det är viktigt att vi besitter rätt och tillräcklig förförståelse för att analysen och tolkningen ska kunna bli så bra som möjligt. Löpande under uppsatsprocessen har vi därför försökt att utöka vår förförståelse genom diskussioner inom gruppen och insamling av relevant information.

Wallén (1996) anger att det är viktigt i analysen av insamlad information att titta på om dolda, underförstådda eller ”dubbla” budskap föreligger. För oss har det därmed varit viktigt att både under intervjuer men även under senare analys av intervjumaterial undersöka om det kan ha funnits dolda budskap. Har respondenten till exempel sagt en viss sak men med kroppsspråk eller på annat sätt antytt något annat? En styrka som vi ser med detta kritiska förhållningssätt gentemot det material som inhämtas är att information som bättre återger verkligheten kan tillåtas komma fram med hjälp av tolkning. Samtidigt som det är en styrka menar vi dock att tolkningen kan ses som en svaghet om den tillåts bli subjektiv genom att vår tolkning skapar just den information som vi vill ha utan att tillräckliga belägg föreligger. Andersen (1998)

anser till exempel att ju mer självkritisk forskaren är till informationen desto mindre är risken för forskarbias genom att benägenheten till att se mönster i allt minskar.

Det är även viktigt att i tolkningen reflektera över att en sändare och en mottagare av information kan se på data på skilda sätt, till exempel inom politiken uppfattningen av motståndarnas politiska program (Wallén 1996). Vi menar att det därför under tolkningsprocessen har varit viktigt att begrunda om respondenterna har tolkat våra intervjufrågor på samma sätt som vi för att kunna dra så korrekta slutsatser som möjligt. Säkerställandet av att det här är vi medvetna om inte alltid är enkelt men vi har ändå försökt att vara tydliga i våra diskussioner med respondenterna för att inga missförstånd ska ha uppstått.

I vetenskapliga forskningar är det även intressant att diskutera forskningsresultatets generaliserbarhet. Alvesson och Sköldberg (2008) menar att kvalitativa undersökningars generaliserbarhet brukar kunna ifrågasättas, vilket kan innebära en svaghet med vår valda forskningsmetod. Vi anser att vår studies kvalitativa upplägg innebär en svårighet i att generalisera vårt forskningsresultat. Den främsta orsaken till detta som vi ser det är att studien huvudsakligen bygger på enskilda personers bedömningar, något som borde vara väldigt individuellt och därmed svårt att generalisera. Istället för att våra slutsatser därmed ska ses som något generellt tillämpbart menar vi att resultatet mer skall ses som en förståelse för vilka bedömningar som kan förekomma i berörda situationer.

3.3 Källdiskussion

3.3.1 Validitet och reliabilitet

Vi anser att det är viktigt att beröra de kvalitativa begreppen validitet och reliabilitet för att uppsatsens vetenskapliga värde ska kunna diskuteras. Validitet innebär att vi mäter det som vi avser att mäta (Wallén 1996). I validitet ingår även begreppet relevans som syftar till att visa hur relevanta valda empiriska begrepp och variabler är i relation till uppsatt problemformulering (Andersen 1998). Reliabilitet innebär istället att ett mätinstrument är pålitligt, det vill säga att en forskare erhåller samma värden vid mätning av samma objekt när upprepade mätningar utförs (Wallén 1996). Det mest optimala för en vetenskaplig forskning är att den uppnår både hög validitet och hög reliabilitet men beroende på bland annat vald forskningsmetod kan validitet och reliabilitet komma i konflikt med varandra (Holme & Krohn Solvang 1997). Konflikten mellan de båda kvalitativa begreppen kan då innebära att vi tvingas prioritera något av dem båda. Holme och Krohn Solvang (1997) menar att det i de här situationerna är mest centralt att fokusera på att uppnå en hög validitet. Med tanke på att vi har valt en kvalitativ metod som förutsätts innebära en hög validitet till följd av närheten till det som studeras kan det därmed ses som en styrka med vår valda forskningsmetod. Självklart är det av väsentlighet att även reflektera över vilka svagheter som föreligger med vår valda kvalitativa forskningsmetod. En närhet till forskningsobjektet behöver till exempel inte alltid vara positivt eftersom forskningsobjektet då kanske inte beter sig naturligt och objektivt till följd av den nära relationen till forskaren (ibid). Ytterligare ett problem som lyfts fram med den kvalitativa metoden är att forskarens bild av undersökningsobjektet kan vara felaktig genom att de signaler som objektet utsänder tolkas fel. Även skilda verklighetsuppfattningar hos forskare och undersökningsobjekt kan bidra till sämre validitet. Lösningen på det senare problemet kan vara att i samband med en intervjufråga avseende ett specifikt område även ställa en fråga om vilken kunskap respondenten besitter på området (ibid).

Vi menar att det i många avseenden kan vara svårt att veta exakt hur nämnd problematik ska bemötas men vi anser att det viktigaste ändå är att vara medvetna om att problematiken

föreligger. Ett sätt att ändå försöka bemöta problematiken menar vi är att först och främst ställa rätt frågor till undersökningsobjektet och på så sätt förebygga att vi mäter det som vi avser att mäta. Inför intervjuer var det därmed av stor vikt att vi som forskare undersökte hur intervjutekniken kunde optimeras. En hög reliabilitet kan främst uppnås med hjälp av en kvantitativ forskningsmetod genom upprepade och statistiska mätningar (Wallén 1996). En hög reliabilitet skulle därmed kunna ifrågasättas i vår undersökning till följd av vårt val av forskningsmetod. Respondenters skilda tolkningar till följd av personliga åsikter leder naturligt till en lägre reliabilitet. För att hålla reliabiliteten på en acceptabel nivå har vi ansett det nödvändigt att dels analysera och tolka det empiriska underlaget noggrant så att inga förhastade slutsatser dragits och även att försöka bortse från respondenters subjektiva åsikter. Slutligen anser vi det vara av yttersta vikt att frågor rörande hög validitet och reliabilitet inte endast berörs i planeringen av en undersökning utan även löpande under processen.

3.3.2 Källkritik

För att uppsatsen ska få ett vetenskapligt värde anser vi att det är viktigt att förhålla sig kritisk till de källor som använts under processen. Alvesson och Sköldberg (2008) menar att eftersom forskaren oftast betraktar verkligheten via en källa kan förvrängning av informationen uppstå som måste beaktas i forskningen. Med källa menas någonting som kan bidra med kunskap om en historisk händelse. Källkritik innebär till stor del att bedöma *avstånd* och *beroende* (ibid). Med avstånd avses hur lång tid som har förflutit sedan händelsen inträffade som källan uttalar sig om medan beroende syftar på hur många andra källor informationen gått via innan den nuvarande källan har tagit del av den.

Berörda aspekter avseende källkritik har därmed varit viktiga för oss att beakta under uppsatsprocessen för att vi ska vara medvetna om hur mycket informationen har förvrängts. Vi menar att det här har varit speciellt viktigt vid användandet av sekundärdata för att kunna bedöma om informationen stämmer överens med den ursprungliga källan. Vi har använt oss av vetenskapliga artiklar från databaser som vi därmed har granskat kritiskt. Frågor som vi ansett varit extra viktiga att beröra är hur aktuell källan varit avseende det problemområde som vi undersökt och vad källan byggt sin information på. Även primärdata i form av intervjusvar har vi betraktat källkritiskt genom att bedöma subjektivitetens påverkan på svaren.

4 Empiri

I det här avsnittet redogör vi för vad som framkommit under de fyra intervjuerna som har genomförts. Avsnittet är strukturerat genom att varje företag beskrivs var för sig för att tydligt redogöra för vad varje specifik intervju har genererat för information.

4.1 Respondenter

Vi har valt att utföra personliga djupintervjuer på företagen Vita Nova Ventures AB, AB Volvo, Investment AB Latour samt Sjätte AP-fonden. Intervjuerna utfördes enligt följande: Vita Nova Ventures AB onsdagen den 7 maj 2008 med ekonomichef Anders Sjögren, AB Volvo fredagen den 9 maj 2008 med IFRS-expert Anna Sikström, Sjätte AP-fonden tisdagen 13 maj 2008 med portföljansvarig Christina Brinck och Investment AB Latour torsdagen 15 maj 2008 med koncernredovisningschef Jonas Davidsson.

4.2 Vita Nova Ventures AB

4.2.1 Företagspresentation

Vita Nova Ventures AB är ett Göteborgsbaserat investmentföretag med verksamhet inriktad på att skapa värde genom aktivt ägande i onoterade bolag (Vita Nova Ventures AB 2008). Företaget söker i första hand investeringar som kan skapa mervärden samt synergier genom samarbete med företagets övriga verksamhet. En annan stor verksamhetsgren i företaget är att i tidig kommersiell fas investera i och driva biotekniska och medicinska utvecklingsbolag. Vita Nova Ventures-aktien är noterad på Aktietorget (ibid). Bolaget värderar sina onoterade finansiella instrument till anskaffningsvärdet 8250 TSEK (ibid).

4.2.2 Syfte med innehaven

Vita Nova Ventures AB är aktieägare i de två onoterade bolagen Cellectricon AB och Cellartis AB av historiska skäl och enligt Anders Sjögren⁵ är tanken att de så småningom skall avyttra innehaven. Med historiska skäl menas att Vita Nova Ventures AB var med och startade bolagen för några år sedan. Sjögren poängterar att bolagen har framtiden för sig men att innehaven i nuläget inte skulle gå att avyttra även om de skulle vilja det på grund av att köpare saknas.

4.2.3 Motiv till värderingsmetod

Det primära motivet till att Vita Nova Ventures AB har värderat sina innehav till anskaffningsvärden är att det är små innehav som de saknar insyn i eftersom nya större ägare kommit in i bolaget i form av riskkapitalister. Ett annat motiv till att anskaffningsvärde används är enligt Sjögren att de onoterade aktierna saknar en marknad och att det därav inte är möjligt att värdera innehaven till verkliga värden. Sjögren förtydligar att ”det är ingen som helst handel med aktierna”. Bolagen är inriktade på tidiga utvecklingsprojekt inom läkemedelsutveckling och det finns inte någon egentlig värdering av bolagen. Visserligen har det genomförts en del nyemissioner under de senaste åren men det är enligt Sjögren svårt att sätta ett marknadsvärde på dessa.

Sjögren återkommer till insynsproblemet i bolagen och menar att en kassaflödesanalys eller avkastningsvärdering är tämligen meningslös att göra eftersom företagen bara har en idé som i nuläget kostar pengar. Företagen har visserligen en del produkter sedan ett par år tillbaka men

⁵ Anders Sjögren Ekonomichef Vita Nova Ventures AB, intervju den 7 maj 2008. Fortsättningsvis när vi nämner Sjögren refererar vi till denna intervju.

Vita Nova Ventures AB saknar information för att göra värderingsförsök av uppskattad framtida försäljning. Sjögren förklarar att den enda information som de har tillgång till är offentlig information till följd av deras begränsade ägarandel.

Sjögren håller med om att värdering till verkligt värde även är en kostnadsfråga och eftersom det är en liten del av balansräkningen är en sådan värdering inte motiverad. Sjögren ser bara en enda fördel med värdering till anskaffningsvärde kontra verkligt värde och det är att ”det är ju enklare på något sätt”. Vidare förklarar han att verkligt värde hade varit aktuellt för att visa ett övervärde i aktien för att kunna skriva det, men den möjligheten finns inte idag.

Sjögren menar att kostnaden inte är orsaken till att Vita Nova Ventures AB inte använder verkligt värde utan att det snarare är karaktären på innehavet som är det som är komplicerat. Han tror inte heller att externa värderare skulle kunna värdera aktierna till verkliga värden och säger ”...för närvarande så tror jag inte att det finns några större övervärden i innehaven, det värdet vi satt i vår balansräkning motsvarar nog hyfsat vad det är värt egentligen.” Detta är en anledning till att ingen mer kraft läggs på en annan värderingsmetod.

4.2.4 Värderingens utförande

Varje år genomförs en översyn av innehaven för att se om en nedskrivning är aktuell att genomföra. Sjögren förklarar att om Vita Nova Ventures AB under året får vetskap om något som ger skäl för en nedskrivning av de onoterade aktierna genomförs den. Nedskrivningsprövningen grundar sig på en genomgång av bolagens utveckling och av eventuella nyemissioner, löpande kontakter med bolagen samt att därigenom följa den allmänna utvecklingen kring bolagen. Sjögren förtydligar att det är extremt svårt att värdera sådana här bolag och att de har för lite material för att kunna utföra avkastningsvärdering.

Revisorerna som granskar Vita Nova Ventures AB har enligt Sjögren inte haft några invändningar mot deras värdering av de onoterade aktieinnehaven så länge de har kunnat visa att anskaffningsvärdet rimligen motsvarat ett verkligt värde. Sjögren säger att de framförallt tittar på de senaste nyemissionerna som gjorts i bolaget och vilka kurser dessa har haft när de skall fastställa att anskaffningsvärdet rimligen motsvarar ett verkligt värde. Han fortsätter och klargör att det inte är helt enkelt med dessa värden då de beror på när och hur försäljningen genomförs samt att bland annat preferensaktier påverkar Vita Nova Ventures AB innehav i bolagen.

Vita Nova Ventures AB gör ingen jämförelse med hur andra ägare i de onoterade bolagen värderar sina innehav. Sjögren ger kritik till att beräkna ett verkligt värde och menar att det är möjligt att räkna fram ett matematiskt värde men eftersom det inte finns några köpare som är beredda att betala detta är den värderingen tämligen akademisk.

4.2.5 Tillämpbarhet av verkliga värden

Vita Nova Ventures AB gör enligt Sjögren en avvägning mellan att värdera till verkligt värde eller anskaffningsvärde för de onoterade aktierna på så sätt att de bedömer om de är tvingade till att skriva ner innehavet till ett värde som är lägre än vad det är bokfört till. Sjögren menar att underlaget för att värdera upp aktierna är alldeles för osäkert även om det är möjligt att det finns ett visst övervärde i dem. Vita Nova Ventures AB tillämpar inte några värderingsmetoder som exempelvis kassaflödesanalyser för att värdera innehaven.

Huruvida det hade varit möjligt att fastställa ett verkligt värde på de onoterade innehaven om insynen i bolagen varit bättre anser Sjögren att det inte finns något verkligt värde för bolagen. Han säger:”...vad menar du med verkligt värde? Det finns inget verkligt värde för de här

bolagen, det finns ingen handel med aktierna...”. Sjögren fortsätter sedan och pratar om att det enda värde som kan anses verkligt för de här bolagen är det nya investerare har varit beredda att betala för aktierna i bolaget. De nya ägarna har gjort due diligence på bolagen men Sjögren poängterar att de företagen haft mycket mer information att tillgå i förhållande till vad Vita Nova Ventures kan få från bolaget. Sjögren säger dock att dessa värden används vid en bedömning om ett värde skall skrivas ner eller ej.

För att kunna tillämpa en verkligt värde-värdering för Vita Nova Ventures ABs onoterade aktieinnehav skulle det enligt Sjögren behövas ”...en mer spridd aktie, alltså någon form av handel i den”. Vidare förtydligar Sjögren att de onoterade innehaven är företag som går med förlust och som befinner sig i en väldigt tidig utvecklingsfas och menar att företagen inte har någon ”rullande verksamhet” som krävs för att kunna göra en kassaflödesanalys.

4.3 AB Volvo

4.3.1 Företagspresentation

Volvokoncernens verksamhet är inriktad på olika lösningar inom transport så som lastbilar, bussar, anläggningsmaskiner, drivsystem för marina och industriella applikationer samt komponenter för flygmotorer (Volvo 2008a). Koncernen erbjuder även finansieringslösningar till sina kunder. Försäljning sker i omkring 180 olika länder och koncernen har sammanlagt cirka 100 000 anställda. Volvoaktien är noterad i Stockholm på OMX Nordic Exchange (Volvo 2008b).

I AB Volvos årsredovisning framgår det att onoterade aktier klassificeras som *tillgångar som är tillgängliga för försäljning*. Bolagets innehav i onoterade aktier och andelar uppgår till 532 MSEK och det anges inte specifikt vilka aktier som är värderade till verkligt värde respektive anskaffningsvärde.

Anna Sikström⁶ berättar att hennes roll på AB Volvo som IFRS-expert är att vara en teknisk resurs för koncernen. Detta innefattar att bistå vid förvärv avseende framförallt värderingar och förvärvsbalanser men även att vara till hjälp vid tolkningar av redovisningsstandarder. En stor del av hennes arbetstid innefattar även att följa utvecklingen av nya redovisningsstandarder och att försöka påverka dessa.

4.3.2 Syfte med innehaven

Syftet med innehavet av onoterade aktier kan variera. Sikström menar att det kan handla både om kort- och långsiktiga innehav men eftersom det handlar om en mängd olika koncernbolag som har innehav är det inte möjligt att på koncernnivå hålla reda på detta.

4.3.3 Motiv till värderingsmetod

AB Volvo har enligt Sikström en uttalad policy att använda anskaffningsvärdesprincipen med nedskrivningsprövning när det gäller innehav av onoterade aktier. Verkligt värde-värdering för onoterade aktier är restriktiv inom AB Volvo menar Sikström och säger att ”vi vill inte ge utrymme för olika värderingstekniker som inte är kommunicerade av gruppen”. Sikström berättar att AB Volvo har en ekonomihandbok som gäller för hela koncernen som tar upp gällande värderingspolicy och avseende redovisningsprinciperna finns det därmed inte mycket utrymme att göra på något annorlunda sätt. Finns det en möjlighet att beräkna ett verkligt

⁶ Anna Sikström IFRS-expert AB Volvo, intervju den 9 maj 2008. Fortsättningsvis när vi nämner Sikström refererar vi till denna intervju.

värde skulle ett bolag i koncernen kunna göra det men ett bolag eller ett affärsområde får inte tillämpa en egen värderingspolicy. Sikström menar att motivet till AB Volvos tillämpning av anskaffningsvärdesprincipen med nedskrivningsprövning är att det inte går att fastställa ett tillförlitligt verkligt värde för bolagets innehav av onoterade aktier. ”Det är just det här att om man inte kan värdera till verkligt värde med en viss säkerhet då ska vi överhuvudtaget inte försöka estimerar ett verkligt värde utan då är det anskaffningsvärden som gäller”, berättar Sikström. På frågan vad som motsvarar en viss säkerhet svarar Sikström att ”ja det är det som är frågan då och där har vi inte tagit fram någon värderingsmetod för onoterade aktier”. Istället är det helt enkelt anskaffningsvärden med prövning för nedskrivning som gäller för koncernen. Sikström anser att om bolaget trots allt skulle kunna tänka sig ett verkligt värde på en onoterad aktie förutsätter det, om inte en aktiv marknad, i alla fall en viss handel med aktien. Detta innefattar ändå anskaffningsvärden berättar Sikström och tillägger att ”om man till exempel har en aktiepost som man nyligen har köpt själv då är det ju anskaffningsvärdet det naturliga”. Anskaffningsvärden blir därmed den mest naturliga värderingsgrunden hur AB Volvo än väljer att se på saken. Onoterade aktier har inte setts som ett problemområde inom AB Volvo och har därmed inte diskuterats på koncernnivå. Sikström menar att innehavet på 532 MSEK inte är speciellt stort och eftersom eventuella värdeförändringar från en verkligt värde-värdering aldrig skulle kunna bli speciellt väsentliga har inte verkliga värden ansetts nödvändiga och inget större fokus har därmed lagts på denna post.

Enligt Sikström är det viktigt att tilliten till koncernbolagen finns men samtidigt menar hon att ”det finns också vissa incitament att på något sätt påverka siffror”. Till följd av detta ska det finnas en konsekvens för hur bolagen värderar sina onoterade bolag över tiden, vilket hindrar flexibla byten av värderingsprinciper från en period till en annan. ”Vi kan inte tillåta att enskilda bolag gör på olika sätt”, menar Sikström. Risken för manipulation är det som får styra valet av värderingsgrund för onoterade aktier trots att IASB som grundfilosofi förespråkar verkliga värden även för denna typ av aktier. Det ultimata hade varit att alla tillgångar värderades till verkliga värden men AB Volvo är tvungna att begränsa den här möjligheten för att undvika svängningar i värden som följer av att olika personer gör olika bedömningar på olika områden. Det här är parametrar som bolaget vill undvika i redovisningen och AB Volvo utgår därför från en säkrare grund genom att tillämpa anskaffningsvärden med nedskrivningsprövning för att undvika övervärderingar.

Sikström berättar att kostnads- och tidsåtgången vägs in i valet av värderingsmetod och att fokus på värderingsmetod troligen även hade varit annorlunda om det hade handlat om ett mindre bolag än AB Volvo eller om en större koncernredovisningsavdelning med större möjlighet att gå ner i bolagen. För AB Volvo handlar det om 400 bolag, vilket omöjliggör en kontroll av att alla gör på samma sätt. Istället förmedlar koncernen en värderingsprincip som ska gälla och sedan är det upp till alla bolag att följa den.

Några nackdelar kan Sikström inte se med tillämpningen av anskaffningsvärden förutom att det är viktigt att ständigt ifrågasätta värdena på tillgångssidan i balansräkningen. Värdena måste kunna försvaras eftersom de ska motsvara framtida kassaflöden eller underliggande värden. På grund av att lite fokus läggs på AB Volvos innehav av onoterade aktier berättar Sikström att ”då är anskaffningsvärdet det minst felaktiga”. Koncernens revisorer har heller aldrig haft några kommentarer på valet av värderingsmetod.

4.3.4 Värderingens utförande

Avseende vilken värderingsmetod som ska användas för onoterade aktier är det därmed den övergripande anskaffningsvärdesprincipen med nedskrivningsprövning enligt AB Volvos

ekonomihandbok som ska gälla. Nedskrivningsprövning utförs årligen av de enskilda bolagen själva som sedan rapporterar sin post av innehav till koncernen och därmed görs det enligt Sikström ingen samlad värdering av alla onoterade innehav på koncernnivå. Vad den rapporterade posten av onoterade aktier mer i detalj innehåller är därmed inget som tas upp på koncernnivå. Sikström berättar att AB Volvo inte har några speciellt fastställda metoder för hur nedskrivningsprövningen av onoterade aktier skall gå till, främst till följd av postens ringa storlek. Tillförlitligheten för de metoder som trots allt tillämpas i nedskrivningsprövningen är därmed svår att fastställa på koncernnivå. Däremot för andra större poster i balansräkningen sker det omfattande processer för att fastställa att tillämpade värderingsmodeller är tillförlitliga. Några jämförelser med andra bolag med samma typ av aktier i onoterade bolag har AB Volvo inte gjort i försök att motivera användningen av verkliga värden berättar Sikström.

4.3.5 Tillämpbarhet av verkliga värden

Inom Volvokoncernen har det enligt Sikström funnits viss kritik mot användningen av verkligt värde. Istället för att redovisningen är ett resultat av historisk aktivitet menar Sikström att ”det finns en viss rädsla och en skepsis att marknaden och därmed analytiker påverkar bolagets redovisning till att bli en framåtriktad redovisning”. Verkligt värde innebär mer ett steg mot en förväntan om bolagets framtida utveckling istället för att utgå ifrån ett bokslut som ett bevis på hur bolaget har lyckas förvalta sina resurser under ett år. Sikström menar att det är svårt att avgöra vilket av de båda synsätten de ska tillämpa i redovisningen men att AB Volvo anser befinna sig någonstans mitt emellan ytterligheterna genom att nedskrivningspröva sina anskaffningsvärden. AB Volvo tenderar fortsätta att fokusera på att aktieägarnas intressen ska tillvaratas under ett verksamhetsår genom att visa vilka beslut som har tagits och hur ledningen har lyckats förvalta bolagets tillgångar. ”Någonstans vill man ändå hålla kvar vid en performance-redovisning”, menar Sikström.

Risken som Sikström ser med verkligt värde är att värdeförändringar inte beror på nya förutsättningar i verkligheten utan snarare på förändringar i beräkningsmetoder och i antaganden. På så sätt blir anskaffningsvärden mer stabila att använda och AB Volvo slipper därmed svängningar i balans- och resultaträkningar som ej kan hänföras till verkligheten. I nuläget ser AB Volvo ingen definition på verkligt värde som gäller för flera olika typer av tillgångar. ”Jag kan tycka att det inte finns något gemensamt ramverk för det”, berättar Sikström. Det krävs att det tas fram en gemensam grund för synen på verkligt värde som kan gälla för alla standarder.

4.4 Sjätte AP-fonden

4.4.1 Företagspresentation

Sjätte AP-fonden har som uppdrag att förvalta allmänna pensionsmedel genom placering i små och medelstora svenska tillväxtföretag (Sjätte AP-fonden 2008a). Målsättningen är att placeringen skall ge en långsiktig avkastning och att riskerna skall spridas på ett tillfredsställande sätt. Sjätte AP-fondens investeringar sker i svenska onoterade och noterade bolag och denna placeringsstrategi gynnar det svenska näringslivets utveckling (ibid).

I Sjätte AP-fondens balansräkning finns en post med aktier och andelar i onoterade bolag som uppgår till marknadsvärdet 12 685 MSEK (Sjätte AP-fonden 2008b). I noten till posten framgår det att summan innehåller aktier till ett anskaffningsvärde av 5 867 MSEK och fonder till ett anskaffningsvärde av 5 350 MSEK. Detta ger ett totalt anskaffningsvärde på 11 217 MSEK vilket naturligt skiljer sig från marknadsvärdet, det anges dock inte vilka värden de enskilda innehaven är värderade till.

Christina Brinck⁷ berättar att hennes arbetsuppgifter på Sjätte AP-fonden innefattar omvärldsanalyser med fokus på avkastning men även marknadsanalyser av portföljer eller enskilda bolag. Hennes roll på Sjätte AP-fonden innebär även att ha ägaransvar för bolagets energiinvesteringar.

4.4.2 Syfte med innehaven

Sjätte AP-fondens investeringar i onoterade aktier är långsiktiga menar Brinck med löptider på 3 år och uppåt. Samtidigt berättar Brinck att allting är till salu hela tiden och menar att ”är det en bra affär så säger vi ju ja om alla tycker att det är en bra idé att sälja”. Det är dock väldigt sällan som bolaget går in i en investering med kortsiktigt fokus eftersom bolagets filosofi är företagsbyggande, att äga och utveckla. Med Sjätte AP-fonden som medfinansiär kan företagsägare därmed känna en långsiktig trygghet menar Brinck.

4.4.3 Motiv till värderingsmetod

Sjätte AP-fonden har valt att tillämpa European Private Equity & Venture Capital Associations (EVCA) principer vid värdering av onoterade aktier berättar Brinck, vilket innebär tillämpning av verkliga värden. Samtidigt tillägger Brinck att ”det finns ju inga marknadsvärden eftersom de är onoterade” men att EVCA ger ett slags marknadsvärde, dock ett försiktigt sådant. Motivet till tillämpningen av EVCA och därmed verkliga värden är enligt Brinck att den Svenska Riskkapitalföreningen anser att principerna är bra och rekommenderar dem. Genom tillämpningen av EVCA går branschen i Europa mot att arbeta på liknande sätt, vilket även motiverar valet berättar Brinck.

4.4.4 Värderingens utförande

Tillämpningen av EVCAs principer för onoterade aktier innebär att värdera innehavet till anskaffningsvärdet, alternativt om nya substantiella investeringar har gjorts om minst 5 % i bolaget får uppskrivning ske till den kurs som investeringen skedde till. EVCA tillåter även uppskrivning om bolaget har utvecklats bra avseende främst försäljning, lönsamhet och omsättning menar Brinck. På motsvarande sätt skall nedvärdering ske om bolaget går dåligt. Upp- och nedskrivning sker enligt EVCA i steg om 25 % men vid vissa tillfällen kan även nedskrivning ske direkt till noll kronor.

Brinck berättar att värdering av onoterade aktier till anskaffningsvärde är vanligast och att det sedan beror på vilken konjunktur som råder om det är mycket nedskrivningar eller uppskrivningar. ”Man ska vara väldigt försiktig” menar Brinck och tillägger att det är väldigt sällan Sjötte AP-fonden gör uppskrivningar på innehav som de bara äger, ”vi har inget behov av det” berättar hon. Brinck ser heller ingen egentlig anledning till varför de ska göra uppskrivningar på onoterade innehav eftersom de inte har något direkt krav från investerare. Det är därför tillräckligt att visa upp det verkliga marknadsvärdet först när de säljer innehavet. ”Om vi tar fram värden nu då har man ju ingen kudde i bokslutet om det skulle gå dåligt någon gång” menar Brinck och syftar på om uppskrivning bör ske löpande för onoterade aktier. Försiktigheten i värderingen anser Brinck också är något som talar för att redovisade värden är tillförlitliga.

När uppskrivning ändå sker av onoterade aktier utgår Sjötte AP-fonden från de mål avseende till exempel omsättning och lönsamhet, som satts upp för det onoterade bolaget. Brinck berättar att om flertalet av målen uppnåtts redan innan den uppsatta tidsplanen löpt ut kan

⁷ Christina Brinck Portföljansvarig Sjötte AP-fonden, intervju den 13 maj 2008. Fortsättningsvis när vi nämner Brinck refererar vi till denna intervju.

Sjätte AP-fonden motivera att bolaget har en positiv utveckling och att dess värde därmed bör skrivas upp enligt EVCAs principer.

Sjätte AP-fonden använder sig inte av någon extern hjälp vid värderingen av de onoterade aktierna till följd av att bolaget anser att den som är ägaransvarig även är den som är bäst på att bedöma bolagets utveckling och värde. Brinck berättar att de arbetar mycket i grupp och att det är samma grupp som ansvarar vid förvärv, löpande värdering och slutligen försäljning. Det sker inte heller någon jämförelse med hur andra bolag har värderat sina innehav i samma onoterade aktier. Motivet till att detta inte sker är enligt Brinck att det är svårt till följd av att många av dessa bolag inte är tillräckligt transparenta och visar hur de har värderat sina innehav. Sjätte AP-fonden har bland annat ett samägande med statliga Andra AP-fonden i fastighetsbolaget Norrporten. Den enda jämförelse som egentligen sker företagen mellan är att årsredovisningarna jämförs när de kommer och att de då ser ”hur tänkte ni och hur tänkte vi?” berättar Brinck.

4.4.5 Tillämpbarhet av verkliga värden

Brinck berättar att Sjätte AP-fonden egentligen följer IFRS på deras noterade innehav men inte på de onoterade innehaven eftersom det inte är möjligt, istället följer de EVCAs principer för marknadsvärden. Anledningen till att IFRS inte är möjligt att tillämpa för onoterade aktier är enligt Brinck att ”man vet ju inte förrän man har sålt det vad det är för marknadsvärde” och därmed finns det inga marknadsvärden för onoterade aktier. Tillämpningen av EVCA innebär att det blir ett slags marknadsvärde för onoterade aktier om Sjätte AP-fonden följer deras modeller för värdering menar Brinck. Samtidigt menar hon att ett riktigt marknadsvärde kräver en aktiv marknad, vilket onoterade aktier saknar, men att de väljer att kalla det för ett marknadsvärde eftersom bolaget eftersträvar att ta fram ett så riktigt värde som möjligt. Bristen på en aktiv marknad med många köpare och säljare gör också enligt Brinck att det uppskattade marknadsvärdet blir försiktigt eftersom ”man har ju inte tusen köpare som står på kö”. Bristen på köpare och även offentliga rapporter gör det därmed svårt för Sjätte AP-fonden att värdera innehavet av onoterade aktier till ett verkligt värde.

Brinck menar också att typen av onoterat företag avgör hur svårt det är att värdera det. Sjätte AP-fonden betraktar fastighetsbolag som relativt lättvärderade, ”fastigheter är ju mer hur mycket har vi investerat och vad är avkastningen” berättar Brinck. Många av de bolag som Sjätte AP-fonden har onoterade innehav i har dock ingen omsättning alls eller uppvisar ett negativt resultat, vilket gör dem svåra att värdera med hjälp av kassaflödesanalyser. Det handlar ofta om forsknings- och utvecklingsbolag menar Brinck och tillägger att ”många bolag kan man beräkna värdet på men många kan man inte det”.

I årsredovisningen väljer Sjätte AP-fonden att inte redovisa specifikt vad de onoterade aktierna har för verkligt värde, utan onoterade aktier och fonder anges i en klumpsumma. Brinck menar att orsaken till detta är att det annars skulle vara ganska svårt att sälja bolagen dyrare.

4.5 Investment AB Latour

4.5.1 Företagspresentation

Investment AB Latour är ett blandat investmentbolag med en helägd industri- och handelsrörelse samt en börsportfölj med ett antal välkonsoliderade bolag (Investment AB Latour 2008b). Bolaget ser långsiktigt ägande som en viktig del och är inte fokuserade på snabba klipp. Bolagets aktie är noterad på OMX Nordic Exchange i Stockholm (Investment AB Latour 2008a).

4.5.2 Syfte med innehaven

Investment AB Latours syfte med sina onoterade aktieinnehav är långsiktiga investeringar i intressanta företag som passar in i deras investeringsfilosofi.

4.5.3 Motiv till värderingsmetod

Investment AB Latour äger A- och B-aktier i fem olika företag där B-aktien är noterad medan A-aktien inte är det. Dessa A-aktier anses därav vara ett onoterat innehav eftersom aktien inte är noterad på en börs. Linktech är ett annat onoterat innehav som Investment AB Latour har och de aktierna kan handlas på en lista som heter Alternativa aktiemarknaden där det är väldigt lite handel. Jonas Davidsson⁸ menar att innehavet kan ses som noterat och värderas då enligt det värde som aktien handlas för på den Alternativa aktiemarknaden. Ytterligare ett innehav som Davidsson berättar om är ett onoterat ryskt bolag som Investment AB Latour har investerat i och som har en spännande idé men som i nuläget inte tjänar några pengar.

Investment AB Latour tillämpar tre olika värderingstekniker när det gäller onoterade innehav. Innehaven i de bolag vars A-aktier är onoterade och B-aktier är noterade har Investment AB Latour valt att för A-aktierna ta upp dem till samma värde som för B-aktierna. Motivet till detta är att det endast är rösträtten som skiljer A-aktien från B-aktien och därav är A-aktien minst lika mycket värd som B-aktien som har ett lägre röstvärde. Davidsson menar att det är en värdering som ligger i linje med deras övriga värdering, alltså att vara försiktiga. Davidsson förklarar att det finns orsaker till varför A-aktier inte alltid noteras och det kan exempelvis vara på grund av att det bara finns ett fåtal ägare i A-aktien som inte har för avsikt att handla med den.

De motiv som Davidsson tar upp gällande värderingen av det ryska bolaget är att det genererar negativa kassaflöden i nuläget och han säger, ”det är ju hopplöst att värdera det”. På grund av detta värderar Investment AB Latour innehavet till anskaffningsvärde eftersom de anser att ett verkligt värde inte är möjligt att ta fram. Vidare menar Davidsson att Investment AB Latour troligen kommer att få skjuta till ännu mera pengar i framtiden till företaget och därav är anskaffningsvärdet den värdering som är mest lämpad.

Linktech värderas till verkligt värde enligt den kurs som aktien handlas till på den Alternativa aktiemarknaden. Motivet till den värderingen är att det är det bästa värdet som Investment AB Latour kan ta fram. Allmänt har Investment AB Latour enligt Davidsson ”en kultur att inte hålla på att blåsa upp och få fram värden som inte finns” och därav kan en försiktig värdering med anskaffningsvärden lämpa sig bättre för Investment AB Latour. Davidsson menar att eftersom Investment AB Latour har en väldigt stark balansomslutning finns det ingen anledning att, som han uttrycker det, ”hålla på att få upp låtsasvärden” utan istället sker värdering till anskaffningsvärde.

Värdering till verkligt värde menar Davidsson är en bra värderingsmetod men samtidigt tror han att det finns mycket subjektivitet i de bedömningar som görs när ett verkligt värde skall fastställas. Davidsson anser att värdering till anskaffningsvärden inte är något som han förespråkar eftersom ”det kan ju då vara enorma dolda värden”.

⁸ Jonas Davidsson koncernredovisningschef Investment AB Latour, intervju den 15 maj 2008. Fortsättningsvis när vi nämner Davidsson refererar vi till denna intervju.

4.5.4 Värderingens utförande

Investment AB Latour använder sammanfattningsvis tre olika metoder i sin värdering av onoterade innehav. De använder dels jämförelse med liknande instrument, där A-aktier värderas enligt B-aktiens kurs. En annan metod som används är att Investment AB Latour utgår från den handel som sker i Linktech på den Alternativa Aktiemarknaden. Det ryska innehavet värderas till anskaffningsvärde eftersom det enligt Davidsson inte är möjligt att fastställa ett verkligt värde för bolaget. Davidsson ser det som i princip omöjligt att fastställa ett värde när ett bolag inte genererar positiva kassaflöden och går med förlust varje år. Allmänt menar Davidsson att det är svårt att värdera till verkliga värden för onoterade innehav eftersom alla bolag är unika på sitt sätt och det är en förutsättning att de tjänar pengar. Davidsson anser att en jämförelse med andra bolag är en metod som är bra att tillämpa när onoterade företag skall värderas men han poängterar att det är viktigt att jämföra mogna företag, inte utvecklingsföretag. Tidsaspekten är även en faktor som spelar in genom att värderingen av små innehav inte får ta för mycket tid i anspråk. För Investment AB Latours del är det bättre att ha en försiktig värdering till anskaffningsvärde istället för att visa osäkra värden i redovisningen.

4.5.5 Tillämpbarhet av verkliga värden

Enligt Davidsson är det inte möjligt att värdera det onoterade ryska innehavet till ett verkligt värde. Davidsson menar att det i nuläget inte går att ta fram något värde för det ryska bolaget eftersom de genererar negativa kassaflöden samt att de går med förlust. Investment AB Latour gör dock analyser för hur ett tänkt kassaflöde i framtiden kan tänkas bli eftersom det är ett måste för att kunna veta om det är någon idé att investera pengar i bolaget. Dessa uppskattningar är ändå relativt osäkra och enligt Davidsson är det bättre att vara försiktig när det handlar om uppstartsverksamheter som det ryska bolaget och att istället använda anskaffningsvärden som värderingsgrund.

5 Analys

I det här analyskapitlet tolkar vi det empiriska materialet för att sedan koppla samman det med den teori som vi tagit upp i vår referensram. Företagen är i det här avsnittet inte längre uppdelade utan blandas och rubrikerna följer i huvudsak de rubriker som använts i empirin.

5.1 Motiv till värderingsmetod

Den främsta problematiken kring värdering av onoterade aktier till verkligt värde är att det saknas en aktiv marknad för instrumentet. Den här problematiken kring avsaknaden av en aktiv marknad upplever även de företag som vi har intervjuat. Vita Nova Ventures AB anser till exempel att det inte ens är möjligt att värdera deras innehav av onoterade aktier till verkliga värden eftersom det inte sker någon som helst handel med aktierna. Även AB Volvo instämmer i detta påstående och menar att verkligt värde på onoterade aktier förutsätter i alla fall en viss handel med aktien. Enligt IAS 39 finns det trots allt ett allmänt antagande om att verkligt värde kan fastställas för alla finansiella instrument. Antagandet grundas på att ett antal rangordnade värderingsmetoder skall användas när en aktiv marknad saknas. Trots dessa krav i IAS 39 på tillämpning av andra värderingsmetoder när en aktiv marknad saknas verkar undersökta företag helt likställa verkligt värde med behovet av en aktiv marknad och istället tillämpas anskaffningsvärden. Sjätte AP-fonden anser till exempel att det inte alls finns några marknadsvärden eftersom det handlar om onoterade aktier. Ernst & Young Global (2005) menar att det för onoterade aktier krävs att hypotetiska marknadsvärden används i framtagandet av verkliga värden.

Som vi tidigare nämnt innebär IAS 39 att onoterade aktier skall värderas till verkliga värden om tillförlitligheten för framtaget värde är tillräckligt högt. Både Vita Nova Ventures AB och Investment AB Latour anger som ett motiv till valet att inte använda verkliga värden att deras innehav av onoterade aktier är små och därmed inte lämpar sig för verkligt värde-värdering. I enlighet med IAS 39 kan det för Vita Nova Ventures AB och Investment AB Latour därmed ifrågasättas huruvida ett litet innehav motiverar tillämpningen av anskaffningsvärden till följd av att ett försök till verkligt värde-värdering alltid skall göras. AB Volvo anser att deras innehav av onoterade aktier på 532 MSEK inte är speciellt stort och att det därmed inte anses nödvändigt att tillämpa verkliga värden, vilket talar emot kravet från IAS 39 att alltid försöka värdera till verkliga värden. AB Volvo menar däremot att de lägger mer kraft på värdering av andra större poster i balansräkningen. I enlighet med IASBs föreställningsram skall nyttan för användaren av den finansiella informationen alltid ställas mot kostnaden för att ta fram informationen, vilket därmed är viktigt att inkludera i diskussionen. Vart gränsen mellan nytta och kostnad skall dras är en relativ fråga och är upp till det berörda företaget att dra men kravet från IAS 39 att tillämpa verkliga värden bör inte förringas.

Tidsåtgången att värdera onoterade aktier är en faktor som ofta spelar in i valet mellan värderingsmetod. Kraft (2005) är av åsikten att värdering till verkligt värde är tidskrävande för företagen och därmed påverkar valet av värderingsmetod. Vår undersökning visar att flertalet av de intervjuade företagen väger in tidsåtgången i valet mellan anskaffningsvärden och verkliga värden på onoterade aktier, vilket därmed bekräftar Krafts teori om att det är en påverkande faktor. Både AB Volvo och Investment AB Latour menar till exempel att tidsåtgången har en påverkan på valet av värderingsmetod och att verkligt värde till följd av detta inte prioriteras.

Flertalet företag i vår undersökning anger att de har en försiktig ansats i sin värdering i ett försök att uppnå tillförlitlighet i redovisningen. Försiktighet i värderingen anser till exempel Sjätte AP-fonden tala för att redovisade värden är tillförlitliga. Tillförlitlighet utgör en av flera viktiga kvalitativa egenskaper i redovisningen för företag och medför bland annat att användare av den finansiella informationen kan lita på redovisningen. Investment AB Latour anser till exempel att det är bättre att ha en försiktig värdering till anskaffningsvärden istället för att redovisningen ska bestå av osäkra värden. Verkliga värden innebär dock enligt IAS 39 en avvägning mellan tillförlitlighet och relevans, det vill säga relevanta och aktuella värden i så stor utsträckning som möjligt men till en tillräcklig tillförlitlighet. De företag som vi har undersökt har därmed som utgångspunkt att vara försiktiga i värderingen och det kan ifrågasättas om detta är en bra förutsättning för tillämpning av verkliga värden. Sjätte AP-fonden menar till exempel att om de försöker värdera till verkliga värden löpande har de ”ingen kudde i bokslutet om det skulle gå dåligt någon gång”, istället väljer de en försiktig ansats i värderingen av de onoterade aktierna.

Nödvändigheten att i värderingen försöka avspegla sin unika situation för att på så sätt komma fram till ett verkligt värde kan också ifrågasättas när de undersökta företagen tillämpar en försiktig värdering. Sjätte AP-fonden menar att det är viktigt att vara väldigt försiktig och att de sällan gör uppskrivningar på onoterade innehav eftersom de inte har något behov av det. Investment AB Latour berättar att de värderar sina onoterade A-aktier till samma värde som motsvarande noterad B-aktie trots att A-aktien troligen har ett högre värde till följd av ett högre röstvärde. I diskussionen är det dock viktigt att inte glömma av de kriterier som IAS 39 tar upp avseende tillförlitlighet för verkliga värden. Kan inte tillräcklig tillförlitlighet säkerställas skall istället anskaffningsvärden tillämpas, vilket också de flesta av de undersökta företagen gör och som därmed skulle kunna försvara deras tillvägagångssätt i värderingen av deras onoterade aktier. Tilläggas bör att bedömningen av tillförlitlighet enligt IAS 39 skall ske utifrån framtagna scenarier om hur företaget beräknas utvecklas värdemässigt i framtiden, vilket innefattar tillämpning av diskonterade kassaflöden. Något att reflektera över är därmed hur de undersökta företagen kan bedöma tillförlitligheten för framräknade värden när de väljer att inte tillämpa kassaflödesberäkning.

En tillämpning av kassaflödesmodeller kräver enligt Wilson (2008) en mängd indata som måste uppskattas och bedömas av bolagets ledning. Ofta kan dock tillgången på nödvändig information vara begränsad när det handlar om privata företag, bland annat till följd av att samma lagliga krav på offentliga uppgifter inte föreligger för dessa företag. Problemet med bristen på tillräcklig information för att kunna utföra kassaflödesanalyser är också något som Vita Nova Ventures AB upplever, vilket begränsar deras möjligheter att göra en verkligt värde-värdering. Bristen på historisk och aktuell marknadsinformation är också det största problemet med att använda diskonterat kassaflöde för privata företag menar Petersen, Plenborg och Schøler (2006). Vita Nova Ventures AB berättar att nya investerare i de bolag som de har onoterade innehav i utför due dilligence på bolagen till följd av att de har tillgång till mer information än Vita Nova Ventures AB. Värdena från utförda due dilligence utgör inget underlag för verkligt värde för Vita Nova Ventures men däremot använder de dem vid bedömning om nedskrivning av onoterade aktier.

5.2 Värderingens utförande

För att kunna ta fram ett verkligt värde för onoterade aktier finns det i IAS 39 förslag på olika värderingstekniker som ska användas, framförallt nyligen genomförda transaktioner, jämförelse med liknande instrument och diskonterade kassaflöden. Vår undersökning av berörda företag visar att användningen av värderingstekniker i försök att fastställa ett verkligt

värde är kraftigt begränsad. AB Volvo har exempelvis ett restriktivt förhållningssätt till verkliga värden på onoterade aktier och menar att de inte tillämpar värderingstekniker. Anledningen är att värdeförändringar oftast inte beror på nya förutsättningar i verkligheten utan på förändringar i beräkningsmetoder och antaganden. Det enda företag som egentligen tillämpar värderingstekniker är Investment AB Latour som jämför med liknande instrument och tittar på nyligen genomförda transaktioner.

Kassaflödesanalyser har en central plats i IAS 39 för onoterade aktier avseende att testa tillförlitligheten för framtagna verkliga värden men det visar sig att inte något av företagen tillämpar denna teknik. Motivet till att ej använda kassaflödesanalyser anges vara bristande tillförlitlighet men någon egentlig prövning av tillförlitlighet sker inte. De bedömningar som görs av flera av de undersökta företagen är att det är omöjligt att tillämpa värderingstekniker till följd av att det handlar om onoterade företag som endast uppvisar negativa kassaflöden. Vita Nova Ventures AB tillämpar inte kassaflödesanalyser eftersom det är meningslöst när företaget inte tjänar några pengar. Även Investment AB Latour gör bedömningen att negativa kassaflöden för deras onoterade bolag innebär för stor osäkerhet och subjektivitet, ”det är ju hopplöst att värdera det” berättar Davidsson. För att veta om det är någon idé att investera i bolaget undersöker dock Investment AB Latour hur ett framtida kassaflöde skulle kunna se ut men detta belopp är inget som används i den löpande värderingen. Damodaran (2000) menar också att bolag som det är svårt att uppskatta kassaflöden och diskonteringsräntor för, alltför ofta inte anses kunna värderas med hjälp av värderingsmodeller.

AB Volvo menar att de inte har tagit fram någon värderingsmetod för att pröva verkliga värden och därmed tillförlitlighet utan det är anskaffningsvärden som ska gälla för onoterade aktier. Sjätte AP-fonden har redan som utgångspunkt en inställning att inga verkliga värden finns för onoterade aktier och att inga värderingstekniker därmed skall användas. Global Public Policy Committee (2007) menar att trots avsaknad av en aktiv marknad skall ändå transaktioner som sker på instrumentets marknad beaktas i processen att fastställa ett verkligt värde. Vita Nova Ventures AB berättar dock att de inte använder de värden som framkommer vid nyemissioner i sin verkligt värde-värdering.

Ett verkligt värde för onoterade aktier kan även fastställas genom att jämföra med andra bolags innehav i samma företag, dock är detta inte heller någon värderingsteknik som de undersökta företagen använder sig av. Sjätte AP-fonden anser att detta är svårt att göra eftersom många av dessa bolag inte är tillräckligt transparenta och visar hur de har värderat. Investment AB Latour anser dock att en jämförelse med andra bolag är en bra metod för värdering av onoterade aktier men menar samtidigt att det är viktigt att endast jämföra mogna företag och inte utvecklingsföretag. Ett sätt att, i brist på en aktiv marknad, kunna värdera till verkliga värden är att använda sig av externa värderare med bred marknadskunskap menar Global Public Policy Committee (2007). Vita Nova Ventures AB anser dock att externa värderare inte heller skulle kunna värdera de onoterade aktierna till verkligt värde medan Sjätte AP-fonden menar att extern värdering inte används till följd av att bolaget anser att den som är ägaransvarig även är den som är bäst på att bedöma bolagets utveckling och värde.

5.3 Tillämpbarhet av verkliga värden

En anmärkningsvärd företeelse som kommit fram i två av de intervjuer som vi har genomfört är att verkligt värde endast förknippas med uppskrivning av en tillgång. Vita Nova Ventures AB till exempel menar att verkligt värde-värdering för en onoterad aktie används för att visa ett övervärde men att det i nuläget troligen inte finns något övervärde. För Investment AB Latour är det samma princip där de ser ett verkligt värde som ett ”låtsasvärde” för att visa

högre värden än vad som egentligen finns. Ferguson (2008) menar att tillämpningen av verkliga värden för onoterade aktier i många fall kan bero på vilken kompetens som finns i företag gällande värderingsmodeller. En koppling kan här göras till de två företagens uppfattningar gällande verkliga värden och att de endast förknippas med övervärden.

Samma resonemang gäller för nedskrivningar där exempelvis Vita Nova Ventures AB gör en årlig nedskrivningsprövning som grundar sig på bland annat en genomgång av det onoterade företagens utveckling och nyligen genomförda nyemissioner. Den här nedskrivningsprövningen är en värdering för att fastställa ett värde som Vita Nova Ventures AB anser vara tillförlitligt som värderingsgrund. Att använda den här metoden till verkligt värde-värdering är inte aktuellt eftersom Vita Nova Ventures AB endast ser verkligt värde som en värderingsmetod för att visa övervärden i ett onoterat innehav. Samtidigt visar det sig att Vita Nova Ventures AB gör en verkligt värde-värdering utifrån genomförda nyemissioner i det onoterade bolaget eftersom detta krävs för att kunna motivera revisorerna om att anskaffningsvärden rimligen motsvarar verkliga värden. Även AB Volvo har en uttalad policy att använda sig av nedskrivningsprövningar för att säkerställa att anskaffningsvärdet på onoterade innehav inte är för högt. För deras del är det inte aktuellt att ens försöka ta fram ett verkligt värde då deras policy är att direkt ta upp onoterade innehav till anskaffningsvärden med årlig prövning för nedskrivning. Allatt (2001) menar att begreppen verkligt och värde till stor del beror på vilket perspektiv både användaren av informationen och värderaren har. Till följd av att de undersökta företagen verkar likställa verkligt värde med endast uppskrivning kan det enligt Allatts teori ifrågasättas om bolagens syn på verkligt värde överensstämmer med det synsätt som IAS 39 har.

Ferguson (2008) och Ernst & Young Global (2005) menar även att subjektivitet kan påverka värderingen av de onoterade aktierna negativt genom bristande tillförlitlighet och relevans. Detta är också i linje med vad de undersökta företagen anser och som därmed utgör motiv till att inte använda verkliga värden för bolagen. Subjektivitet är troligen ofrånkomligt när det handlar om onoterade aktier till följd av avsaknaden av en aktiv marknad. Samtidigt kan lämpligheten ifrågasättas i att de undersökta bolagen använder detta som ett argument för att inte tillämpa verkliga värden. Marton et al. (2008) menar till exempel att företag måste göra egna bedömningar för att kunna avspegla sin unika situation. Investment AB Latour säger sig ha en kultur att inte blåsa upp värden i redovisningen till följd av att de redan har en stark balansomslutning, vilket troligen inte visar bolagets unika situation som IAS 39 eftersträvar. Vita Nova Ventures AB menar att det finns en begränsning i att beräkna verkliga värden för onoterade aktier eftersom det värde som kan tas fram med hjälp av värderingsmodeller är "tämmligen akademiskt" när det saknas köpare som är beredda att betala detta pris. Larsen (2006) instämmer i resonemanget om matematiska värden men menar samtidigt att det är möjligt att beräkna ett verkligt värde om företaget inkluderar bedömningar om nuläget och framtiden för att beskriva sin unika situation.

Enligt Jackson och Lodge (2000) kan anskaffningsvärden uppfattas som en värderingsmetod som är lätt att tillämpa och dessutom tydlig. Vita Nova Ventures AB menar att anskaffningsvärden "är enklare på något sätt" men nämner inget om tillförlitlighet på frågan om vad som är en fördel med anskaffningsvärden. Marton et al. (2008) menar att verkliga värden inte alltid är tillförlitliga och när tillförlitligheten är för låg tillämpas istället ett anskaffningsvärde. AB Volvo menar att anskaffningsvärden är det minst felaktiga och några försök till annan värdering görs därav inte. Sjätte AP-fonden likställer anskaffningsvärde med verkligt värde eftersom de menar att EVCA:s principer innebär värdering till anskaffningsvärde medan det i deras årsredovisning förklaras att EVCA innebär värdering till

verkliga värden. På Investment AB Latour ses anskaffningsvärden som en mindre bra metod då det kan innebära att enorma övervärden inte visas i balansräkningen. Sammanfattningsvis kan nämnas att tillförlitligheten inte är något som bolagen berör när det gäller anskaffningsvärden och att två av företagen dessutom likställer verkliga värden med anskaffningsvärden. Det enda tillfälle då verkliga värden motsvarar anskaffningsvärden med säkerhet är vid det första värderingstillfället (Öhrlings PWC 2004). Ingen av företagets revisorer har heller ifrågasatt att de onoterade innehaven värderats till anskaffningsvärden eller att försöken till verkligt värde-värdering varit begränsad.

5.4 Övrigt som framkommit

AB Volvo menar att en orsak till att verkliga värden inte används är att det kan finnas incitament i koncernen till att påverka siffrorna. Detta kan kopplas till Agentteorin, där agentproblemet uppstår när en agents och en principals intressen inte sammanfaller. Principalen i AB Volvo menar vi utgörs av koncernen och agenterna av dotterbolagen som ska värdera sina onoterade innehav och här uppstår ett agentproblem. Agenten kan enligt AB Volvo ha incitament till att manipulera värderingen och de menar även att när olika personer gör olika bedömningar på olika områden medför det att det blir svängningar i värden. För att undkomma det här agentproblemet har AB Volvo valt att tillämpa anskaffningsvärdemetoden för att inga egna bedömningar ska kunna påverka värderingen hos dotterbolagen. Enligt Barlev och Haddad (2003) kan verkliga värden dock ses som en möjlighet till att inte göra manipulationer och att anskaffningsvärden istället kan medföra gömda reserver.

6 Slutdiskussion

I slutdiskussionen klargör vi för våra personliga reflektioner utifrån det som vi funnit mest centralt utifrån vårt problemområde. Viktigt att nämna är att kapitlet snarare är en diskussion och inte en slutsats på grund av det metodval som vi använt oss av. Vi redogör för en rad olika intressanta reflektioner som framkommit i analysen. Rubrikerna i slutdiskussionen är uppbyggda på samma sätt som i analyskapitlet.

6.1 Motiv till värderingsmetod

Av vår undersökning framgår det att berörda företag har uppfattningen att en aktiv marknad krävs för att kunna värdera onoterade aktier till verkligt värde. Detta påstående finner vi stor anledning att kritisera eftersom det är helt felaktigt. Det är en grundläggande princip i IAS 39 att tillämpa värderingstekniker när en aktiv marknad saknas för att fastställa verkliga värden och därmed kan vi ifrågasätta till vilken grad företagen är insatta i hur standarden behandlar onoterade aktier. Vi menar att så länge de undersökta företagen förknippar verkligt värde med krav på en aktiv marknad kan ett verkligt värde aldrig åstadkommas för denna typ av aktier. Genom att som till exempel AB Volvo anse att verkligt värde på onoterade aktier förutsätter i alla fall en viss handel med aktien menar vi att tillämpningen av IAS 39 kan ifrågasättas. Som vi tidigare varit inne på innebär kravet på en aktiv marknad dessutom att företagens resonemang vid bedömningar om tillförlitlighet kan kritiseras eftersom IAS 39 inte tillämpas på ett korrekt sätt. När de undersökta företagen direkt bortser från verkliga värden anser vi att incitament till att börja tillämpa värderingstekniker inte föreligger.

De undersökta företagen hävdar överlag att deras små innehav av onoterade aktier motiverar att verkliga värden ej bör tillämpas. Frågan som vi dock ställer oss är huruvida storleken på innehavet motiverar valet att inte använda verkliga värden. Självklart skall ett företag enligt IASBs föreställningsram väga nyttan mot kostnaden i redovisningen men kravet i IAS 39 på att i alla fall göra ett försök till verkligt värde-värdering anser vi vara tämligen konkret. Vi kan förstå att det på grund av de begränsade innehaven av onoterade aktier är tilltalande för företagen att både avseende tidsåtgång och kostnad istället direkt använda anskaffningsvärden. Det vi istället finner anledning till att kritisera är vilka bedömningar som görs avseende tillförlitlighet och som sedan ligger till grund för valet av värderingsmetod. De undersökta företagen menar att användningen av verkliga värden för deras onoterade innehav innebär för dålig tillförlitlighet avseende den finansiella informationen och väljer därför att istället tillämpa anskaffningsvärden.

Bedömningen av tillförlitlighet skall göras utifrån framtagandet av verkliga värden som sannolikhetsberäknas. Det vi därmed kritiserar är att undersökta företag bedömer tillförlitligheten utan att ens pröva verkliga värden. I och med detta arbetssätt anser vi att de frångår de principer som IAS 39 har fastställt. Att bedöma tillförlitlighet för något utan att ens undersöka saken ifråga menar vi leder till en tämligen svag bedömning. Den diskussion som förs bland företagen avseende tillförlitlighet föranleder oss därmed att misstänka att ett försök till verkligt värde-värdering helt enkelt negligeras. Att som AB Volvo ha en ekonomihandbok för hela koncernen som fastställer att onoterade aktier skall värderas till anskaffningsvärden menar vi talar för vårt påstående. Samtidigt är det anmärkningsvärt att företagen inte i större utsträckning framhåller egenskapen tillförlitlighet som fördelen med anskaffningsvärden utan att de istället som AB Volvo ser anskaffningsvärden som det minst felaktiga. Vi är av den åsikten att det är verkliga värden som istället går ut på att i så stor utsträckning som möjligt visa den sanna bilden av företagets finansiella position.

6.2 Värderingens utförande

Det restriktiva förhållningssätt som de undersökta företagen uppvisar mot verkliga värden finner vi anledning att kommentera på grund av de motiveringar som ges. Bland annat AB Volvo menar att de inte tillämpar värderingstekniker eftersom värdeförändringar i detta fall oftast inte beror på nya förutsättningar i verkligheten utan på förändringar i beräkningsmetoder och antaganden. Vi menar att värdeförändringar till så stor del som det är möjligt ska bero på förändringar i verkligheten men samtidigt är vi av den åsikten att verkliga värden för onoterade aktier omöjligt kan bestämmas om inte egna bedömningar och antaganden görs av företagen. För till exempel kassaflödesanalyser är det avgörande att företagen gör egna bedömningar och antaganden som kan fungera som indata till beräkningsmodellerna. De undersökta företagen hävdar att egna bedömningar och antaganden inte ska få göras och detta menar vi till stor del strider mot de principer som IAS 39 redogör för. Ytterligare en aspekt att beröra är hur företagen kan vara säkra på att värdeförändringar genom värderingstekniker oftast inte beror på förändringar i verkligheten eftersom de inte använder några värderingstekniker. För att kunna göra de bedömningarna anser vi det nödvändigt att företagen mer löpande prövar värderingstekniker för att få tillräckligt underlag för sina påståenden.

Många av de företag som intervjuats anser att det är omöjligt att värdera företag vars kassaflöde är negativt. Vi håller med företagen om att detta är ett problem men att det istället är möjligt att uppskatta framtida troliga kassaflöden. Detta är något som görs hos ett av företagen för att räkna på om investeringar är motiverade men värderingen tillämpas inte som värderingsgrund för verkligt värde. Anledningen till att det värdet inte tillämpas är bristande tillförlitlighet och vi kan hålla med om att detta kan vara ett problem. Vita Nova Ventures anser att de kassaflödesmodeller som finns är ”tämmligen akademiska”, vilket tyder på att de inte ser dem som tillförlitliga. Visst kan det vara svårt att räkna fram ett verkligt värde men det är troligen möjligt eftersom det är en värderingsmetod som förespråkas av IASB. Vi menar att det inte är modellerna som är problemet utan att det snarare har med den indata som används att göra. Indata är föremål för en rad bedömningar och det är snarare den som är problemet för hur tillförlitligt värdet blir än modellen i sig.

6.3 Tillämpbarhet av verkliga värden

Kompetensen kring verkliga värden verkar vara något som är bristfällig i flera av de företagen som vi har träffat eftersom de felaktigt endast förknippar verkligt värde med uppskrivning av en tillgång. Vissa av företagen ser verkligt värde som ett ”låtsasvärde” och det är för oss tämligen anmärkningsvärt eftersom det är en värderingsgrund som blir allt mer utbredd inom IFRS. Företagen verkar trots allt göra årliga bedömningar kring värdet på sina onoterade innehav för att fastställa om det möjligtvis ska skrivas ned. Vi anser att dessa bedömningar möjligtvis skulle kunna ligga till grund för en verkligt värde-värdering eftersom de ses som tillförlitliga för nedskrivning av ett anskaffningsvärde. Vita Nova Ventures AB menar även att de visar för sina revisorer att deras anskaffningsvärde ändå motsvarar ett verkligt värde och vi frågar oss då om det inte är möjligt att även använda den uppskattningen till en verkligt värde-värdering. Nyemissioner verkar vara något som flera företag använder i sina bedömningar kring om en nedskrivning skall göras eller ej men inget av företagen ser dessa som en möjlig värderingsgrund för verkligt värde. Vid nyemissioner i Vita Nova Ventures ABs onoterade bolag utförs due diligence som endast används för nedskrivningsprövning men som vi anser även borde kunna användas till verkligt värde-värdering. Vår uppfattning är att kompetensen kring och synen på verkliga värden inte verkar vara helt i enlighet med IASB.

6.4 Övrigt som framkommit

I referensramen diskuterades att en värdering till anskaffningsvärden enligt Barlev och Haddad (2003) kan medföra att ett agentproblem uppstår med gömda reserver. För Sjötte AP-fonden verkar det här vara fallet när de exempelvis nämner att ”Om vi tar fram värden nu då har man ju ingen kudde i bokslutet om det skulle gå dåligt någon gång”. Detta är anmärkningsvärt eftersom Sjötte AP-fonden enligt det här uttalandet har tydliga incitament att gömma undan värden i sin redovisning. Nu följer inte Sjötte AP-fonden IFRS men de ska ändå enligt EVCA tillämpa verkliga värden. AB Volvo använder anskaffningsvärden eftersom de anser att det finns incitament bland deras dotterföretag att manipulera bedömningar om de skulle tillämpa verkligt värde-värdering. De löser problemet med en policy att bara tillämpa anskaffningsvärden för att undvika Agentteorin. Att det finns incitament till att påverka de bedömningar som görs vid verkligt värde-värdering tror vi absolut är något som förekommer. Investment AB Latour tror exempelvis att det finns mycket subjektivitet i de bedömningar som görs kring verkligt värde-värdering och de menar att många företag arbetar på det sättet i sin värdering för att kunna blåsa upp värden som egentligen inte finns.

7 Avslutande diskussion

Vi kommer i det här avslutande kapitlet att återknyta uppsatsens resultat till forskningsproblemet. Vi kommer även att föra en diskussion avseende hur fortsatt forskning inom problemområdet skulle kunna bedrivas.

7.1 Återkoppling

Vår studie har haft utgångspunkten att undersöka vilka bedömningar som företag som redovisar enligt IFRS gör avseende tillförlitlighet vid värdering av onoterade aktier. Det vi kan konstatera efter genomförd undersökning är framförallt att berörda företag i väldigt liten utsträckning prövar tillförlitlighet avseende verkliga värden. Företagen anger själva att tillförlitligheten avseende verkliga värden är alldeles för dålig för att värderingsmetoden skall kunna användas och att de därför valt att tillämpa anskaffningsvärden. Detta ställningstagande görs dock utifrån bedömningar som inte vilar på någon verkligt värde-prövning. Vi kan även konstatera att de bedömningar som undersökta företag gör sker utifrån en syn på verkliga värden som, enligt oss, inte är helt förenlig med IASB. Kunskapen avseende hur företag enligt IFRS skall förhålla sig till begreppet verkligt värde kan därmed förbättras.

Vi har i vår uppsats även berört två delfrågor avseende vilka motiv berörda företag anger till valet av värderingsmetod och om det finns incitament till att inte tillämpa verkliga värden för onoterade aktier. Genom vår slutdiskussion har vi kommit fram till att berörda företag till övervägande del väljer att inte tillämpa verkliga värden med motiveringen att en aktiv marknad saknas. Vi har även funnit att det till viss del finns incitament till att inte tillämpa verkliga värden för onoterade aktier. Risken för manipulation av finansiell information och en försiktighetsansats i redovisningen är faktorer som vi har funnit i stor grad styr valet av värderingsmetod.

7.2 Förslag till fortsatt forskning

Under uppsatsprocessen har vi reflekterat över områden inom värdering av onoterade aktier där ytterligare forskning vore intressant att genomföra. Värdering av onoterade aktier bygger enligt IAS 39 mycket på att kassaflödesanalyser skall genomföras, dels i avseende att pröva tillförlitlighet för verkliga värden men framförallt för att slutligen värdera innehavet. Vid dessa kassaflödesanalyser skall en mängd indata bestämmas som kräver bedömningar och antaganden av de enskilda bolagen, bland annat avseende pengars tidsvärde och risk. Vi har i vår undersökning inte haft möjlighet att i stor utsträckning undersöka hur denna typ av bedömningar och antaganden görs avseende indata eftersom de bolag som vi har berört i begränsad utsträckning har valt att tillämpa denna värderingsteknik. Vi anser att det skulle vara intressant att i en större omfattning undersöka hur detta problemområde behandlas av företag som följer IFRS och som i enlighet med IAS 39 tillämpar kassaflödesvärdering. Forskningen kan till exempel inriktas på hur rekommendationerna i IAS 39 avseende indata till värderingstekniker följs och hur avvägningen görs mellan användandet av företagsspecifik information respektive marknadsinformation.

8 Källförteckning

- Allatt, Graham (2001). Fair-value accounting: examining the consequences. *Balance Sheet vol 9 nr 4* 2001 ss.22-25 MCB University Press (elektronisk) PDF-format Tillgänglig: <www.emeraldinsight.com.lib.costello.pub.hb.se/Insight/viewPDF.jsp?Filename=html/Output/Published/EmeraldFullTextArticle/Pdf/2650090403.pdf> (080416).
- Allén, Sture, Malmgren, Sven-Göran, Berg, Sture, Ernby, Birgitta, Lövfors, Sven & Sjögren, Christian (2004). *Norstedts svenska ordbok*. Stockholm: Norstedts Akademiska Förlag.
- Alvesson, Mats & Sköldberg, Kaj (2008). *Tolkning och reflektion – Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Lund: Studentlitteratur.
- Andersen, Ib (1998). *Den uppenbara verkligheten*. Lund: Studentlitteratur.
- Anthony, Robert N & Govindarajan, Vijay (2003). *Management Control Systems*. Eleventh edition. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Arbnor, Ingeman & Bjerke, Björn (1994). *Företagsekonomisk metodlära*. Lund: Studentlitteratur.
- Barlev, Benzion & Haddad, Joshua Rene (2003). Fair value accounting and the management of the firm. *Critical Perspectives on Accounting* nr 14 ss.383–415.
- Barth, Mary E. & Clinch, Greg (1998). Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates. *Journal of Accounting Research Vol. 36* 1998.
- Buisman, Jan (2007). Blir IFRS globalt redovisningsspråk. *Balans* nr 4.
- Damodaran, Aswath (2002). *Investment valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, Aswath (2000). *The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables - Can Amazon.com be valued?* Stern School of Business New York (elektronisk) PDF-format Tillgänglig: <www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpa99022.pdf> (080415).
- Epstein, Barry J. & Mirza, Abbas Ali (2005). *IFRS 2005 – Interpretation and Application of International Accounting and Financial Reporting Standards*. CD-rom. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Ernst & Young Global (2005). How fair is fair value? *IFRS Stakeholder Series*.

- Ferguson, Lewis H. (2008). Like it or not Fair Value is here to stay. *Financial Executive* 3/1/2008.
- Global Public Policy Committee (2007). *Determining Fair Value of Financial Instruments under IFRS in Current Market Conditions*. (elektronisk) PDF-format Tillgänglig: <[www.pwc.com/extweb/ncpressrelease.nsf/docid/00B25E49FECDD10A2852573AD006E8C84/\\$File/PwC_GPPC.pdf](http://www.pwc.com/extweb/ncpressrelease.nsf/docid/00B25E49FECDD10A2852573AD006E8C84/$File/PwC_GPPC.pdf)> (080421).
- Holme, Idar Magne & Solvang Krohn, Bernt (1997). *Forskningsmetodik - Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur.
- Holmqvist-Larsson, Anna-Carin, Pilebjer-Bosson, Ing-Marie & Wideroth, Camilla (2004). *IAS 39 Finansiella instrument Redovisning och värdering – en översikt*. Stockholm: KPMG.
- Häger, Björn (2007). *Intervjuteknik*. Stockholm: Liber AB.
- International Accounting Standards Board (2008b). *DISCUSSION PAPER – Reducing Complexity in Reporting Financial Instruments*. (elektronisk) PDF-format Tillgänglig: <www.iasb.org/NR/rdonlyres/A2534626-8D62-4B42-BE12-E3D14C15AD29/0/DPReducingComplexity_ReportingFinancialInstruments.pdf> (080403).
- International Accounting Standards Board (2006). *International Financial Reporting Standards 2006*. London: IASB.
- International Accounting Standards Board (2007). *Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS 2007*. Stockholm: FAR FÖRLAG.
- Investment AB Latour (2008a). *Om Latour*. (elektronisk) Tillgänglig: <www.latour.se/sv/om-latour/verksamhetside/> (080502).
- Investment AB Latour (2008b). *Årsredovisning 2007*.
- Jackson, Patricia & Lodge, David (2000). Fair value accounting and the future of financial instruments. *Balance sheet vol 8 nr 5*, ss. 10-13 (elektronisk) PDF-format Tillgänglig: <www.emeraldinsight.com.lib.costello.pub.hb.se/Insight/viewPDF.jsp?Filename=html/Output/Published/EmeraldAbstractOnlyArticle/Pdf/2650080502.pdf> (080415).
- Joint Working Group of standard setters (2000). *Draft Standard and Basis for Conclusions Financial Instruments and Similar Items*. London: International Accounting Standards Committee.
- Kraft, Paul (2005). Fair value methodologies. *Journal of investment compliance* vol. 6 nr 1 ss.16-22 2005.
- Larsen, David L. (2006). Challenges to the Private Equity Industry. *Journal of Accountancy* September 2006 ss.32-33.

- MacFadyen, Ken (2007). Tracking Fair Value. *IDD Magazine* 12 Mars 2007.
- Marton, Jan, Falkman, Pär, Lumsden, Marie, Pettersson, Anna Karin & Rimmel, Gunnar (2008). *IFRS – I teori och praktik*. Stockholm: Bonnier Utbildning.
- Page, Michael & Whittington Geoffrey (2007). The price of everything and the value of nothing? *Accountancy Magazine* September 2007.
- Petersen, Christian, Plenborg, Thomas & Schøler, Finn (2006). Issues in Valuation of Privately Held Firms. *The Journal of Private Equity* Winter 2006 ss.33-48.
- Precht, Elisabeth (2007). Är IFRS en tickande bomb? *Balans* Nr. 10 2007.
- Riahi-Belkaoui, Ahmed (2004). *Accounting Theory 5th Edition*. London: Thomson Learning.
- Rundfelt, Rolf (2000). Internationellt: Tillämpningen av IAS 39 Financial Instruments. *Balans* nr.10 2000.
- Rundfelt Rolf (2001). Internationellt: IASC äntligen klara med förslaget till ny rekommendation om redovisning av finansiella instrument. *Balans* nr.1 2001.
- Samuelsson, Lars A (2004). *Controllerhandboken*. Lidingö: Industrilitteratur AB.
- Smith, Dag (2006). *Redovisningens språk*. Lund: Studentlitteratur.
- Sjätte AP-fonden (2008a). *Sjätte AP-fondens uppdrag*. (elektronisk) Tillgänglig: <www.sjatteapfonden.se/sv/Om-Sjatte-AP-fonden/> (080502).
- Sjätte AP-fonden (2008b). *Årsredovisning 2007*.
- Torgander, Anders (2006). Säkringsredovisning enligt IAS 39. *Balans* nr 10.
- Vita Nova Ventures AB (2008). *Årsredovisning 2007*.
- Volvo (2008a). *Årsredovisning 2007*.
- Volvo (2008b). *Ägare, investerare och analytiker*. (elektronisk) Tillgänglig: <www.volvo.com/group/sweden/sv-se/aktieagare/investera_i_volvo/agare_investerare/> (080502).
- Wallén, Göran (1996). *Vetenskapsteori och forskningsmetodik*. Lund: Studentlitteratur.
- Wilson, Allister (2008). Fair value and measurement: where the conflicts lie. *Balance Sheet vol 9 nr 4* 2001 ss. 26-33 MCB University Press (elektronisk) PDF-format Tillgänglig: <www.emeraldinsight.com.lib.costello.pub.hb.se/Insight/viewPDF.jsp?Filename=html/Output/Published/EmeraldFullTextArticle/Pdf/2650090404.pdf> (080416).

Öhrlings PricewaterhouseCoopers (2004). *Finansiella instrument enligt IFRS – De omarbetade IAS 32 och IAS 39.*

Bilaga 1

Intervjufrågor

- Vilka arbetsuppgifter har du?
- Hur länge har du arbetat här?
- Syfte med placering? Långsiktig placering, innehas för handel?
- Hur värderar ni aktierna?
- *Om de värderar till anskaffningsvärde:*
 - Hur kommer det sig att ni använder den värderingen?
 - Har ni alltid använt den?
 - Vilket syfte har ni med att använda anskaffningsvärden?
 - Om orsak är tillförlitlighet, hur bedömer ni tillförlitligheten, vilka kriterier utgår ni ifrån?
 - Hur kommer ni fram till slutsatsen att verkligt värde inte är tillförlitligt?
 - Hur omfattande är undersökningen om verkliga värdena är möjliga att använda, hur mycket resurser lägger ni på detta?
 - Följer ni värderingshierarkin i enlighet med IAS 39?
 - Väger ni in tidsåtgången och kostnaden vid valet mellan verkligt värde och anskaffningsvärden?
 - Jämför ni med bolag som har samma eller liknande onoterade aktier vid värderingen?
 - Använder ni eller har ni funderat på att använda extern hjälp vid värderingen?
 - Vilka för- och nackdelar ser ni med anskaffningsvärden som värderingsmetod?
- *Om de använder verkligt värde:*
 - Varför använder ni verkligt värde och inte anskaffningsvärde?
 - Tillförlitlighet kan ibland vara svårt att uppnå och allra helst vid fastställande av verkligt värde för onoterade finansiella instrument. Men IASB anser att i princip alla instrument skall kunna värderas på ett tillförlitligt sätt. Vad anser ni om det? Varför anser ni att ert sätt att fastställa verkligt värde är tillförlitligt?
 - Vilka värderingstekniker använder ni? Värderingsmodeller, nyligen genomförda transaktioner, titta på liknande instrument?
 - Finns det någon värderingsteknik som är bruklig att använda i branschen?
 - Vilken information använder ni er av mestadels som underlag till värderingstekniken? Marknadsspecifik eller företagsspecifik?
 - Finns det tillräcklig information om företag och marknad att tillgå?
 - Vid användandet av värderingsmodeller, vilka indata använder ni er av? Hur fastställer ni indata, vilka bedömningar och uppskattningar gör ni?
 - Sker det löpande någon genomgång av använd värderingsmetod, vilka delar är det ni tittar på då och hur går ni tillväga?
 - Använder ni er av extern hjälp i värderingen av onoterade aktier eller besitter ni tillräcklig kompetens inom området själva?
 - Enligt IAS 39 (VT80) innefattar en värdering av onoterade aktier att utgå ifrån att ett *basic scenario* uppskattas d.v.s. en tänkt värdeutveckling som främst bygger på tidigare års information om det onoterade företaget, och som sedan

kompletteras med ytterligare scenarier som bygger på framtida information. Är detta tillvägagångssätt något som ni tillämpar?

- Om så är fallet, hur bedömer ni de värden som olika scenarier resulterar i?
- Kan inte olika scenarier innebära en stor spridning i uppskattade verkliga värden, hur ställer ni er i så fall till denna spridning i värden?
- Olika framtagna scenarier innebär ofta olika stor sannolikhet för att de ska inträffa, vilka bedömningar gör ni avseende dessa sannolikheter?
- Jämför ni med bolag som har samma eller liknande onoterade aktier vid värderingen?
- Vad anser ni om eventuell subjektivitet som kan uppstå vid en bedömning av ett verkligt värde? Finns det risk att värderingen sker till sin fördel, hur undviker ni detta?
- Vilka för- och nackdelar ser ni med verkliga värden som värderingsmetod?
- Hur ställer ni er till begreppen relevans och tillförlitlighet, kan de kombineras eller måste det ske en avvägning?