

Handelshögskolan i Stockholm

3210- Uppsats inom redovisning och finansiell styrning

VT 2008

CARNEGIE

En studie av tillämpningen av ”verkliga värden”

Abstract

A recent development in the field of accounting has been an increasing use of fair values in financial reporting. In 2005, this development was reinforced in Sweden by the adoption of the International Financial Reporting Standards. The aim of this thesis is to discuss the problems related to the use of fair values, through a case study of the Swedish investment bank Carnegie. In May 2007, Carnegie announced that the result had been overly stated by 630 MSEK, due to the valuation of derivatives within the trading department. The empirical material consists of documents produced in the legal process between Carnegie and the Swedish Financial Supervisory Authority. By applying a theoretical framework focused on the evaluation of economic information, we have identified a number of problems related to fair value accounting for derivatives in Carnegie. Firstly, when fair values consist of market prices in non active markets, they do not necessarily represent current economical circumstances. Secondly, such market prices are not objective since they are not determined by numerous independent market participants. Furthermore, when the fair value is determined by a theoretical model similar problems arise. In particular, theoretical values are sensitive to assumptions about the future, which may be subjective. In conclusion, an accounting system based on fair values will cause problems in the absence of active markets. This is caused by the difficulty to find values that possess the same characteristics as market prices in active markets.

Författare: Lina Arnesson (19728) och Sofia Svahn (20134)

Handledare: Professor Lars Östman

Opponent: Gabriel von Malmberg (19536) och Mikael Tikas (19488)

Framläggning: 10 juni 2008, kl. 15-17, sal 342

FÖRORD

Vi vill tacka Professor Lars Östman vid Handelshögskolan i Stockholm för hans inspirerande handledning och engagemang under uppsatsens gång, samt för att han delat med sig av utkast till kommande böcker. Vi vill också rikta ett tack till våra föräldrar och vänner för deras stöd och synpunkter.

Stockholm, maj 2008

Lina Arnesson

Sofia Svahn

INNEHÅLL

1 INLEDNING.....	4
1.1 Syfte och frågeställning.....	5
1.2 Avgränsningar	5
1.3 Metod	6
1.4 Disposition	7
2 TEORETISK REFERENSRAM	8
2.1 Ekonomisk information.....	8
2.1.1 Ekonomisk information och mått	8
2.1.2 Kriterier för ekonomisk informations lämplighet	9
2.2 Vad är ett värde?.....	10
2.2.1 Marknadsvärde.....	11
2.3 Utvecklingen av redovisningen och dess värdebegrepp.....	12
3 GÄLLANDE REGLER OCH PRINCIPER	14
3.1 Redovisningsprinciper	14
3.2 Införandet av IFRS	15
3.3 IASB:s föreställningsram.....	15
3.3.1 Redovisningens kvalitativa egenskaper.....	16
3.4 Verkliga värden enligt IASB	17
3.5 Redovisning av finansiella instrument enligt IAS 39	18
3.6 Värdering av optioner med Black-Scholesmodellen.....	19
4 EMPIRI	21
4.1 Offentliggörandet av övervärderingarna i Carnegie.....	21
4.2 Carnegie Investment Bank AB.....	23
4.3 Värderingen av optioner i Carnegie.....	25
4.3.1 När och hur teoretiska modeller har tillämpats	28
4.3.2 Tolkning och tillämpning av verkliga värden	30

5 ANALYS	33
5.1 Marknadspriser på illikvida marknader	34
5.1.1 Marknadsprisers avbildande egenskaper på illikvida marknader.....	34
5.1.2 Marknadsprisers mätegenskaper på illikvida marknader	36
5.1.3 Acceptansen för marknadspriser på illikvida marknader	37
5.2 Teoretiska värden	37
5.2.1 Teoretiska värdens avbildande egenskaper.....	37
5.2.2 Teoretiska värdens mätegenskaper	40
5.2.3 Acceptans av teoretiska modeller.....	41
6 SLUTSATSER.....	42
7 TILLFÖRLITLIGHET OCH GILTIGHET	44
8 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	45
9 AVSLUTANDE KOMMENTAR.....	46
10 REFERENSER	47
APPENDIX 1: Dagboksblad.....	49
APPENDIX 2: Carnegiekoncernens organisationsschema.....	50
APPENDIX 3: Handlarnas manipulation av marknadspriser.....	51

1 INLEDNING

Finansiella rapporter ska avspegla verkliga händelser och företeelser som ägt rum i en organisation. För att detta ska vara möjligt måste dessa händelser och företeelser mätas på något sätt. Beroende på vilka mätmetoder som tillämpas avspeglas samma verklighet på olika sätt i rapporterna. I likhet med andra områden i samhället utvecklas och förändras redovisningssystem över tiden, och därmed även de mätmetoder som informationen baseras på. En generell utveckling är att redovisningen de senaste decennierna lagt större vikt vid mått baserade på så kallade "fair values", eller på svenska "verkliga värden", vilket innebär att de traditionella mätmetoderna i allt större utsträckning frångås. Skiftet blev särskilt tydligt i samband med EU:s antagande av International Financial Reporting Standards (IFRS) år 2005. Det vanligaste när man talar om verkliga värden är att man i första hand syftar på någon form av marknadsvärde. Det är dock möjligt att fastställa och tillämpa ett verkligt värde i redovisningen även i de fall när det inte existerar någon aktiv marknad, och ett noterat marknadspris därför inte finns tillgängligt. I dessa fall utgörs det verkliga värdet istället av ett värde beräknat enligt en teoretisk modell.

Vilka mätmetoder som används i redovisningen påverkas i allt större utsträckning av individuella gruppers intressen och ambitioner. I International Accounting Standards Boards (IASB) föreställningsram, vilken utformandet av IFRS har sin utgångspunkt i, har investerarnas behov av information för beslutsfattande tilldelats stor betydelse. Med utgångspunkt i detta resonemang har argumenten för verkliga värden ofta varit att de utgör den mest relevanta informationen som underlag för investerarnas beslut. Motståndarna till verkliga värden har däremot argumenterat för att dessa värden förlorar alltför mycket tillförlitlighet, framför allt i de fall när det inte finns någon aktiv marknad. Diskussionen kring verkliga värden i redovisningen har ofta utgångspunkt i just diskussionen om avvägningen mellan relevans och tillförlitlighet.¹ Med detta resonemang anser vi att det tagits för givet att verkliga värden är mer relevanta än andra värden. Enligt vår mening bör detta synsätt ifrågasättas, särskilt med tanke på att verkliga värden kan fastställas på olika sätt. Detta kan exempelvis göras mot bakgrund av ett praktiskt fall där värdering till verkliga värden skett.

I denna uppsats kommer vi att, baserat på de händelser som uppdagades i Carnegie Investment Bank AB (Carnegie eller banken) under våren 2007, diskutera problemen med att använda verkliga värden i finansiella rapporter. Vid denna tidpunkt offentliggjorde Carnegie att företagets resultat övervärderats med miljonbelopp på grund av felvärderingar av derivatkontrakt i

¹ Se till exempel Ernst & Young (2005).

företagets svenska tradingportfölj. Banken anklagade tre handlare inom tradingavdelningen för händelserna. Genom att använda orealistiska volatilitetsantaganden i värderingsmodellen under åren 2005 till 2007 hade handlarna avsiktligt övervärderat optioner. Carnegie uppgav även att de tre handlarna hade påverkat marknadskurserna för att försvåra upptäckten av de felaktiga värderingarna. Finansinspektionen (FI), som inledde en utredning till följd av offentliggörandet, utpekade ett antal brister i företagets interna kontroll och styrning som orsak till övervärderingarna. Oavsett vilka anledningarna till övervärderingarna varit, kan problematiken i fallet delvis kopplas till de tillämpade redovisningsreglerna. Redovisningen av finansiella instrument i Carnegie har skett med utgångspunkt i *IAS 39 Finansiella instrument: Redovisning och värdering*, även om det råder meningsskiljaktigheter kring huruvida standarden följts fullt ut. Eftersom IAS 39 inkluderar värdering till verkliga värden är exemplet lämpligt för att studera användandet av sådana värden.

1.1 Syfte och frågeställning

Syftet med denna uppsats är att diskutera användningen av verkliga värden i finansiella rapporter. Detta åstadkommes genom en empirisk studie av dokument som beskriver händelserna på tradingavdelningen i Carnegie under åren 2005-2007. Den frågeställning vi ämnar besvara kan formuleras som följer:

Vilka problem med verkliga värden illustreras i fallet Carnegie?

I anslutning till studien av händelserna i Carnegie har vi utfört en litteraturgenomgång, vilken resulterat i den teoretiska referensram som analysen har sin utgångspunkt i. Vår ambition med litteraturgenomgången har varit att använda annan litteratur än den som diskuterar verkliga värden med utgångspunkt i IASB:s föreställningsram. På detta sätt har vi för avsikt att diskutera verkliga värden i ett större sammanhang, och inte enbart inom ramen för standardsättarnas egna föreställningar. Genom att tillämpa sådan litteratur på det specifika fallet är vår förhoppning att kunna belysa verkliga värden utifrån ett nytt perspektiv.

1.2 Avgränsningar

Denna uppsats kommer att studera användningen av verkliga värden i Carnegies finansiella rapporter. Studien fokuserar på diskussionen kring redovisningen av optionskontrakt i företagets svenska tradingportfölj under åren 2005-2007. Den empiriska studien har avgränsats till de sju dokument som skapats av FI och Carnegie med anledning av övervärderingarna fram till och med maj 2008.² En del av dessa dokument har funnits publicerade i sin helhet, medan andra har

² Se *Figur 2* för en överblick av dokumenten.

begärts ut av FI efter att de sekretessbeprövats. Även om delar av FI:s begäran om yttrande och Carnegies följande yttrande sekretessbelagts anser vi oss ha fått en tillräckligt omfattande bild av händelserna för att kunna besvara vår frågeställning.

FI:s bedömning av övervärderingarna har innefattat en omfattande diskussion och bedömning av det interna kontrollsystemets funktion i Carnegie. Vår ansats är något annorlunda, eftersom vi fokuserat på redovisnings- och värderingsfrågorna.³ Vi är medvetna om att ett av syftena med den interna kontrollen är att säkerställa en tillförlitlig finansiell rapportering, och därför blir den interna kontrollen oundvikligen en del av diskussionen. Syftet har inte varit att uttrycka vår ståndpunkt i tvisten eller att bedöma de rättsliga påföljderna.

1.3 Metod

Valet av metod bör utgå ifrån den information som ska undersökas och den valda frågeställningen. De två olika metoderna för hur datainsamlingen till en studie kan ske benämns *kvantitativ* och *kvalitativ* ansats.⁴ Den kvantitativa metoden är mer formaliserad och strukturerad och statistiska mätmetoder spelar ofta en viktig roll i analysen.⁵ I en kvalitativ metod däremot, har forskarens uppfattning och tolkning av informationen större betydelse.⁶ Metoden innebär att författarna genom informationsinsamlingen kan få en djupare förståelse för problemställningen och beskriva den i ett helhetsperspektiv.⁷ Utifrån denna uppsats frågeställning och empiriska material är den kvalitativa ansatsen bäst lämpad, eftersom denna metod har ett förstående och mindre formaliserat syfte. Inom ramen för den kvalitativa metoden har vi valt att genomföra en fallstudie. Detta innebär att vi med utgångspunkt i ett enskilt fall försöker identifiera generella problem.⁸

Alvesson och Skoldberg talar om tre olika förklarings- och förståelseansatser.⁹ Den första ansatsen, *induktion*, utgår från empirin. Ansatsen utgår ifrån att en generell giltighet kan appliceras på samband som observerats i ett större antal fall. Därmed är uppsatsens syfte att skapa en teori utifrån empiriskt material. Den andra ansatsen kallas *deduktion* och grundas istället på teori. Denna ansats utgår ifrån att en generell regel kan förklara det enskilda fallet. Den tredje ansatsen som kallas *abduktion* har element av båda de andra ansatserna. Abduktionen utgår ifrån empiri men har inte som avsikt att förkasta teoretiska föreställningar. Däremot kan studier av teori vara en del av

³ Fokus har lagts på principer för värdering och inte på till exempel notupplysningar enligt IAS 32/IFRS 7.

⁴ Holme och Solvang (1997), s. 13.

⁵ Holme och Solvang (1997), s. 14, s. 76.

⁶ Holme och Solvang (1997), s. 76.

⁷ Holme och Solvang (1997), s. 14.

⁸ Bell (2006), s. 20.

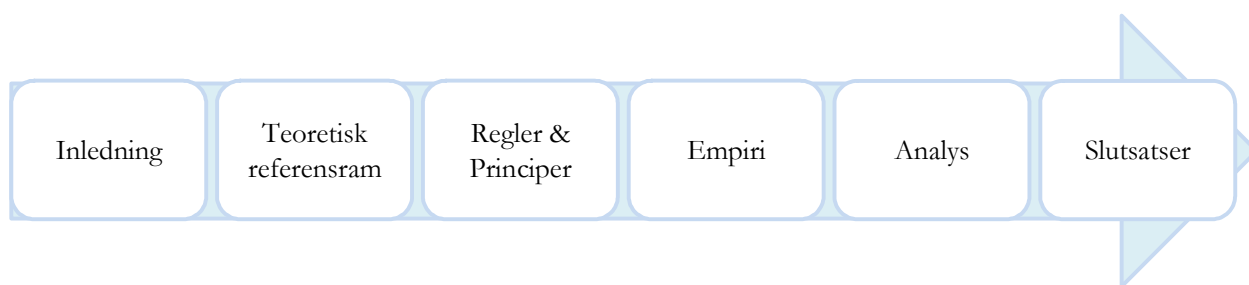
⁹ Alvesson och Skoldberg (1994), s. 41-42.

analysen och skapa förståelse för det empiriska materialet. Empiri och teori kan således varvas i analysen. Ansatsen är vanlig i fallstudier och vi anser att den abduktiva ansatsen är bäst lämpad för vår studie, eftersom syftet med uppsatsen är att med hjälp av den empiriska studien förstå vad användningen av verkliga värden i redovisningen innebär. Metoden blir således ett verktyg för att med utgångspunkt i empirin, men med hjälp av teorin, förstå mönster och skapa förståelse för det empiriska materialet.

Som tidigare nämnts har det empiriska materialet i första hand utgjorts av de dokument som skapats inför förhandlingar i Länsrätten. Som komplement har även Carnegies årsredovisningar för de aktuella åren studerats. De dokument som används för analysen är källmaterial. Källmaterial kan delas upp i *primära* och *sekundära* källor.¹⁰ En primärkälla är en källa som uppstår eller som man får tag i under projektets gång. En sekundärkälla utgörs av en tolkning av en primärkälla. I vår uppsats utgör de rättsliga dokumenten så kallade avsiktliga primärkällor, eftersom dessa är avsedda för ett visst syfte och skapade för att andra ska uppmärksamma och läsa dem. Dessutom förklarar de studerade dokumenten parternas handlande, vilket också karaktäriserar primärkällor.¹¹ Det bör också noteras att dokumenten är skrivna av jurister.

1.4 Disposition

Uppsatsen är strukturerad på följande sätt. Inledningsvis presenteras den teoretiska referensram som analysen har sin utgångspunkt i. Därefter följer en presentation och diskussion kring gällande regler, redovisningens grundläggande principer samt IASB:s föreställningsram och definition av verkliga värden. Efter detta återfinns det empiriska avsnittet där händelseförloppet och parternas redogörelser sammanfattas. Med hjälp av teorin analyseras sedan detta empiriska material. Avslutningsvis presenterar vi studiens slutsatser och ger förslag till vidare studier. I *Figur 1* ges en översikt över uppsatsens disposition.



Figur 1: Uppsatsens disposition.

¹⁰ Bell (2006), s. 125.

¹¹ Bell (2006), s. 126.

2 TEORETISK REFERENS RAM

I detta avsnitt presenteras inledningsvis ekonomisk informations funktion och kriterier för dess innehåll baserat på Johansson och Östmans (1992) diskussioner. Därefter diskuteras begreppet värde samt olika typer av marknadsvärden. Avslutningsvis återfinns en kortare presentation av hur den historiska utvecklingen av de mätmetoder som används i redovisningen sett ut.

2.1 Ekonomisk information

I samhället finns ett behov av ekonomisk information som i sin tur har sin utgångspunkt i olika typer av mått. I avsnittet nedan ges en beskrivning av ekonomiska måtts användning och syfte samt kriterier för att värdera vad som är lämplig ekonomisk information. Denna teori behövs för att kunna diskutera olika måtts konstruktion.

2.1.1 Ekonomisk information och mått

Behovet av ekonomisk information uppstår eftersom det finns en strävan mot ekonomisk effektivitet i organisationer och i samhället. Ekonomisk effektivitet handlar om förhållandet mellan prestationers nytta och de förbrukade resurserna. Redovisningsinformationen ska vara användbar, vilket den är när den underlättar en effektiv fördelning av resurser i en ekonomi.¹² Därmed blir ekonomisk information funktionell för ett visst ekonomiskt system när den bidrar till dess ekonomiska effektivitet. I ekonomiska informationssystem utgör olika former av mått grunden. Ett exempel är mått enligt redovisningskonventioner. Måtten gör att den ekonomiska effektiviteten kan förstärkas och riktas och gör att interna ambitioner och yttre anspråk görs synliga, samtidigt som möjligheten att förverkliga dem ökar. De har betydelse för att värdera prestationer, fördela resurser och öka den operativa effektiviteten. Informationen har flera olika funktioner, både inom och utom ett företag. Det är därför viktigt att mått och krav har sin grund i både de interna strävandena och de yttre anspråken. Information har således en funktion utöver att vara beslutsunderlag för till exempel investerare.¹³

Ett övergripande mål med ekonomisk information är att den ska bidra till företagens möjlighet till fortlevnad. Till exempel måste både de med betalningsanspråk på företaget och företagsledningen kunna bedöma kassaflöden. Enligt Johansson och Östman betyder dock detta inte att kassaflöden ska ligga till grund för redovisningsmetoden. Detta beror på att mått baserade på periodvisa

¹² Kam (1986), s. 49.

¹³ Johansson och Östman (1992), s. 25-33.

kassaflöden inte är någon bra grund för jämförelser i en värld utan säkerhet kring framtida händelseförlopp.¹⁴

2.1.2 Kriterier för ekonomisk informations lämplighet

Med utgångspunkt i den ekonomiska informationens användning, identifierar Johansson och Östman fyra kriterier för att värdera vad som är lämplig ekonomisk information både för externa intressenter och inom företaget. Dessa grundkriterier kallas effektkriterier, avbildningskriterier, mätsystemkriterier och brukarkriterier.¹⁵

Effektkriterier rör vilka effekter informationen har på till exempel individer, företag och samhälle. Informationen ska främja ett önskvärt tillstånd. Åsikter om redovisningssystem kan därför ha sin grund i vilka effekter som föredras av en viss individ eller grupp och vilka mått som leder till den önskade effekten. En viktig effekt är att borgenärsskyddet inte ska äventyras genom för stora utdelningar. Andra exempel på effekter är att företagets rapporterade resultat kan avgöra vilka förmåner de anställda får eller skatteinbetalningarnas storlek. Offentliga rapporter kan även påverka den interna styrningen. Externt bildar omgivningen uppfattningar om företaget och därmed påverkas även faktorer som börskursen eller möjligheten för företaget att låna kapital.¹⁶ Den önskade effekten när redovisningen baserats på historiska anskaffningskostnader och försiktighetsprincipen har till exempel varit att skydda kapitalplaceringar och långivare.¹⁷

Med *avbildningskriterier* syftar Johansson och Östman på i vilken utsträckning måtten fångar händelsers eller enheters viktigaste egenskaper i det enskilda fallet på ett träffande sätt. Målet med måttet är att det ska överensstämma med den underliggande transaktionens eller verksamhetens ekonomiska karaktär.¹⁸ Inom detta kriterium är i sin tur påverkbarhetskriteriet av betydelse. Påverkbarhetskriteriet innebär att en ekonomisk aktör ska tillskrivas de utfall denne kan påverka. Innebörden av påverkbarhetskriteriet kan ses på två olika sätt. Det kan för det första ses som att endast aktörens egna åtgärder spelar roll och att annan påverkan ska elimineras. Ett annat synsätt är att aktören påverkar det slutliga utfallet, även om omvärldsfaktorer till viss mån kan inkluderas. Det sista synsättet är alltså vidare än det första och kan också beskrivas som delaktighet i de risker som har betydelse för kassaflödenas utveckling.¹⁹

¹⁴ Johansson och Östman (1992), s. 52-53.

¹⁵ Johansson och Östman (1992), s. 52.

¹⁶ Johansson och Östman (1992), s. 54-55.

¹⁷ Johansson och Östman (1992), s. 58.

¹⁸ Johansson och Östman (1992), s. 55.

¹⁹ Johansson och Östman (1992), s. 275-276.

Mätsystemkriterier avser inte ett enskilt måtts innehåll utan ett helt mätsystem och således framtagning och användning av mått. I mätsystemet inkluderas datafångst-, bearbetnings- och utnyttjandeprocesserna. Mått kan bedömas utifrån ett antal kriterier. Det är viktigt att bedöma i vilken utsträckning de är verifierbara, tillförlitliga och saknar personlig vinkling. Till exempel måste informationen i årsredovisningen vara tillförlitlig och oberoende för att det ska vara möjligt för en revisor att granska och uttala sig om informationen.²⁰ Mått kan också värderas utifrån jämförbarhetskriterier. Det ska till exempel vara möjligt att göra jämförelser mellan företag inom en nation men också mellan företag i olika nationer.²¹ Det som kallas resurskriteriet är också en del av mätsystemkriterier. Detta kriterium rör de administrativa problem som uppstår av att producera och använda den ekonomiska informationen. Det kan till exempel konstateras att nyttan och kostnaderna för offentlig redovisning inte faller på samma parter.²²

Brukarkriterier tar sikte på hur väl informationen och måtten är anpassade till användarnas förutsättningar och egenskaper. Bra mått ska accepteras och vara begripliga. Detta betyder att det är särskilt viktigt med acceptans- och enkelhetskriterier. Acceptans är viktigt eftersom det påverkar företagets inställning till rekommendationerna, vilket naturligtvis också beror på de förväntade effekterna.²³

Enligt Johansson och Östman blir effektkriterier ofta de yttersta kriterierna vid val av ekonomiska mått medan de andra kriterierna blir led i effektbedömningen. Till exempel blir andra kriterier viktigare när effektbedömningen är mindre omedelbar. Dock är det möjligt att kriterierna står i konflikt med varandra, till exempel blir inte resultatbegreppet koncist om vissa mått, men inte andra, värderas enligt marknadsnoterade priser för att dessa bättre uppfyller utbildningskriteriet. Avvägningen mellan de olika kriterierna har skiftat med tiden och har även haft olika betydelse i olika länder.²⁴

2.2 Vad är ett värde?

Redovisningens mätproblematik innebär att man måste fastställa värdet på en resurs eller prestation. Problematiken ligger i vad detta värde ska fånga och hur man på bästa sätt mäter just den karaktären av värdet. Ekonomiskt värde syftar till preferenser som människor har för vissa varor över andra. Det är inte möjligt att fastställa det ”sanna ekonomiska värdet”, eftersom detta har sin grund i personens upplevda nytta av att erhålla eller konsumera en tillgång, inte i

²⁰ Johansson och Östman (1992), s. 56-57.

²¹ Johansson och Östman (1992), s. 56-57.

²² Johansson och Östman (1992), s. 57.

²³ Johansson och Östman (1992), s. 57.

²⁴ Johansson och Östman (1992), s. 58.

tillgången i sig. Olika personer är också beredda att offra olika mycket för att erhålla tillgången. Det värde som marknaden tilldelar varan kan ses som en approximation av det "sanna värdet". Även om detta värde är en bra approximation av det sanna värdet "för marknaden" består marknaden av företag och individer som kan värdera tillgången olika. För säljaren av varan är marknadspriset värdet, eftersom det är så mycket kontanter som denne erhåller vid försäljningen. För köparen är värdet däremot högre än marknadspriset, annars skulle köparen inte vara villig att ge upp de pengar eller andra tillgångar som skulle kunna användas för alternativa investeringar. Den som innehar en tillgång värderar den över nettoförsäljningsvärdet, eftersom personen annars skulle uppleva större nytta genom att sälja varan. Hur ett företag värderar en vara i förhållande till dess marknadspris går endast att bestämma baserat på det specifika fallet. Marknadspriset är bara en av de approximationer som finns för det "sanna värdet"; ett annat exempel är nuvärden. Vad som i grund och botten görs när redovisningsregler bestäms är att normer skapas för hur det "sanna värdet" ska approximeras.²⁵

2.2.1 Marknadsvärde

Marknadsvärdet är den summa som en tillgång eller skuld utbyts till på en aktiv marknadsplats. Enligt Godfrey m.fl. (2006) är dock marknadspris och marknadsvärde inte detsamma. Anledningen till att ett marknadspris inte stämmer överens med marknadsvärdet är att marknader är subjektiva och dysfunktionella, framför allt till följd av förekomsten av informationsasymmetrier. Även om detta är känt likställs ofta marknadsvärde och marknadspris, bland annat därför att faktorer som påverkar marknadsvärdet också reflekteras i marknadspriset.²⁶ Först och främst existerar det olika marknader och olika omständigheter för en transaktion. Som exempel på detta kan ges att en dunjacka är mer värd för en person som bor i ett kallt land än för en som bor i ett varmt land. Därutöver påverkas marknadspriset också av att marknaden är dysfunktionell, vilket innebär att priset påverkas av tid och energi som måste läggas på att hitta det bästa priset. Dessutom kan olika förutsättningar för köpet, exempelvis garantier, påverka marknadspriset. Anledningen till att marknadspriser har blivit viktiga för redovisningen är att de är objektiva i den mening att de summerar preferenserna hos aktörer utanför företaget.²⁷

När marknadsvärden tillämpas för redovisningssyften är det dock viktigt att skilja mellan olika typer av marknadsvärden. En distinktion görs mellan *entry value* och *exit value*. Skillnaden mellan dessa uppstår på grund av att marknader i praktiken inte är perfekta och fullständiga.²⁸ Exit value syftar till det pris som en tillgång kan säljas eller likvideras till. Entry value är tillgångens

²⁵ Godfrey m.fl. (2006), s. 485-491.

²⁶ I denna uppsats används termerna marknadspris och marknadsvärde enligt detta synsätt.

²⁷ Godfrey m.fl. (2006), s. 485-491.

²⁸ Barth och Landsman (1995), s. 99.

anskaffningsvärde, alternativt återanskaffningskostnad om relativa priser förändras. Det är större sannolikhet att dessa två värden skiljer sig åt om marknaden kontrolleras av någon part, eller när installations- eller transportkostnader är stora. Utöver dessa två typer av marknadsvärden talas det även om *value-in-use* eller *deprival value*. Dessa koncept syftar på det värde som en tillgång har för just det specifika företaget.²⁹

Även Östman (2008b) diskuterar olika värdebegrepp. Bytesvärden kan utgöras av konstaterade värden som företags resurser utbyts till, det vill säga historiska anskaffningskostnader. Att värdera en tillgång till historisk anskaffningskostnad kan ändå ses som en form av bruksvärdesperspektiv, eftersom det bygger på tanken att tillgången anskaffats för att användas i just det specifika företaget. Bytesvärden kan dock också relatera till mer generella värden, till exempel marknadsvärden. När dessa tillämpas i redovisningen frångås bruksvärdesperspektivet, eftersom hänsyn inte tas till vad tillgången har för värde i det specifika fallet. Detta innebär att redovisningen sker utifrån idén att företaget skulle kunna sälja tillgången, även om detta inte är fallet. På detta sätt baseras redovisningen på alternativa val istället för de val som företaget faktiskt har gjort. Även i de fall där bytesvärden på marknader inte förekommer bibehålls detta perspektiv, och värderingen görs då enligt olika teoretiska modeller.³⁰

2.3 Utvecklingen av redovisningen och dess värdebegrepp

Förekomsten av redovisning kan spåras långt tillbaka i tiden, men det var först i samband med framväxten av bolagsformen som redovisningen fick större betydelse som informationskälla.³¹ Det var också i samband med detta som redovisningens värderingsproblematik uppkom, eftersom behovet av att fastställa hur stor del av vinsten som kunde delas ut till ägarna utan att företags framtida fortlevnad riskerades uppstod. Anledningen till värderingsproblematiken i redovisningen är att företags totala vinst uppstår över hela dess livslängd. För att kunna fatta beslut om bland annat utdelning till ägarna samt för att kunna beräkna skatt är det dock nödvändigt att beräkna resultatet för en avgränsad period. Eftersom värdet på företags tillgångar beror på förväntningar om framtiden är det inte möjligt att bestämma ett exakt resultat för en avgränsad period.³²

I Sverige blev åtskiljandet av ägandet och företagsledningen tydligt vid industrialismens genombrott och tillkomsten av den första aktiebolagslagen. Under denna tid var vikten av företags finansiella ställning för dess överlevnad i fokus, vilket ledde till att balansräkningen var

²⁹ Godfrey m.fl. (2006), s. 486.

³⁰ Östman (2008b), s. 27-28.

³¹ Godfrey m.fl. (2006), s. 132.

³² Artsberg (2005), s. 13-14.

central och värderingen i redovisningen byggde på faktiskt genomförda byten av resurser som företaget hade anskaffat. Det var endast denna grund som var tänkbar för värdering i redovisningen, varpå historisk anskaffningskostnad var det enda förekommande värdebegreppet.³³

I takt med samhällets och bolagsformens utveckling kom dock redovisningens värdebegrepp att förändras. För att öka den finansiella motståndskraften i företagen gjordes i vissa fall justeringar av den historiska anskaffningskostnaden till värden, till exempel marknadsvärden, som var lägre än anskaffningskostnaden. Detta innebar att de första avstegen togs från att endast inkludera värden som var specifika för företaget till att ta hänsyn till mer generella värden som ännu inte haft någon direkt inverkan på företaget.³⁴ Under 1920-talet och i början av 1930-talet sattes resursernas funktion i det specifika företaget ytterligare i fokus. Under denna period kunde exempelvis specifika genomförda transaktionsvärden ersättas med mer hypotetiska värden. Redovisningen skulle framför allt tjäna borgenärerna och företagen.³⁵

Så småningom kom redovisningen och därmed värderingen att förskjutas från att ha ett starkt fokus på balansräkningen till att bli mer resultatorienterat.³⁶ Principer för värdering i redovisningen var dock fortfarande främst knutna till värdet för det specifika företaget, det vill säga bruksvärdet, snarare än möjliga bytesvärden på en marknad utanför företaget. Det var först under 1980-talet som möjliga bytesvärden fick en större betydelse i redovisningen. Även om bruksvärden fortfarande var viktigast antogs lagar där man tillät värdering till värden högre än anskaffningskostnaden vid vissa specifika omständigheter. Detta gällde framför allt mycket likvida tillgångar.³⁷ Under slutet av 1990-talet och början 2000-talet blev det allt vanligare med olika marknadsvärden och teoretiska värden i redovisningen, vilket innebar att de ursprungliga idéerna om att redovisningen skulle avspejla genomförda transaktioner förlorade i betydelse.³⁸ De senaste åren har redovisningen utvecklats mot att inkludera marknadsvärden och diskonterade värden i allt större utsträckning. Detta har inneburit att bruksvärdet för det specifika företaget tappat sin betydelse till förmån för mer generella värden på marknader utanför företaget, alternativt värden beräknade med teoretiska modeller.³⁹

³³ Östman (2008a), s. 2-3.

³⁴ Östman (2008a), s. 3.

³⁵ Östman (2008a), s. 4-5.

³⁶ Östman (2008a), s. 5.

³⁷ Östman (2008a), s. 14.

³⁸ Östman (2008a), s. 16.

³⁹ Östman (2008a), s. 18, s. 24.

3 GÄLLANDE REGLER OCH PRINCIPER

I detta avsnitt diskuteras de redovisningsregler som varit gällande för Carnegie. Detta är viktigt för att skapa förståelse för det empiriska materialet. Inledningsvis presenteras några av de allmänt vedertagna principer som ligger till grund för utformningen av redovisning, för att skapa förståelse för redovisningens grunder. Därefter följer en kort diskussion om införandet av IFRS i EU och en presentation av innehållet i IASB:s föreställningsram, bland annat redovisningens kvalitativa egenskaper. Dessa är viktiga i sammanhanget för att belysa vad IASB utgått ifrån vid utformandet av standarderna. Efter detta följer en presentation av IASB:s definition av verkligt värde och en redogörelse för utvalda delar av *IAS 39 Finansiella instrument: Redovisning och värdering*, vilken är den standard som tillämpats för värdering av optionskontrakt i Carnegie.⁴⁰ Avslutningsvis beskrivs vilka variabler som påverkar en options värde och den teoretiska modell som tillämpats vid värderingen av dessa i Carnegie.

3.1 Redovisningsprinciper

Eftersom redovisningen innefattar olika valmöjligheter och innebär att olika bedömningar måste göras finns ett antal principer inom redovisningen som fungerar som vägledning. Vissa av dessa principer är grundläggande och kan inte ifrågasättas. Till dessa räknas antagandet om *bokföringsmässiga grunder*, det vill säga periodiseringsprincipen, samt antagandet om *företagets fortlevnad*. Andra principer, såsom de för värdering, kan följas i olika stor utsträckning och en avvägning mellan dem måste göras.⁴¹

Försiktighetsprincipen innebär att i de fall när det råder osäkerhet kring en tillgångs värde ska den hellre värderas till ett för lågt värde än ett för högt i balansräkningen. Det motsatta gäller för skulder. För resultaträkningen innebär försiktighet att intäkter ska tas upp först när de är helt säkra, medan förluster ska tas upp omedelbart när de kan förutses. En tillämpning av försiktighetsprincipen medför att det egna kapitalet i balansräkningen blir lågt värderat och att vinsten skjuts mot framtiden.⁴²

Starkt kopplad till försiktighetsprincipen är *realisationsprincipen*. Denna används framför allt för att avgöra när en intäkt ska tas upp i resultaträkningen. Principen innebär att intäkter inte ska tas upp innan de realiserats. Det traditionella synsättet på realiserad innebär att en transaktion där företaget varit delaktigt måste ha ägt rum. Ett annat synsätt innebär att en generell värdeökning

⁴⁰ Vi har endast fokuserat på tillgångsvärdering.

⁴¹ Johansson m.fl. (2004), s. 32.

⁴² Johansson m.fl. (2004), s. 39.

på marknaden är tillräckligt för att en vinst ska anses realiserad. Den sistnämnda synen på realisationsprincipen kan användas för att argumentera för en marknadsvärdering av tillgångar eftersom de kunde ha avyttrats, även om detta inte skett i praktiken.⁴³

En annan grundläggande princip för värdering i redovisningen är *matchningsprincipen*. Denna princip fokuserar på resultaträkningen och innebär att kostnader ska redovisas baserat på intäkter. Under en period ska kostnaderna för de resurser som förbrukats för att generera periodens intäkter redovisas.⁴⁴

3.2 Införandet av IFRS

År 2005 infördes IFRS för noterade företag⁴⁵ inom EU. Standarderna ges ut av IASB, men kan inte godkännas av EU i förväg.⁴⁶ Svenska noterade bolag ska därmed numera upprätta sin koncernredovisning i enlighet med *IFRS så som de antagits av EU*.⁴⁷ För dessa företag åsidosätts de svenska reglerna i form av redovisningsrådets rekommendationer och upprättandet av de finansiella rapporterna sker istället i enlighet med de internationella standarderna. Det är dock även tillåtet för onoterade koncerner att följa IFRS. I Sverige är det inte tillåtet att upprätta årsredovisningen för enskilda företag i enlighet med IFRS, på grund av skattelagstiftningens koppling till redovisningen. Vid införandet år 2005 hade en anpassning till IFRS i stor utsträckning redan genomförts i de svenska standarderna, varpå redovisningsrådets rekommendationer och IFRS på många områden är överensstämmande. Dock finns delar som skiljer sig åt samt standarder i IFRS som inte har någon motsvarande svensk standard.⁴⁸ Därmed har införandet av IFRS inneburit vissa förändringar för de bolag som berörs av lagstiftningen. I praktiken har en av de viktigaste av dessa förändringar varit användningen av verkliga värden i redovisningen. Eftersom realisationsprincipen ansetts viktig enligt svensk redovisningstradition var verkliga värden tidigare inte tillåtna enligt Årsredovisningslagen. IASB anser dock att verkliga värden tillhandahåller lämplig information för att redovisningen ska vara användbar vid beslutsfattande.⁴⁹

3.3 IASB:s föreställningsram

Även om redovisningsprinciperna som beskrivits tidigare är viktiga, är inte utformandet av standarder direkt baserade på dessa. Istället utgår dagens normgivning ifrån så kallade

⁴³ Artsberg (2005), s. 161-162.

⁴⁴ Johansson m.fl. (2004), s. 41-42.

⁴⁵ Företag vars aktier eller andra värdepapper är noterade på börsen eller annan marknadsplats.

⁴⁶ Nobes och Parker (2006), s. 103.

⁴⁷ Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS (2006), s. 1.

⁴⁸ Axelman m.fl. (2003), s. 3.

⁴⁹ Godfrey m.fl. (2006), s. 500.

föreställningsramar, vilka behandlar kvalitativa egenskaper hos redovisningen snarare än värderingsprinciper. Utöver att fungera som utgångspunkt för normgivning fungerar föreställningsramar som vägledning för hur olika normer ska tolkas och appliceras, både i de fall där specifika standarder saknas och i de fall där flera valmöjligheter finns.⁵⁰ I IASB:s *Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter* behandlas redovisningens syfte, redovisningens kvalitativa egenskaper, definitioner av olika poster och kriterier för värdering samt kapitalbegrepp.

I föreställningsramen konstateras att redovisningen ska vara användbar för företagets intressenter när de fattar ekonomiska beslut.⁵¹ Ett antal olika intressenter omnämns men de primära användarna av finansiella rapporter anses vara investerarna. Dessa är främst intresserade av att kunna utvärdera företagets förmåga att generera kassaflöden, när dessa kassaflöden förväntas och hur säkra de är. Information som uppfyller investerarnas behov antas även tillfredsställa övriga användares informationsbehov.⁵²

3.3.1 Redovisningens kvalitativa egenskaper

Redovisningens kvalitativa egenskaper kan ses som kvalitetskrav för hur redovisningen ska vara utformad för att uppfylla användarnas informationsbehov.⁵³ De egenskaper som omnämns i IASB:s föreställningsram är *begriplighet*, *relevans*, *tillförlitlighet* och *jämförbarhet*. Precis som med principerna för värdering i redovisningen är en avvägning mellan de olika egenskaperna nödvändig.

Begriplighet innebär att redovisningen ska kunna förstås av användare som har rimlig kunskap om affärsverksamhet, ekonomi och redovisning och som studerar redovisningen med rimlig noggrannhet. Däremot ska inte information som är för komplex utlämnas enbart på grund av risken att den inte förstås.⁵⁴

Med *relevans* menas att informationen i redovisningen ska underlätta användarnas beslutsfattande.⁵⁵ Informationens relevans påverkas av dess *väsentlighet*. Om ett utlämnande eller en felaktighet kan påverka de beslut som användaren fattar anses informationen vara väsentlig.⁵⁶

⁵⁰ Artsberg (2005), s. 166.

⁵¹ Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter, punkt 9.

⁵² Epstein och Jermakowicz (2007), s. 9.

⁵³ Smith (2000), s. 24.

⁵⁴ Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter, punkt 25.

⁵⁵ Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter, punkt 26.

⁵⁶ Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter, punkt 30.

Redovisningen ska kunna användas både för uppföljning av historiska händelser och vid upprättandet av framtida prognoser.⁵⁷

Kravet på *tillförlitlighet* handlar om att informationen inte ska innehålla väsentliga felaktigheter eller vara vinklad. Ett antal begrepp kopplas till egenskapen tillförlitlighet. Först och främst måste informationen ge en *korrekt bild* av transaktioner och andra händelser. *Innebörd och form* innebär att den ekonomiska innebörden, det vill säga substansen, har företräde över den juridiska formen när dessa två inte överensstämmer med varandra. Kravet på *neutralitet* handlar om att informationen i de finansiella rapporterna inte ska vara vinklad. Kravet på *försiktighet* innebär ett krav på att inte överskatta tillgångar och intäkter och inte heller underskatta skulder och kostnader. *Fullständighet* innebär att alla väsentliga ekonomiska händelser och aspekter under perioden ska inkluderas i redovisningen.⁵⁸

Den sista kvalitativa egenskapen som diskuteras i IASB:s föreställningsram är *jämförbarhet*. I sammanhanget diskuteras två olika aspekter, jämförbarhet mellan företag och jämförbarhet över tiden. Jämförbarhet mellan företag har betydelse för att till exempel investerare ska kunna fatta beslut genom att jämföra redovisningsmått mellan olika företag. Jämförbarhet över tiden inom ett företag innebär att intressenter ska kunna jämföra mått mellan olika perioder. För att måtten ska vara jämförbara krävs att lika händelser och tillstånd redovisas på ett likformigt sätt.⁵⁹

I IASB:s föreställningsram diskuteras också den nödvändiga *avvägningen mellan relevans och tillförlitlighet*. Ett exempel är att information, till exempel en intäkt, som dröjer med att inkluderas i de finansiella rapporterna på grund av att den inte anses tillräckligt tillförlitlig, kan förlora sin relevans. I föreställningsramen diskuteras också avvägningen mellan nyttan och kostnaden av att producera redovisningsinformation.⁶⁰

3.4 Verkliga värden enligt IASB

När vi inom ramen för denna uppsats använder begreppet ”verkligt värde” syftar detta till IASB:s definition av begreppet i *IAS 39 Finansiella instrument: Redovisning och värdering*. Detta formuleras som ”det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas eller en skuld kunna regleras, mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs”⁶¹. När tillgångar värderas till verkliga värden, ska dessa i första hand utgöras av

⁵⁷ Artsberg (2005), s. 169.

⁵⁸ Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter, punkt 31-38.

⁵⁹ Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter, punkt 39-40.

⁶⁰ Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter, punkt 43-44.

⁶¹ IAS 39, punkt 9.

*noterade priser på en aktiv marknad.*⁶² En sådan aktiv marknad finns 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 till affärsmässiga villkor”⁶³. Ett pris bestämt på detta sätt anses vara det bästa uttrycket för ett verkligt värde.

I de fall där en aktiv marknad inte finns och ett marknadspris därför inte kan fastställas ska företaget istället tillämpa en *värderingsteknik*. Exempel på sådana värderingstekniker är en ”hänvisning till ett aktuellt verkligt värde för ett annat instrument som i all väsentlighet är likadant”⁶⁴, diskonterade kassaflödesmodeller och optionsvärderingsmodeller.⁶⁵ Ett företag kan använda en värderingsteknik om den är ”bruklig bland marknadsaktörer för att prissätta instrument och denna teknik har visat sig ge tillförlitliga uppskattningar av priser som kan erhållas i faktiska marknadstransaktioner”⁶⁶. Dessa modeller ska enligt standarden använda marknadsinformation i så hög grad som möjligt och företagsspecifik information i så liten utsträckning som möjligt. Modellens giltighet ska dessutom regelbundet prövas av företaget, genom att använda priser från observerbara aktuella marknadstransaktioner i samma instrument eller baserat på tillgängliga observerbara marknadsuppgifter.⁶⁷

3.5 Redovisning av finansiella instrument enligt IAS 39

Redovisningen av finansiella instrument är ett område där IASB ansett det lämpligt med verkliga värden i redovisningen.⁶⁸ Redovisningen av finansiella instrument under IFRS regleras i *IAS 39 Finansiella instrument: Redovisning och värdering*. Standarden behandlar när finansiella instrument ska tas upp som en tillgång eller en skuld i balansräkningen samt hur värdet på instrumentet ska mätas. Vid anskaffningstillfället värderas både finansiella tillgångar och finansiella skulder till verkligt värde, vilket är detsamma som anskaffningsvärdet. Huvudregeln är att de även löpande ska värderas till verkligt värde, men vissa typer av instrument undantas från denna regel.

⁶² IAS 39, punkt 48A.

⁶³ IAS 39, VT 71.

⁶⁴ IAS 39, punkt 48A.

⁶⁵ IAS 39, punkt 48A.

⁶⁶ IAS 39, punkt 48A.

⁶⁷ IAS 39, punkt 48A.

⁶⁸ Godfrey m.fl. (2006), s. 501.

Finansiella tillgångar delas in i fyra kategorier som avgör hur de löpande ska värderas i balansräkningen.⁶⁹ Dessa presenteras i *Tabell 1* nedan.

Instrument	Värderingsmetod
Finansiella tillgångar till verkligt värde genom resultaträkningen (bl.a. tillgångar som innehas för handel).	Redovisas till verkligt värde. Värdeförändringen påverkar resultaträkningen.
Investeringar som hålls till förfall.	Redovisas till anskaffningsvärde.
Lånefordringar och kundfordringar.	Redovisas till anskaffningsvärde.
Finansiella tillgångar som kan säljas.	Redovisas till verkligt värde. Värdeförändringen påverkar eget kapital direkt.

Tabell 1: Värdering av finansiella instrument enligt IAS 39.

3.6 Värdering av optioner med Black-Scholesmodellen

Optioner är en form av derivat som har sin bas i underliggande värdepapper men även i till exempel valutor och råvaror. En option ger innehavaren en rättighet, men inte en skyldighet, att köpa eller att sälja den underliggande tillgången till ett förutbestämt pris. Optioner delas därför in i köp- och säljoptioner. Utfärdaren har däremot alltid en skyldighet gentemot innehavaren. När en option inte kan lösas in i förtid, kallas den för europeisk. När den däremot kan lösas in när som helst under löptiden kallas den amerikansk.⁷⁰

Optioner har ett grundvärde och ett tidsvärde. *Grundvärdet*, eller realvärdet, är skillnaden mellan aktuell kurs och lösenpris. Ett sådant värde finns för en köpoption om aktiekursen överstiger lösenpriset och för en säljoption om lösenpriset är högre än den aktuella aktiekursen. *Tidsvärdet* beror på räntenivån, den underliggande aktiens volatilitet samt på löptiden. Tidsvärdet inkluderar den räntefördel som en köpoption ger, det vill säga att man köper optionen istället för den underliggande aktien och därmed investerar mindre kapital. Höga räntenivåer ger ett högre tidsvärde för en köpoption. För säljoptioner är däremot effekten den motsatta. Jämfört med att sälja nu och sälja senare gör innehavaren en ränteförlust. Höga räntenivåer minskar därför värdet på säljoptioner. Ju närmare lösentidpunkten, desto mindre är denna komponent. I tidsvärdet ingår också det spekulationsmoment som optionsinnehavet innebär. Det finns en chans att aktiernas värde stiger (vilket höjer värdet på en köpoption), eller sjunker (vilket höjer värdet på en

⁶⁹ IAS 39, punkt 9.

⁷⁰ Brealey och Myers (2003), s. 564-565.

säljoption). Ju större sannolikhet för höga aktiekurser, desto högre blir alltså priset på en köpoption.⁷¹ Beräkningen av det förväntade värdet är komplicerad. Allmänt kan dock sägas att optioner som avser aktier som brukar variera mycket i kurs, det vill säga har hög volatilitet, motiverar ett högre värde på optionerna. Även längre löptid motiverar ett högre pris på optionerna, eftersom chansen för att en hög aktiekurs för köpoptioner eller en låg aktiekurs för säljoptioner uppnås, är större. Optionspriset påverkas även av om aktieutdelning lämnas under löptiden. Denna kommer nämligen inte köpoptionsinnehavaren tillgodo. Säljoptioner får dock ett högre värde om utdelning lämnas under löptiden. Generellt kan sägas att tidsvärdet närmar sig noll vid löptidens slut.⁷²

På 1970-talet utvecklades en värderingsmodell för optioner som kan användas för att fastställa värdet på optionskontrakt. Modellen, som kallas Black-Scholes efter dess upphovsmän, är idag standardmodellen för värdering av optioner.⁷³ Likt andra värderingsmodeller bygger Black-Scholes på ett antal antaganden om den underliggande tillgången samt marknadens funktion. En viktig förutsättning är att den historiska priströrligheten i aktien utgör den bestämmande grunden för aktiens framtida priströrlighet. Priströrligheten ska alltså inte påverkas av subjektiva bedömningar. En annan förutsättning är att priströrligheten är lognormalfördelad. Vidare antas att det inte förkommer några transaktionskostnader på marknaden. Dessutom bortses från skatt.⁷⁴ De parametrar som inkluderas i Black-Scholes och påverkar optionens värde är följande:⁷⁵

- Priset på den underliggande tillgången.
- Lösenpriset.
- Resterande tid till förfallodagen.
- Den underliggande tillgångens volatilitet.⁷⁶
- Den riskfria räntan.

Den beroende variabeln är optionens värde och var och en av de fem parametrarna i modellen är oberoende variabler så länge de andra hålls konstanta.⁷⁷ De faktiska priserna bestäms dock av tillgång och efterfrågan. Det innebär att ett teoretiskt värde och ett faktiskt pris inte alltid är detsamma. Ju närmare förfallotidpunkten man kommer, desto mer lika blir de dock.

⁷¹ Hansson (2005), s. 132-133.

⁷² Hansson (2005), s. 135.

⁷³ Hansson (2005), s. 134.

⁷⁴ Hansson (2005), s. 134.

⁷⁵ Cassell (2004), s. 12.

⁷⁶ Beskriver hur mycket tillgångens värde varierar och mäts som standardavvikelse, σ , per period av avkastning på tillgången.

⁷⁷ Cassell (2004), s. 12.

4 EMPIRI

I detta avsnitt följer en beskrivning av Carnegie och de händelser som uppdagades i banken våren 2007. Inledningsvis förklaras händelseförloppet med anledning av offentliggörandet av övervärderingarna och den kommunikation som ägt rum mellan banken och FI. Därefter följer en kortare beskrivning av bankens organisation och de regler den lyder under. Resterande del av empirin beskriver utvalda delar av innehållet i de studerade dokumenten, med fokus på hur värderingen av optioner gått till.

4.1 Offentliggörandet av övervärderingarna i Carnegie

Den 8 maj 2007 offentliggjorde Carnegie att bolagets resultat övervärderats med 370 miljoner kronor bara under 2007. Den 24 maj 2007 offentliggjordes efter interna utredningar slutligen att resultatet övervärderats med 630 miljoner kronor under åren 2005 till 2007.⁷⁸ I samband med detta meddelade Carnegie själva FI om händelserna.⁷⁹ Övervärderingarna var hänförliga till handel med finansiella instrument för egen räkning, det vill säga tradingverksamheten.⁸⁰

FI inledde en platsundersökning den 28 maj 2007, riktad framför allt mot bankens tradingverksamhet, men även mot de övriga delarna av verksamheten.⁸¹ Även OMX Nordiska Börs Stockholm inledde en utredning som tog sikte på att utreda marknadsmanipulationerna och informationsgivningen kring händelserna.⁸² Dessutom inledde Ekobrottsmyndigheten en utredning av huruvida något brott begåtts. Efter FI:s platsundersökning kom den 11 juli 2007 FI:s begäran om yttrande där Carnegie bereddes möjlighet att yttra sig över FI:s iakttagelser och preliminära bedömningar. Carnegie hade vid denna tidpunkt vidtagit vissa åtgärder med anledning av händelserna, exempelvis hade en rutin för extern validering införts.⁸³ Dessa har inte varit föremål för FI:s bedömning. Carnegies yttrande inkom den 31 augusti 2007.

FI:s beslut meddelades den 27 september i en offentlig rapport. FI beslutade att ingripa mot Carnegie med 1) en varning enligt lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse avseende tillståndet av driva bankrörelse, 2) en varning med stöd av lagen (1991:981) om värdepappersrörelse avseende tillståndet att driva värdepappersrörelse, 3) en straffavgift på 50 miljoner kronor enligt lagen om bank- och finansieringsrörelse. Vidare ingrep FI med att 4) enligt

⁷⁸ FI:s beslut, s. 2.

⁷⁹ Carnegies yttrande 1, s. 79.

⁸⁰ Intäkterna för affärsområdet Securities i Carnegie, där tradingverksamheten ingår, uppgick år 2007 till 1 534 MSEK efter att de justerats för övervärderingarna. Intäkterna för år 2006 uppgick till 1 900 MSEK och för år 2005 till 1 404 MSEK.

⁸¹ FI:s begäran, s. 5.

⁸² D. Carnegie & Co. AB:s årsredovisning (2007), s. 22-23.

⁸³ FI:s beslut, s. 43.

lagen om bank- och finansieringsrörelse anmärka på att Stig Vilhelmson ingick i Carnegies styrelse och på att han var verkställande direktör samt med att 5) enligt samma lag begära att styrelsen skulle kalla till extrastämma inom tre månader där val av ny styrelse skulle avhandlas. I samband med detta avsåg sig Vilhelmson sina uppdrag. FI anmälde Carnegies tidigare revisorer till Revisorsnämnden, eftersom dessa inte gjort några anmärkningar på bankens redovisning.⁸⁴

I beslutet angav FI en rad olika anledningar till ingripandet. Först och främst ansåg FI att det förelegat allvarliga brister i bankens kontroll och styrning av verksamheten. De interna reglerna ansågs ofullständiga och styrningen motsägelsefull. Dessutom ansåg FI att kontrollfunktionen varit underdimensionerad i förhållande till bankens verksamhet. Vidare hade det inte varit tillräckligt tydligt hur ansvaret fördelats mellan olika funktioner och de funktioner som varit ansvariga för granskningen hade inte besuttit tillräcklig kompetens. Avslutningsvis ansågs styrelsen inte ha genomfört en tillräcklig riskuppföljning. Till grund för beslutet låg också bristerna i bankens redovisning.⁸⁵

Den 28 oktober 2007 överklagade Carnegie FI:s beslut. Överklagandet kompletterades den 15 november samma år. Carnegie yrkade 1) dels att Länsrätten ska upphäva beslutet om att ge Carnegie en varning med stöd av lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse, 2) dels att Länsrätten ska upphäva FI:s beslut att påföra Carnegie en straffavgift och 3) dels att Länsrätten ska upphäva beslutet att anmärka på Stig Vilhelmson, i sin roll som verkställande direktör och styrelsemedlem. Om Länsrätten skulle besluta att inte upphäva straffavgiften, yrkade Carnegie att den ska sättas ned till ett väsentligt lägre belopp.⁸⁶ Carnegie bedömde att målet är så omfattande och komplext att muntliga förhandlingar krävs.⁸⁷

Carnegie angav i överklagandet ett antal anledningar till sina yrkanden. Bland annat menade Carnegie att FI brustit i sin utredning, vilket också lett till felaktiga sakliga grunder för beslutet. Carnegie menade att den interna kontrollen inte haft de brister som FI angivit i beslutet. Istället uppgav banken att den interna styrningen och kontrollen i allt väsentligt varit god, vilket också bekräftats av de två revisorerna. Carnegie hävdade också att inga interna kontrollsystem kan förhindra förekomsten av kriminella handlingar, vilket banken menade att handlarna ägnat sig åt. Dessutom påpekade den det allvar som övervärderingarna togs med, samt att åtgärder

⁸⁴ FI:s beslut, s. 1-2.

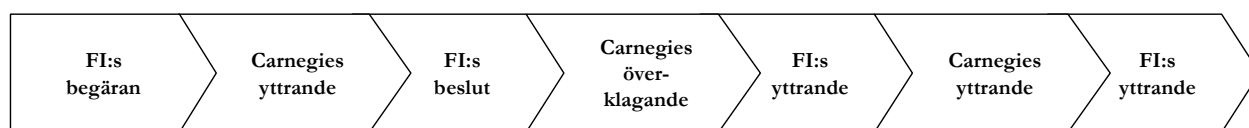
⁸⁵ FI:s beslut, s. 2.

⁸⁶ Carnegies överklagande, s. 4.

⁸⁷ Carnegies överklagande, s. 97.

omedelbart vidtogs till följd därav.⁸⁸ Carnegie påpekade också det faktum att kontrollfunktionen faktiskt fungerat, eftersom det var banken själva som upptäckte övervärderingarna.⁸⁹

I enlighet med en underrättelse den 20 november 2007 från Länsrätten, yttrade sig FI över Carnegies överklagande den 31 januari 2008. FI godtog i samband med detta Carnegies krav på muntliga förhandlingar.⁹⁰ Ett yttrande från Carnegie inkom den 4 april 2008 och ett yttrande från FI inkom den 5 maj 2008. Dessa utgörs av kortare utläggningar, framför allt om den juridiska processen samt frågor och förtydliganden angående sanktionerna.⁹¹ I *Appendix 1* återfinns Länsrättens dagbok där handläggningen i ärendet redovisas i kronologisk ordning. Rättsförfarandet sammanfattas i *Figur 2* nedan.



Figur 2: Rättsförfarandet.

4.2 Carnegie Investment Bank AB

Carnegie är ett helägt dotterbolag till börsnoterade D. Carnegie & Co AB (publ) (Carnegiekoncernen).⁹² Carnegie har i sin tur ett antal dotterbolag och utgör tillsammans med dessa en onoterad koncern. I *Appendix 2* återfinns Carnegiekoncernens organisationsschema. I denna uppsats behandlas händelser som ägt rum i det svenska dotterbolaget, eftersom det är där handeln med finansiella instrument för egen räkning återfinns. Carnegiekoncernen har en lång historia som sträcker sig tillbaka till 1803, men den verksamhet som bedrivs idag kom att växa fram under 1900-talet då omsättningen ökade och företaget expanderade utomlands. D. Carnegie & Co AB introducerades på Stockholmsbörsen år 2001 och idag är Invik & Co AB och de egna anställda de största aktieägarna.⁹³

Carnegiekoncernen är en fristående nordisk investmentbank med verksamheter i alla nordiska länder samt Storbritannien, Schweiz, Luxemburg och USA. Verksamhet bedrivs inom fem olika affärsområden.⁹⁴ *Securities* var det största affärsområdet inom Carnegiekoncernens verksamhet mätt i procent av försäljningen⁹⁵ år 2007 (35 procent). Tjänster erbjuds inom aktieanalys, mäklari, sales trading, aktiemarknadsrelaterade transaktioner och equity finance. Affärsområdet riktar sig

⁸⁸ Carnegies överklagande, s. 49.

⁸⁹ Carnegies överklagande, s. 51.

⁹⁰ FI:s yttrande 1, s. 24.

⁹¹ FI:s yttrande 2 och Carnegies yttrande 2.

⁹² Carnegies hemsida: Carnegie in brief, 2008-03-21.

⁹³ D. Carnegie & Co. AB:s årsredovisning (2007), s. 1.

⁹⁴ D. Carnegie & Co. AB:s årsredovisning (2007), s. 1.

⁹⁵ Koncernens totala försäljning år 2007 uppgick till 4 340 MSEK.

till institutionella investerare. Carnegies tradingverksamhet finns inom detta affärsområde.⁹⁶ Handel bedrivs för egen räkning genom att Carnegie tar positioner i olika värdepapper såsom aktier och derivatinstrument. Affärsområdet har 15 anställda varav fyra varit ansvariga för bankens handel för egen räkning med svenska aktier och tillhörande derivat.⁹⁷ Enligt Carnegie är grunden för positionstagandet att utnyttja av dem identifierade arbitragemöjligheter.⁹⁸ *Asset Management* erbjuder kapitalförvaltningsprodukter till institutionella placerare och fondsparare och stod för 26 procent av försäljningen år 2007. *Investment Banking* tillhandahåller rådgivning i den nordiska regionen i samband med publika och icke-publika förvärv, samgåenden och avyttringar. Rådgivning erbjuds även för aktiemarknadsrelaterade transaktioner och strukturerade finansiella produkter. Andelen av den totala försäljningen år 2007 uppgick till 16 procent. *Private Banking* erbjuder finansiell rådgivning till förmögna privatpersoner och bidrog år 2007 med 13 procent av den totala försäljningen. *Max Matthiessen* är Carnegiekoncernens förmedling av pensionsförsäkringar och förvärvades av moderbolaget i början av 2007. Bidraget till den totala försäljningen uppgick till tio procent.⁹⁹

Carnegiekoncernen har ca 1100 anställda.¹⁰⁰ Ersättningen till de anställda utgörs av en fast och en rörlig del. Den fasta delen består av lön och avsättning till pensionssystemet, medan den rörliga delen innefattar ett vinstdelningssystem där hälften av koncernens resultat delas ut till de anställda.¹⁰¹ Vinstdelningssystemet introducerades på 1990-talet som ett incitamentssystem för såväl ledning som övriga anställda.¹⁰²

Carnegies verksamhet regleras av ett antal regler och lagar. Carnegie har rätt att bedriva värdepappersrörelse och lydde under tiden för övervärderingarna därmed under lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.¹⁰³ Eftersom banken sedan november 2003 även bedriver bankverksamhet lyder de också under lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse.¹⁰⁴

Carnegies verksamhet övervakas av FI, som har i uppdrag från regering och riksdag att övervaka finansmarknaden. FI ska se till att finansmarknaden fungerar effektivt och stabilt samt att konsumenterna på marknaden skyddas.¹⁰⁵ FI ger själva ut föreskrifter och allmänna råd, men dess uppgift innefattar även att se till att företag på finansmarknaden följer de övriga regler och lagar

⁹⁶ Carnegies överklagande, s. 8.

⁹⁷ FI:s begäran, s. 5.

⁹⁸ Carnegies yttrande 1, s. 13.

⁹⁹ D. Carnegie & Co. AB:s årsredovisning (2007), s. 1.

¹⁰⁰ Carnegies överklagande, s. 8.

¹⁰¹ Carnegie Investment Bank AB:s årsredovisning (2007), s. 1.

¹⁰² Carnegie Investment Bank AB:s årsredovisning (2007), s. 4.

¹⁰³ Numera ersatt av lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

¹⁰⁴ FI:s beslut, s. 7.

¹⁰⁵ Finansinspektionens hemsida: Om Finansinspektionen, 2008-03-27.

som de lyder under. FI har bland annat givit ut allmänna råd om styrning och kontroll av finansiella företag (FFFS 2005:1) samt allmänna råd om hantering av marknads- och likviditetsrisker i kreditinstitut och värdepappersbolag (FFFS 2000:10). FI:s allmänna råd är inte juridiskt bindande utan fungerar som vägledning för hur regler bör tillämpas och som indikation på hur FI resonerar i en fråga.¹⁰⁶ Om ett företag avviker från dessa rekommendationer måste det framgå att det ändå följer kraven i bakomliggande bestämmelser.¹⁰⁷

Utöver dessa regler och rekommendationer ska Carnegie följa vissa förordningar vid upprättandet av årsredovisningen.¹⁰⁸ Den svenska lagstiftning som Carnegie lyder under är lagen (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag (ÅARKL).¹⁰⁹ Denna lag uppger att kreditinstitut ska följa reglerna i Årsredovisningslagen (1995:1554) (ÅRL) på ett visst sätt. När det gäller värdering av finansiella instrument uppger ÅARKL att reglerna i ÅRL ska följas.¹¹⁰ FI ger även ut föreskrifter på redovisningsområdet. För årsredovisningen 2005 gällde (FFFS 2004:20) och för årsredovisningen 2006 (FFFS 2005:33).¹¹¹ Enligt dessa föreskrifter bör ett kreditinstitut tillämpa godkända internationella redovisningsstandarder i den mån de inte står i konflikt med den svenska lagstiftningen, vilket innebär att *LAS 39 Finansiella instrument: Redovisning och värdering* bör tillämpas för redovisning av finansiella instrument.¹¹²

4.3 Värderingen av optioner i Carnegie

Tradingavdelningen på Carnegie har haft ansvaret för den löpande värderingen av handelslagret, vilket innebär att det är handlarna själva som värderat derivaten. Denna värdering har legat till grund både för redovisningen av tradingportföljen och för bankens riskmätning av denna.¹¹³ Optionerna i tradingverksamheten är resultatpåverkande, till skillnad från den handel i optioner som bedrivs för kunders räkning, där bankens inkomst istället utgörs av courtage.¹¹⁴ Den sista december 2006 bestod tradingportföljen till största delen av aktier och aktieoptioner. Värdet på de öppna positionerna uppgick den 4 maj 2007 till 28,7 miljarder kronor.¹¹⁵

¹⁰⁶ Finansinspektionens hemsida: Vägledning, 2008-03-27.

¹⁰⁷ FI:s beslut, s. 8.

¹⁰⁸ Carnegies överklagande, s. 70.

¹⁰⁹ FI:s beslut, s. 8.

¹¹⁰ 4 kap 1 § ÅARKL anger att för värdering av finansiella instrument ska 4 kap 14a-14d §§ ÅRL följas.

¹¹¹ FI:s beslut, s. 8.

¹¹² FI:s beslut, s. 21.

¹¹³ FI:s begäran, s. 6.

¹¹⁴ Carnegies överklagande, s. 9.

¹¹⁵ FI:s beslut, s. 5.

Banken har angivit att finansiella tillgångar och skulder som innehas för handel värderas i enlighet med *LAS 39 Finansiella instrument: Redovisning och värdering*.¹¹⁶ Carnegie har också skapat egna anvisningar för redovisning i ett skriftligt dokument som benämns *Värdering och redovisning av finansiella instrument*.¹¹⁷ Enligt dessa ska optionskontrakten i tradingportföljen i första hand värderas till marknadspriser. När sådana inte funnits tillgängliga eller ansetts uppenbart missvisande har istället teoretiska värderingsmodeller tillämpats. När handlarna gjort avsteg från marknadspriser trots att sådana funnits tillgängliga har de behövt motivera detta skriftligen. Det har alltså funnits tre kategorier av optionskontrakt indelade efter hur de värderats i redovisningen.¹¹⁸ Enligt FI:s iakttagelser var det totala antalet positioner i tradingportföljen den 31 december 2006 ca 2 200, varav 845 var optionskontrakt inklusive warranter.¹¹⁹ *Tabell 2* illustrerar hur optionskontrakten i tradingportföljen värderats.

Värderingsmetod	Andel av portföljen
Optionskontrakt med tillgängligt marknadspris som värderas till det noterade marknadspriset.	470 st. (56 %)
Optionskontrakt utan tillgängliga marknadspriser som värderas genom användande av teoretiska modeller.	250 st. (29 %)
Optionskontrakt med tillgängligt marknadspris men där detta bedöms vara uppenbart missvisande, som också värderas genom användande av teoretiska modeller.	125 st. (15 %)

Tabell 2: Värdering av optioner i Carnegie.

De teoretiska värderingarna har gjorts genom beräkningar med Black-Scholes. En validering av värderingen, det vill säga en oberoende kontroll av de teoretiska värdena, utfördes av Carnegies ekonomiavdelning den sista handelsdagen varje månad i samband med månadsbokslutet.¹²⁰ Kontrollfunktionen bestod i normalfallet av att ekonomiavdelningen jämförde värdet med genomsnittet av köp- och säljkursen för optionen vid börsens stängning denna dag.¹²¹ Banken

¹¹⁶ Carnegie Investment Bank AB:s årsredovisning (2005), s. 11, Carnegie Investment Bank AB:s årsredovisning (2006), s. 11 samt Carnegie Investment Bank AB:s årsredovisning (2007), s. 15.

¹¹⁷ De interna reglerna var under perioden för övervärderingarna inte formellt fastställda i organisationen. Carnegie menar dock att de ändå varit väl kända och tillämpades i organisationen. Idag har de interna reglerna reviderats och fastställts. (Carnegies yttrande 1, s. 33).

¹¹⁸ Carnegies överklagande, s. 63.

¹¹⁹ FI:s beslut, s. 12.

¹²⁰ FI:s beslut, s. 6, s. 12.

¹²¹ Carnegies överklagande, s. 10.

påpekar problematiken med att det inte varit möjligt att jämföra de teoretiska värdena mot några andra mer rättvisande värden än de marknadspriser¹²² som funnits tillgängliga, det vill säga de marknadspriser som handlarna bedömt som uppenbart missvisande.¹²³ Stickprovskontroller har gjorts för att säkerställa att avsteg från marknadsvärdering varit motiverad. I dessa fall har handlarnas skriftliga motiveringar kontrollerats, men några ändringar av värderingarna har aldrig genomförts.¹²⁴ I de fall där inget tillgängligt marknadspris funnits har ingen validering av de teoretiska värdena gjorts överhuvudtaget.¹²⁵ En beloppsmässig gräns för den totala tillåtna skillnaden mellan de noterade priserna och de priser som beräknats av handlarna enligt teoretiska modeller har funnits.¹²⁶ Denna uppgick till fem miljoner kronor och gällde för alla positioner netto, vilket inneburit att enskilda positioner kunnat ha större avvikelser.¹²⁷

Enligt Carnegie är anledningen till att övervärderingarna kunnat inträffa att tre handlare på tradingavdelningen, varav en var chef för avdelningen, agerat i samförstånd för att manipulera värderingsparametrar vid värderingen av optionskontrakt med Black-Scholes.¹²⁸ Som diskuteras i avsnittet om Black-Scholes är volatiliteten på den underliggande aktien en av parametrarna som inkluderas i beräkningen. Det är denna parameter som handlarna enligt Carnegie medvetet manipulerat för att påverka optionernas värde. Genom att chefen för tradingavdelningen agerat i samförstånd med handlarna har dualiteten i kontrollsystemet åsidosatts.¹²⁹ Utöver detta har de tre handlarna lyckats kringgå Carnegies interna kontroll av de teoretiska värdena genom att manipulera marknadskurser. Som tidigare nämnts har bankens validering genomförts sista dagen varje månad. Eftersom handlarna känt till detta har de denna dag, precis innan börsens stängning, lagt köp- och säljordrar på optioner på ett pris som avvek från vad marknaden för tillfället kvoterade, så att börsens mittkurs den aktuella dagen påverkats. På så sätt översteg inte differensen mellan marknadspriset och det teoretiska värdet det tillåtna beloppet just den dagen.¹³⁰ *Appendix 3* illustrerar grafiskt hur detta gått till enligt Carnegie. Banken hävdar alltså att övervärderingarna skett på grund av att handlarnas agerande varit uppenbart regelvidrigt.¹³¹

¹²² Som dessutom varit manipulerade. Se förklaring i *Appendix 3*.

¹²³ Carnegies yttrande 1, s. 17.

¹²⁴ FI:s begäran, s. 6.

¹²⁵ FI:s beslut, s. 12.

¹²⁶ FI:s beslut, s. 12.

¹²⁷ FI:s beslut, s. 19.

¹²⁸ Carnegies överklagande, s. 9.

¹²⁹ Carnegies överklagande, s. 15.

¹³⁰ Carnegies överklagande, s. 11-12.

¹³¹ Carnegies överklagande, s. 4.

Handlarna avskedades av banken. Chefen för tradingavdelningen avgick redan tidigare på eget initiativ.¹³²

4.3.1 När och hur teoretiska modeller har tillämpats

En omfattande del av de diskussioner som förts mellan FI och Carnegie gällande orsakerna till övervärderingarna kan hänföras till bankens användning av teoretiska modeller för värdering av optionskontrakt. Det råder meningsskiljaktigheter mellan de båda parterna framför allt när det gäller i vilken utsträckning och av vilka anledningar man har rätt att tillämpa teoretiska modeller enligt gällande regler. Däremot har FI inte haft några anmärkningar på valet av teoretisk modell, det vill säga Black-Scholes. Inte heller Carnegie anser att valet av värderingsmodell har något samband med de felaktiga värderingarna.¹³³

FI har framför allt kritiserat de värderingar som gjorts med Black-Scholes i de fall när ett noterat marknadspris funnits tillgängligt, men detta ansetts vara ”uppenbart missvisande” av banken. Enligt FI har banken inte tillräckligt tydligt förklarat varför de ansett marknadspriserna vara missvisande, och därmed inte haft godtagbara skäl till att använda teoretiska modeller trots att noterade marknadspriser funnits.¹³⁴ Banken anger i sitt överklagande att en anledning till att priset varit uppenbart missvisande kunnat vara att handeln i optionen varit för liten.¹³⁵ Banken har i dessa fall menat att transaktionspriset inte är ett ”verkligt värde”.¹³⁶

Som tidigare nämnts, skulle en handlare när denne valt att tillämpa en teoretisk modell för värdering, lämna en skriftlig motivering för detta. Enligt FI:s bedömning har dock de skriftliga motiveringarna varit mycket kortfattade och inte hänvisat till de regler som gällt inom banken för när teoretiska modeller är tillåtna.¹³⁷ Ett exempel på motivering har enligt FI varit att det ”känts mer som ett rätt pris”.¹³⁸ FI:s totala bedömning är att banken använt teoretiska modeller i större utsträckning än vad som är tillåtet enligt IAS 39.¹³⁹

Vidare anser FI att Carnegie inte har haft rutiner för att säkerställa värdering och redovisning av finansiella instrument till korrekta värden.¹⁴⁰ FI menar bland annat att övervärderingarna orsakats av att det inte funnits rutiner för en formell utvärdering av de teoretiska värderingsmodellerna eller en löpande utvärdering av skillnaden mellan beräknade teoretiska priser och

¹³² Carnegies överklagande, s. 4.

¹³³ Carnegies överklagande, s. 59.

¹³⁴ FI:s beslut, s. 22.

¹³⁵ Carnegies överklagande, s. 9.

¹³⁶ Carnegies överklagande, s. 71.

¹³⁷ FI:s beslut, s. 12.

¹³⁸ FI:s yttrande 1, s. 19.

¹³⁹ FI:s beslut, s. 22.

¹⁴⁰ FI:s beslut, s. 19.

marknadsvärden.¹⁴¹ Gällande den oberoende valideringen av de teoretiska värdena är FI:s bedömning att denna inte varit tillräckligt omfattande och frekvent, eftersom den inte skett på daglig basis.¹⁴² FI anser också att den interna styrningen har varit motsägelsefull. Detta beror på att strategin varit att handel endast ska ske i finansiella instrument med tillräcklig likviditet.¹⁴³ Samtidigt har Carnegie haft positioner i finansiella instrument med löptider på upp till tre till fyra år. Dessa har värderats enligt teoretiska modeller eftersom noterade marknadspriser saknats.¹⁴⁴

Förutom en oenighet när det gäller i vilken utsträckning användandet av teoretiska värderingsmodeller ska tillåtas har FI även anmärkt på *hur* denna värdering gått till. I beslutet anges att banken inte enbart använt marknadsdata som input i värderingsmodellen utan att handlarna gjort bedömningar om till exempel volatilitet och utdelningar utifrån företagsspecifika och subjektiva förväntningar om framtida händelser.¹⁴⁵ FI menar att bankens interna regler inte varit tillräckligt tydliga gällande vilka källor som ska användas som underlag för parametrar i de teoretiska modellerna.¹⁴⁶ FI kritiserar bankens interna anvisningar som angivit att ”marknadsvärdet inte utgör den bästa uppskattningen av ett verkligt värde” i fall när ”Carnegie gör en annan bedömning än marknaden om framtida utveckling”.¹⁴⁷ Således har banken inkluderat sina egna förväntningar om framtiden snarare än marknads uppfattning om den framtida utvecklingen. FI menar att detta inte är tillåtet enligt IAS 39.¹⁴⁸ Carnegie däremot menar att denna kritik är obefogad eftersom teoretiska värderingsmodeller alltid innefattar vissa subjektiva moment avseende antaganden i modellen, gällande exempelvis volatiliteten. Dessutom hävdar Carnegie att bankens interna regler inte varit förenliga med de orimliga antaganden som handlarna gjort, annars hade det inte funnits någon anledning för handlarna att manipulera marknadspriserna för att kringgå bankens valideringssystem.¹⁴⁹

FI har anmärkt på de upplysningar som Carnegie lämnat i årsredovisningarna för de aktuella åren och menar att dessa är mycket bristfälliga. Bland annat påpekas att banken inte uppgivit de antaganden som gjorts vid användandet av teoretiska modeller. Banken erkänner att upplysningarna kunde ha varit tydligare, men menar att det inte haft någon betydelse för bedömningen av resultatet och den finansiella ställningen. Carnegie menar också att information

¹⁴¹ FI:s beslut, s. 20.

¹⁴² FI:s beslut, s. 13.

¹⁴³ FI:s beslut, s. 42.

¹⁴⁴ FI:s beslut, s. 42.

¹⁴⁵ FI:s beslut, s. 22.

¹⁴⁶ FI:s beslut, s. 22-23.

¹⁴⁷ FI:s yttrande 1, s. 20.

¹⁴⁸ FI:s yttrande 1, s. 20.

¹⁴⁹ Carnegies överklagande, s. 74.

gällande hur de verkliga värdena har fastställts är affärskritisk.¹⁵⁰ Dessutom menar banken att det varit svårt att presentera informationen kortfattat och förståeligt.¹⁵¹

4.3.2 Tolkning och tillämpning av verkliga värden

Enligt FI överensstämmer inte bankens interna instruktioner med IAS 39 eftersom logiken och terminologin inte följs.¹⁵² Banken själv menar att anledningen till detta är att den istället valt att tillämpa terminologin i ÅRL. FI är dock av åsikten att värderingen av optionskontrakt inte gjorts i överensstämmelse med de regler för redovisning till verkligt värde som anges i ÅRL eller IAS 39.¹⁵³ Till viss del råder det meningsskiljaktigheter gällande vilka regler som banken varit skyldig att följa. FI menar att banken varit skyldig att följa IAS 39, dels eftersom det anges i FI:s allmänna råd att ett institut bör tillämpa godkända internationella redovisningsstandarder, och dels därför att banken själv uppgivit i årsredovisningarna för de aktuella åren att den följer IAS 39.¹⁵⁴ Carnegie däremot argumenterar för att IAS 39 inte varit bindande eftersom det endast förekommit i allmänna råd att standarderna ska tillämpas. Banken uppger dock att den haft för avsikt att följa bestämmelserna i IAS 39. Carnegie anser att FI inte kunnat konkretisera en felaktig bedömning avseende val av värderingsmetod i redovisningen i enlighet med IAS 39.¹⁵⁵

Mycket av problematiken kring huruvida banken tillämpat teoretiska modeller i lämplig utsträckning eller ej, hänförs till bankens användning av sådana när marknadspriset ansetts ”uppenbart missvisande”. Carnegie menar att detta är tillåtet enligt ÅRL och att det endast rör sig om en skillnad i språklig formulering mellan Carnegies interna regler och formuleringen i ÅRL. Följande regler för värdering av finansiella instrument till verkligt värde gäller enligt 4 kap. 14 § ÅRL:

”Det verkliga värdet skall bestämmas på grundval av instrumentets marknadsvärde. Om något marknadsvärde inte kan bestämmas för ett instrument men däremot för dess beståndsdelar eller för ett likartat instrument, skall det verkliga värdet bestämmas på grundval av beståndsdelarnas eller det likartade instrumentets marknadsvärde. *Om inte heller en sådan värdering är möjlig* (egen kursivering), skall det verkliga värdet bestämmas med hjälp av sådana allmänt accepterade värderingsmodeller och värderingsmetoder som ger en rimlig uppskattning av marknadsvärdet.”

Det är under de omständigheter där ÅRL talar om fall när ”inte heller sådan värdering är möjlig” som Carnegie istället använt termen ”uppenbart missvisande”. Banken menar att anledningen till att denna terminologi istället använts varit att det är ”möjligt” att fastställa ett marknadspris även i

¹⁵⁰ Carnegies överklagande, s. 77.

¹⁵¹ Carnegies yttrande 1, s. 63.

¹⁵² FI:s beslut, s. 22.

¹⁵³ FI:s begäran, s. 33.

¹⁵⁴ FI:s beslut, s. 21.

¹⁵⁵ Carnegies överklagande, s. 63.

de fall där marknadspriset är uppenbart missvisande i förhållande till vad instrumentet skulle kunna säljas till. Dessutom hänvisar banken till att företag enligt EG-rätten ska använda marknadsvärdet om det *med lättbet* går att identifiera en tillförlitlig marknad.¹⁵⁶ Carnegie för i överklagandet en diskussion om hur detta ska tolkas. Enligt bankens mening syftar *med lättbet* på att det ska vara ”klart” eller ”uppenbart” att den aktuella marknaden ger tillförlitlig information om priser.¹⁵⁷

Även om terminologin i bankens värderingsregler inte överensstämmer med den i IAS 39, menar banken att själva värderingen följt IAS 39.¹⁵⁸ Carnegie menar att begrepp som ”aktiv marknad” och ”marknadspris”, vilka används i standarden, kan tolkas på olika sätt. Banken menar att en marknad som normalt är aktiv och likvid kan bli illikvid, icke-synkron eller inkonsekvent, till exempel i samband med marknadsplatsens stängning för dagen. Dessutom kan marknaden för ett finansiellt instrument vara aktiv och ej aktiv samtidigt, exempelvis aktiv för små volymer men inte för stora. Banken argumenterar också för att det finns olika grader av kvalitet och därmed olika grad av relevans hos ett marknadspris. Kvaliteten avgörs av marknadsprisets *aktualitet* och av faktorer som om till exempel *endast* en köpkurs eller en säljkurs finns. När det gäller bankens tolkning av vad som är en aktiv marknad nämns fyra situationer där banken bedömer att marknaden inte är aktiv:¹⁵⁹

- *Illikvida instrument.* Skillnaden mellan köp- och säljkurs är orimligt stor.
- *Icke-synkrona marknadspriser på ekvivalenta finansiella instrument.* Till exempel när priset på ett amerikanskt depåbevis och den motsvarande noterade aktien inte är synkroniserade, till följd av att en av marknaderna är stängd.
- *Icke-synkrona priser för olika finansiella instrument.* Detta kan uppstå om en option inte speglar en kursförändring i en underliggande aktie, därför att marknaden som optionen handlas på är stängd.
- *Inkonsekventa priser på relaterade finansiella instrument, finansiella instrument med gemensamma egenskaper.* Till exempel när priser på optioner med identiska egenskaper, förutom med avseende på lösenpriset, baseras på uppenbart inkonsekventa volatilitetsantaganden.

¹⁵⁶ EG-rätten är bindande på samma sätt som svensk lagstiftning. (Sveriges Domstolars hemsida: EG-rätten, 2008-04-12).

¹⁵⁷ Carnegies överklagande, s. 65.

¹⁵⁸ Carnegies överklagande, s. 66.

¹⁵⁹ Carnegies överklagande, s. 72-73.

Den diskussion som Carnegie fört angående de fall när teoretiska värden använts trots att marknadspriser funnits har kritiserats av FI i flera avseenden. FI menar till exempel att bara för att en marknad är illikvid innebär det inte att teoretiska värden alltid ska användas. Att få transaktioner ägt rum på en marknad är inte alltid en tillräcklig anledning för att inte använda marknadspriset enligt IAS 39. Istället kan man avvika från marknadspriset om det skett ”väsentliga förändringar i de ekonomiska omständigheterna efter transaktionstidpunkten”¹⁶⁰. FI menar att även om få transaktioner på en marknad kan innebära att väsentliga förändringar skett, är få transaktioner i sig inte en godtagbar anledning till att inte använda marknadspriset.¹⁶¹ FI påpekar också att illikvida marknader dock i en tidigare version av IAS 39 varit en godtagbar anledning till att inte tillämpa marknadspriset, men att detta alltså inte är förenligt med den nya standarden. Formuleringen i ÅRL är baserad på den gamla versionen av IAS 39, men FI menar att banken ändå varit bunden av den nya IAS 39. Ett annat exempel där FI menar att Carnegie tillämpat teoretiska modeller på felaktiga grunder är när banken motiverat detta med att marknadspriset varit uppenbart missvisande på grund av storleken på positionen.¹⁶²

Banken har efter händelserna vidtagit åtgärder för att justera resultatet för övervärderingarna i samråd med bland annat internationell expertis. Korrigeringarna har skett genom en omvärdering av tradingportföljen och dessa har bokförts som resultatpåverkande poster i årsredovisningen 2007. I FI:s beslut har anmärkningar på hur denna justering gått till framförts. Bland annat anser FI att det inte framgått tydligt om övervärderingarna orsakats av 1) att banken tillämpat teoretiska priser istället för marknadspriser, 2) att subjektiva antaganden påverkat de teoretiska priserna eller 3) ”normala” prisförändringar på optionskontrakten.¹⁶³ Carnegie menar dock att omvärderingarna och justeringarna utförts på ett lämpligt och tillförlitligt sätt.¹⁶⁴

¹⁶⁰ IAS 39, VT 72.

¹⁶¹ FI:s yttrande 1, s. 20.

¹⁶² FI:s yttrande 1, s. 21.

¹⁶³ FI:s beslut, s. 24.

¹⁶⁴ Carnegies yttrande 1, s. 60.

5 ANALYS

I detta avsnitt analyseras verkliga värden och utformandet av *LAS 39 Finansiella instrument: Redovisning och värdering* mot bakgrund av diskussionen mellan Carnegie och FI. Som framgår av den empiriska beskrivningen har Carnegie och FI kommunicerat olika anledningar till att övervärderingarna kunnat ske. Ingen av parterna har dock ifrågasatt huruvida problematiken kan relateras till utformningen av gällande regelverk. Vår utgångspunkt i analysen är att relatera problematiken till regelverkets konstruktion och användning.

Utifrån fallet Carnegie är det framför allt intressant att diskutera verkliga värden i de fall när de utgörs av marknadspriser på illikvida marknader alternativt teoretiska värden. Vi har valt att inte ingående diskutera noterade marknadspriser på aktiva marknader, eftersom Carnegie och FI inte diskuterat användningen av sådana värden. Enligt vår åsikt är det dessutom rimligt att tillgångar, i detta fall optioner som innehafts för handel, värderas till marknadspriser när dessa finns tillgängliga på en likvid marknad. Detta beror på att sådana tillgångar inte kan anses ha ett unikt värde i det specifika företaget. Den distinktion som görs mellan bytesvärde och bruksvärde, alternativt mellan exit value och value-in-use, är inte applicerbar under denna omständighet. Syftet med optionerna har varit att de regelbundet ska handlas med på marknaden, vilket medför att optionernas value-in-use i Carnegie sammanfaller med dess exit value. Eftersom alternativet för banken är försäljning finns således skäl att i redovisningen spegla de marknadsalternativ som finns tillgängliga, det vill säga de värden som byten sker till. Vår utgångspunkt är att ett marknadspris på likvida marknader där många av varandra oberoende aktörer deltar och transaktioner sker frekvent, också avbildar Carnegies verksamhet på ett bra sätt.

En lämplig utgångspunkt för att analysera verkliga värden är Johansson och Östmans (1992) kriterier som kan användas för att bedöma ekonomisk informations lämplighet. Utifrån de kontroverser som uppdragats mellan Carnegie och FI konstaterar vi att aspekter av avbildning och mätsystem är mest intressanta i detta specifika fall. Fokus i analysen har därför lagts på att diskutera priser på illikvida marknader och teoretiska värden utifrån aspekter av avbildnings- och mätsystemkriteriet. Ett kortare resonemang förs också kring bankens acceptans av regelverket. Utifrån fallet Carnegie kan däremot slutsatser inte dras angående de effekter verkliga värden i redovisningen haft på samhället och på olika användargrupper, varför effektkriteriet utelämnas i diskussionen.

5.1 Marknadspriser på illikvida marknader

För att diskutera problematiken med marknadspriser på illikvida marknader diskuteras inledningsvis sådana världens avbildande egenskaper. Därefter följer en diskussion utifrån mätsystemkriteriet där fokus lagts på tillförlitligheten och jämförbarheten hos marknadspriser på mindre likvida marknader. Avslutningsvis analyseras den brist på acceptans för marknadspriser på illikvida marknader som uppdragats internt inom Carnegie.

5.1.1 Marknadsprisers avbildande egenskaper på illikvida marknader

Problematiken som illustreras i fallet Carnegie har sitt ursprung i att marknader kan vara av olika kvalitet, vilket leder till att även ett marknadspris kan ha varierande kvalitet. I de fall när marknader är likvida, det vill säga när handel i tillgången sker frekvent och ett stort antal aktörer som är oberoende av varandra deltar i handeln, är det, som vi konstaterat ovan, rimligt att det används i redovisningen. Detta värde representerar ett bytesvärde som är objektivt, i den mening att företaget och/eller enskilda aktörer haft begränsad möjlighet att påverka det. På en mindre marknad, med färre aktörer och färre transaktioner, är det dock inte säkert att marknadspriset innehar dessa egenskaper.

Givet resonemanget ovan blir det intressant att diskutera de fall när priser bestäms på marknader som är illikvida. Utformningen av IAS 39 visar att standardsättarna identifierat en problematik med att använda sådana marknadspriser i finansiella rapporter. Enligt standarden ska marknadspriser endast användas i redovisningen när marknaden är aktiv. En aktiv marknad har av IASB definierats som att ”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 till affärsmässiga villkor”. Om dessa omständigheter inte föreligger ska istället en värderingsteknik tillämpas, till exempel en teoretisk modell.

Problematiken med marknadspriser på illikvida marknader kommer tydligt till uttryck i Carnegies redogörelser. Banken menar att tolkningen av vad som är en aktiv marknad inte är entydig. Exempelvis har Carnegie ansett att illikvida marknader, det vill säga när skillnaden mellan köp- och säljkurs är orimligt stor, varit en orsak till att en marknad bedömts som ej aktiv, och avsteg från marknadspriset därför gjorts i redovisningen. Det är framför allt i dessa fall som det uppstått meningsskiljaktigheter mellan de två parterna. FI anser att en illikvid marknad inte per automatik kan klassificeras som ej aktiv. Den nya versionen av IAS 39 anger nämligen att ”väsentliga förändringar i de ekonomiska omständigheterna efter transaktionstidpunkten” måste ha ägt rum för att teoretiska modeller ska få användas, vilket enligt FI inte *alltid* är fallet på illikvida

marknader. Därför har Carnegie gjort avsteg från marknadspriser i större utsträckning än standarden tillåtit. FI och IAS 39 i dess nuvarande form tillåter alltså i vissa fall en tillämpning av marknadspriser på illikvida marknader. Under vissa omständigheter jämställer standarden därmed marknadspriser på illikvida marknader med marknadspriser på likvida marknader. När ett marknadspris som hämtats från en illikvid marknad inkluderas i finansiella rapporter framgår det inte att detta värde bestämts av en enskild aktör vid ett specifikt tillfälle.

När ett marknadspris bestämts på en illikvid marknad avspeglar detta värde förvisso ett bytesvärde som bestämts utanför företaget, och i den aspekten är värdet objektivt. Ett av problemen när marknaden är illikvid är att få transaktioner äger rum, vilket kan leda till att marknadspriset inte är aktuellt. Carnegie argumenterar för att ett pris med låg aktualitet innehar en sämre kvalitet än ett mer aktuellt pris. Givet att ett pris som avspeglar de nuvarande förhållandena innehar hög kvalitet, kan marknadsprisets kvalitet reduceras om förhållandena ändrats sedan priset fastställdes. För att illustrera detta kan vi utgå ifrån till exempel en option där det underliggande värdepappret utgörs av en aktie. Ett tänkbart scenario skulle då kunna vara att priset på aktien kraftigt förändrats under en dag av någon anledning. Denna prisförändring påverkar givetvis värdet på optionen. Om optionen inte handlas på daglig basis så att den senaste transaktionen på optionsmarknaden skett innan den underliggande aktiens värdet förändring, reflekteras inte de nya ekonomiska omständigheterna i marknadspriset. I sådana situationer är det inte möjligt att avgöra vad som är en aktuell värdering på marknaden, än mindre att avbilda ett aktuellt marknadsvärde. Denna problematik fångas av den nya versionen av IAS 39, eftersom standarden tillåter avsteg från marknadspriset om väsentliga förändringar i de ekonomiska omständigheterna ägt rum.

Utöver problematiken med aktualitet finns även en problematik i att endast ett fåtal aktörer deltar i handeln på illikvida marknader. Detta innebär att enskilda aktörers handlingar kan få stort utslag på marknadspriset. Under sådana omständigheter är det möjligt att en enskild aktör gör en annan bedömning om framtiden än andra aktörer, och därför är beredd att betala ett annat pris för en option vid en viss tidpunkt. Därmed förlorar värdet alltså sin objektivitet, eftersom en aktörs subjektiva bedömning påverkat värdet. Enskilda transaktioners påverkan på priser på illikvida marknader kan också illustreras genom de manipulationer som handlarna i Carnegie lyckats åstadkomma. I detta specifika fall har det inte bara rört sig om en subjektivitet på grund av enskilda aktörers bedömning utanför företaget, utan företagets egen subjektivitet har dessutom påverkat marknadspriset. Denna problematik fångas inte alltid av IAS 39, eftersom få aktörer på marknaden inte i sig är en tillräcklig anledning till att göra avsteg från marknadspriset.

Av de händelser som uppdagats i Carnegie, och av de diskussioner mellan FI och banken som följt av detta, kan vi alltså dra två slutsatser gällande marknadspriser på illikvida marknader. För det första kan vi konstatera att sådana marknadspriser inte alltid reflekterar de aktuella förhållandena. Denna problematik fångas av IAS 39, eftersom avsteg från marknadspriser ska göras under sådana omständigheter. För det andra kan vi konstatera att det finns en problematik eftersom enskilda aktörer kan påverka priset i stor utsträckning och marknadsvärdet därmed förlorar sin objektivitet. Denna aspekt av problematiken fångas inte nödvändigtvis av den nya versionen av IAS 39, eftersom illikvida marknader i sig inte är en tillräcklig anledning för att göra avsteg från marknadspriset. För att kunna uttala sig om standarden måste det ifrågasättas om det är lämpligt att avbilda ett sådant marknadspris och inkludera det i finansiella rapporter. Detta är särskilt viktigt eftersom det inte framgår av de finansiella rapporterna om marknadspriset bestämts på en likvid eller illikvid marknad.

Vikten av problematiken som uppstår med marknadspriser på illikvida marknader bör sättas i relation till hur vanligt förekommande sådana är. Utifrån fallet Carnegie kan vi konstatera att det inte funnits noterade priser på aktiva marknader, åtminstone enligt bankens egen bedömning, för ett stort antal av optionerna i tradingportföljen. Nästan 30 procent av optionerna har haft marknadspriser som banken bedömt som missvisande. Detta visar att problematiken med illikvida marknader är väsentlig.

5.1.2 Marknadsprisers mätegenskaper på illikvida marknader

Problematiken med illikvida marknader kan också diskuteras utifrån mätsystemkriterier. Det som kan relateras till problematiken är framför allt *tillförlitligheten* hos dessa värden. Mot bakgrund av den känslighet som marknadspriser på mindre likvida marknader har för enskilda transaktioner, menar vi att det finns anledning att diskutera tillförlitligheten i ett sådant värde. Det kan visserligen anses mer tillförlitligt utifrån aspekten att det inte kunnat påverkas av företaget samt att värdet bestämts på en existerande marknad, snarare än att det utgörs av ett konstruerat värde. På illikvida marknader måste värdet ändå anses mindre tillförlitligt än på likvida marknader, eftersom enskilda aktörers bedömningar kan bli avgörande. Det synes inte rimligt att tillskriva en enskild aktörs bedömning en lika stor tillförlitlighet som om bedömningen istället gjorts av ett stort antal oberoende aktörer. Carnegie har också uttryckt en bristande tillförlitlighet till marknadspriser eftersom avsteg gjorts från dessa när det inte är ”klart” eller ”uppenbart” att det med lätthet går att identifiera en tillförlitlig marknad.

En annan problematik som kan illustreras genom fallet Carnegie och som är förknippad med mätsystemets egenskaper, är de svårigheter som kan uppstå med *jämförbarheten*. Kontroverserna

mellan FI och Carnegie visar tydligt att det inte alltid är entydigt när en marknad är aktiv och inte. Banken har bland annat framfört att en marknad kan gå från att vara aktiv till att bli ej aktiv, samt att en marknad kan vara aktiv och ej aktiv samtidigt, till exempel aktiv för stora volymer och ej aktiv för små volymer. Eftersom företag kan göra olika bedömningar och tolkningar av vad som menas med en aktiv marknad kan svårigheter uppstå med jämförelser mellan företag. Situationer kan uppstå där ett företag värderar en tillgång till marknadspriset och ett annat företag värderar samma tillgång till ett teoretiskt värde. Som illustrerats i Carnegie kan priser på illikvida marknader och teoretiska värden skilja sig åt med stora belopp. När företag gör olika val av värderingsmetod, reduceras därmed jämförbarheten.

5.1.3 Acceptansen för marknadspriser på illikvida marknader

En aspekt av brukarkriteriet som vi anser har haft betydelse i fallet Carnegie, relateras till acceptansen av redovisningsmättet hos banken. Enligt vår åsikt tyder Carnegies interna regelverk på att banken inte accepterat användningen av marknadspriser på illikvida marknader. Banken har gjort avsteg från marknadspriser av anledningen att priset ansetts ”uppenbart missvisande” i förhållande till vad instrumentet skulle kunna säljas till. En av orsakerna till att marknadspriset ansetts ”uppenbart missvisande” har varit att marknaden varit illikvid. Carnegie har alltså gjort en annan bedömning än standardsättarna, eftersom IAS 39 inte tillåter avsteg från marknadspriset *enbart* på grund av att marknaden är illikvid. Carnegie har dessutom uttryckt att ”marknadsvärdet inte utgör den bästa uppskattningen av ett verkligt värde” i de fall när banken ”gjort en annan bedömning än marknaden”. Banken har därmed uppvisat en bristande acceptans för marknadspriser på illikvida marknader, vilket också indikerar att de inte fullt ut accepterar den nya versionen av IAS 39.

5.2 Teoretiska värden

En stor del av optionerna i Carnegies tradingportfölj har värderats med teoretiska modeller, och omfattande delar av diskussionerna mellan FI och Carnegie hänförs till användningen av dessa. Det är därför av intresse att analysera hur väl teoretiska värden avbildar det som avses avbildas och teoretiska modellers lämplighet som mätsystem. Avslutningsvis förs även en diskussion kring acceptansen av teoretiska modeller i Carnegie.

5.2.1 Teoretiska värdens avbildande egenskaper

Den teoretiska modellen Black-Scholes är, som tidigare konstaterats, en värderingsmetod som baseras på olika antaganden om den underliggande tillgången samt om marknaden. Detta innebär att det inte ägt rum någon faktisk transaktion eller händelse i den tillgång som värderas. Därmed finns ingen verklighet, varken inom företaget eller på en extern marknad, att avbilda. Av denna

anledning är det svårt att utvärdera teoretiska värden avbildande egenskaper. Vi kan konstatera att värden som saknar förankring i verkliga händelser inkluderas i begreppet verkligt värde.

Teoretiska värden är ämnade att användas när en aktiv marknad inte finns och kan ses som ett substitut till marknadspriser. Givet diskussionen ovan är det därmed önskvärt att ett teoretiskt värde åtminstone efterliknar de egenskaper som ett marknadspris på en aktiv marknad har. Som vi redan konstaterat innehar noterade priser på likvida marknader egenskapen att de är objektiva, eftersom de summerar preferenserna hos de aktörer som finns utanför företaget. Eftersom det teoretiska värdet ska avspegla marknadsvärdet vore det önskvärt att även teoretiska värden är objektiva. Enligt IASB ska antaganden i teoretiska modeller bygga på marknadsinformation i så stor utsträckning som möjligt och företagsspecifik information i så liten utsträckning som möjligt. Vi menar att detta kan ses som ett försök att få teoretiska värden att avspegla marknadsvärden. Detta skulle uppnås om alla de delar som ingår i modellen är hämtade från marknader, och om dessa delar tillsammans ger samma värde som bestämts om tillgången i sig varit noterad.

I Carnegie har handlarna själva utfört värderingarna av optionskontrakten. Banken är av åsikten att subjektiva antaganden om framtiden i viss mån alltid kommer att vara en del av de teoretiska värderingarna och att företagets åsikter om framtida utveckling kan inkluderas istället för marknadens tro på framtiden. Fallet visar att handlarna i Carnegie har haft möjlighet att utföra värderingar som resulterat i högre vinst.¹⁶⁵ Det är rimligt att anta att en handlare handlar med instrument som denne själv tror på. Eftersom en handlare har en positiv syn på den framtida utvecklingen av det instrument som denne innehar, finns risken att detta leder till att handlaren värderar tillgången högre än marknaden. I Carnegie har handlarna haft särskilt starka incitament att värdera optioner till högre värden eftersom deras bonus varit direkt kopplad till företagets resultat. Av dessa anledningar är det problematiskt att de som handlar med instrumenten själva står för värderingen av dem. IASB:s formulering lämnar utrymme för att subjektiva antaganden inkluderas i modellen. Formuleringen att marknadsinformation ska användas i så hög grad som möjligt och företagsspecifik information ska användas i så liten utsträckning som möjligt, tyder på att standardsättarna är medvetna om att subjektiv information i vissa fall kommer att inkluderas i värderingen. Detta visar att subjektiva antaganden kan komma att användas även i andra företag än Carnegie.

Utifrån fallet Carnegie kan vi konstatera att de teoretiska värden som beräknats inte endast inkluderar marknadens förväntningar om framtiden. När subjektiva antaganden blir en del av värderingen speglar inte värdet flera aktörers preferenser. Ett marknadsvärde visar till vilket värde

¹⁶⁵ Värdeförändringarna i optionerna i Carnegies tradingportfölj har direkt påverkat företagets resultat.

företaget kan ”byta” tillgången på marknaden, medan ett teoretiskt värde inte nödvändigtvis gör det. Om företagets förväntningar om framtiden inte stämmer överens med marknadens förväntningar, kommer inte bytet att kunna ske till det teoretiska värdet. Detta bör ses i ljuset av att Carnegies optioner innehafts för handel. Ett teoretiskt värde där subjektiva antaganden är inkluderade representerar inte ett bra bytesvärde och avspeglar inte de egenskaper som ett marknadsvärde har. Diskussionen kan även appliceras på värdering med andra teoretiska modeller, som till exempel diskonterade kassaflödesmodeller.

FI menar att subjektiva antaganden inte får användas på det sätt som Carnegie använt dem och att tydligare interna regler måste finnas angående vilka antaganden som får användas i teoretiska modeller. Utöver detta menar FI att mer information om till exempel antaganden som inkluderats i de teoretiska modellerna borde ha bifogats i noterna. Carnegie anser däremot att bristerna i notupplysningarna inte påverkat användarnas bedömning av den finansiella ställningen och resultatet. Vi menar att åtgärderna som FI förespråkar inte nödvändigtvis skulle leda till att det teoretiska värdet bättre avspeglar ett marknadsvärde. Ett teoretiskt värde i finansiella rapporter avspeglar inte ett marknadsvärde bättre bara för att noter förklarar hur värdet beräknats, även om noter kan underlätta förståelsen för hur modellen tillämpats.

Tydligare interna regler angående vilka antaganden som får användas i de teoretiska värderingarna skulle inte heller nödvändigtvis ha medfört att marknadspriser avspeglats bättre. Problematiken att det finns ett visst utrymme för subjektiva antaganden kvarstår. En intern kontroll av antagandena i modellen skulle inte minska subjektiviteten, eftersom det fortfarande handlar om egna värderingar av egna tillgångar. Vi menar att inte ens en extern validering nödvändigtvis innebär att marknadens framtida förväntningar, snarare än subjektiva antaganden, inkluderas i modellen. Problemet ligger i att subjektiva antaganden överhuvudtaget ingår när det som ska avbildas är ett objektiva marknadsvärde. Även om extern expertis kan förhindra att informationen är vinklad av företagets *egna* förväntningar om framtiden, inkluderas eventuellt istället andras subjektiva antaganden.

Problemet kan kopplas till standardens konstruktion, det vill säga att den kräver att verkliga värden konstrueras genom teoretiska modeller när marknadsvärden inte finns tillgängliga. Vi kan dra slutsatsen att det är ett problem att verkliga värden kan bestå av både marknadspriser och teoretiska värden, eftersom vår diskussion visat att dessa inte har samma avbildande egenskaper. Därmed är ett teoretiskt värde inte ett substitut för ett marknadsvärde och det är ett problem att värdet beräknat enligt modellen är allmänt vedertaget som ett sådant. För att acceptera

utformningen av IAS 39, måste vi således acceptera att teoretiska värden inte avbildar en verklighet eller avspeglar marknadsvärdens egenskaper.

5.2.2 Teoretiska värdens mätegenskaper

Validering handlar om att bekräfta om en värdering mäter vad man vill att den ska mäta. Det är särskilt viktigt att kunna validera teoretiska värden när dessa beräknats av företaget självt. Fallet Carnegie har dock tydligt illustrerat svårigheten med att validera verkliga värden beräknade enligt teoretiska modeller. I Carnegie har det funnits problem med valideringen av teoretiska värden eftersom den består i att de teoretiska värdena jämförts med manipulerade marknadspriser. I banken har dessutom teoretiska värden för optioner utan tillgängliga marknadspriser inte validerats överhuvudtaget. Vi anser att problematiken inte är begränsad till att marknadspriserna varit manipulerade, utan att den kan förknippas med att de priser ekonomiavdelningen jämfört de teoretiska värdena med är samma marknadspriser som handlarna avfärdat som ”uppenbart missvisande”. När anledningen till att handlarna valt att använda teoretiska värden varit att marknadspriserna bedömts som missvisande, kan det ifrågasättas om det är lämpligt att därefter kontrollera de teoretiska värdena mot de missvisande marknadspriserna. Därmed illustrerar fallet Carnegie svårigheten att validera teoretiska modeller, eftersom det inte finns några lämpliga värden att validera mot.

Utöver detta menar FI att det har varit ett problem att ekonomiavdelningen, som stått för valideringen, inte haft erforderlig kompetens. Vi menar dock att även om ekonomiavdelningen innehaft större kompetens, är det alltid handlarna själva som kommer att ha störst kunskap om de optioner de handlar med. Dessutom hade en högre kompetensnivå hos kontrollfunktionen inte löst problematiken med att det inte finns några lämpliga värden att jämföra de teoretiska värdena mot. Eftersom ekonomiavdelningen inte haft tillräcklig kunskap om värdering, har det ansetts orimligt att de ska kunna validera ett värde som handlarna till exempel motiverat med att det ”känns mer som ett rätt pris”. FI har påpekat bristerna i handlarnas motiveringar till varför teoretiska värden använts. Vi menar dock att det, även om utförligare motiveringar gjorts av handlarna, fortfarande skulle vara svårt för kontrollfunktionen att bedöma de teoretiska värdena, eftersom handlarna har bättre kännedom om instrumenten. Att övervärderingarna kunnat förekomma under så lång tid illustrerar svårigheterna med att en ekonomifunktion ska validera värden som handlarna själva åsatt optionerna.

För att förbättra valideringen, har Carnegie infört rutiner för en extern validering. Även om valideringen görs externt, kvarstår problematiken med att det inte finns några lämpliga värden att basera valideringen på. Dessutom innebär en extern kontroll inte att man kan undvika den

osäkerhet som förknippas med att antaganden om framtiden inkluderas i modellen. Den externa expertisens kunskap om instrumenten som innehas i det specifika företaget kommer sannolikt inte heller att vara bättre än handlarnas.

Inom mätsystemkriteriet är *verifiering* en viktig aspekt. Verifiering handlar till exempel om möjligheten att kunna bestyrka riktigheten av ett påstående. Vi menar att begreppen validering och verifiering i fallet Carnegie är starkt sammankopplade. Detta beror på att ett värde som inte går att validera på ett tillförlitligt sätt, inte heller utgör ett tillförlitligt underlag för verifiering. Det underlag som verifieras av till exempel revisorer ska vara oberoende och tillförlitligt. Som en följd av att de teoretiskt beräknade värdena innehåller subjektiva och osäkra antaganden, som inte går att validera, är inte underlaget oberoende och tillförlitligt. Dessutom reduceras redovisningssystemets förmåga att hantera osäkerhet, eftersom prognoser om framtiden i sig förknippas med osäkerhet.

Problematiken som är hänförlig till verifierbarhet leder också till bristande *tillförlitlighet*. När de teoretiskt värdena i så stor utsträckning påverkas av de antaganden som företaget själva gör, kan värdena inte anses vara särskilt tillförlitliga. Fallet Carnegie visar hur känsliga teoretiska värden är för modellens antaganden, eftersom övervärderingar på 630 miljoner kronor orsakats av orimliga antaganden, bland annat gällande volatiliteten. Resultatet av värderingen kan således skifta i stor utsträckning vid förändringar i antagandena. Eftersom olika antaganden leder till ett brett spann av möjliga värden, kan värdet inte anses vara tillförlitligt. Det kan också bli svårt att *jämföra* värden mellan två företag när båda tillämpar teoretiska modeller. Detta beror också på att subjektiva antaganden ingår i modellen. Förväntningar om framtiden som ingår i en värderingsmodell i ett företag behöver inte vara samma förväntningar som ett annat företag har. Värdet på samma instrument kan i olika företag skilja sig åt och inget av dem kan sägas vara mer ”verkligt” än det andra.

5.2.3 Acceptans av teoretiska modeller

Gällande Carnegies *acceptans* av teoretiska värden i redovisningen kan vi konstatera att banken inte haft några invändningar mot att teoretiska modeller ska användas. Däremot finns tecken på en bristande acceptans för hur sådana ska användas, eftersom banken i större utsträckning än standarden tillåter velat använda egna antaganden om framtiden. Dessutom har banken påvisat ett motstånd till att offentliggöra dessa antaganden i upplysningarna, eftersom en stor del av informationen bedömts som affärskritisk.

6 SLUTSATSER

Syftet med denna uppsats är att diskutera användningen av verkliga värden i finansiella rapporter. Vår empiriska studie visar att det funnits problematik relaterad till användningen av verkliga värden i fallet Carnegie. Våra huvudsakliga resultat relateras framför allt till aspekter av avbildnings- och mätsystemegenskaper.

Utifrån de kontroverser som förevarit mellan Carnegie och FI har vi kunnat konstatera att problematik kan uppstå när marknadspriser bestäms på *illikvida marknader*. Vi har huvudsakligen identifierat två problem under sådana omständigheter. Det första problemet består i att marknadspriset inte nödvändigtvis är aktuellt, och att de nuvarande förhållandena därför inte alltid avbildas i marknadsvärdet. Den andra svårigheten uppstår eftersom endast ett fåtal aktörer deltar i handeln på illikvida marknader. Detta medför att marknadspriset kan påverkas av enskilda aktörers förväntningar om framtiden och att marknadspriset därmed förlorar sin objektivitet och tillförlitlighet. I fallet Carnegie har vi också kunnat se att utformningen av regelverket, framför allt IAS 39, öppnar upp för tolkningar och att risken därför finns att ett företag använder marknadspriset medan ett annat använder en teoretisk modell för samma tillgång. Detta kan leda till svårigheter att jämföra redovisade värden mellan företag.

Mot bakgrund av fallet Carnegie kan vi också dra slutsatsen att *teoretiska värden* inte avbildar verkliga transaktioner eller händelser. De besitter inte heller samma egenskaper som marknadspriser på aktiva marknader och utgör därmed inte något bra substitut för sådana. Fallet visar att de teoretiska värdena i Carnegie varit känsliga för enskilda antaganden i modellen. Eftersom dessa antaganden ibland utgörs av subjektiva förväntningar är teoretiska värden inte objektiva på det sätt som marknadspriser på likvida marknader är. De subjektiva antagandena resulterar också i att ett byte på marknaden inte alltid kan genomföras till det teoretiska värdet. Att teoretiska modeller inkluderar subjektiva antaganden leder dessutom till bristande tillförlitlighet och svårigheter att jämföra sådana värden mellan företag. Fallet Carnegie visar också att det är ett problem att handlarna själva utför värderingen eftersom denna inte kan valideras på ett tillförlitligt sätt. Detta beror på att det inte finns lämpliga värden att jämföra mot, och på att handlarna besitter störst kunskap om de instrument de handlar med. Svårigheter att validera teoretiska värden visar även på svårigheten att verifiera sådana värden.

Vidare har fallet Carnegie visat på att det funnits en bristande acceptans för hur värderingen till verkliga värden ska gå till enligt IAS 39. Bankens interna regler tyder framför allt på ett motstånd mot att använda marknadspriser när dessa bestäms på illikvida marknader. Istället har teoretiska

modeller använts i större utsträckning än vad FI ansett att regelverket tillåter. Banken har också visat en bristande acceptans för hur teoretiska modeller ska användas enligt IAS 39, eftersom andra antaganden än marknadens frekvent inkluderats i modellerna.

Många av de problem med verkliga värden som vi identifierat i fallet Carnegie kan inte anses vara unika för det specifika fallet. Att marknadspriser som bestäms på illikvida marknader inte alltid reflekterar de aktuella ekonomiska omständigheterna, och dessutom påverkas av få aktörer, kan anses gälla alla situationer när marknader är illikvida. Sådana marknadspriser kan aldrig anses vara objektiva och problematiken går inte att komma ifrån. Den problematik som uppstår med teoretiska modeller på grund av att enskilda, eventuellt subjektiva, antaganden får stort utslag på värdet, är också applicerbar i andra fall. Framtiden kommer alltid att vara osäker och antaganden kommer därmed förknippas med subjektivitet. Det är modellens karaktär, snarare än det specifika fallet, som tillåtit subjektiva antaganden att påverka värdet. Detta medför att inte heller teoretiska värden är objektiva. Således har vi sett att det alltid uppstår problem med avbildningen samt med mätsystemet när verkliga värden används.

Vi kan alltså dra slutsatsen att viss problematik oundvikligen uppstår när redovisningssystemet eftersträvar mätsystem som bygger på bytesvärden. Anledningen till detta är att bytesvärden inte alltid finns tillgängliga på aktiva och likvida marknader, och att det har visat sig svårt, om inte omöjligt, att finna värden som efterliknar egenskaperna hos ett bytesvärde.

7 TILLFÖRLITLIGHET OCH GILTIGHET

Det material som studeras måste alltid kritiskt granskas för att man ska kunna avgöra dess tillförlitlighet och giltighet. *Tillförlitligheten* mäter i vilken utsträckning undersökningen skulle ha givit samma resultat om den utförts igen vid ett annat tillfälle. Svaret på den ställda problemformuleringen ska således inte ändras för att resultatet ska vara tillförlitligt. Kvalitativa studiers tillförlitlighet försämrars ofta på grund av att datainsamlingen skett genom intervjuer. I vår studie utgörs det empiriska materialet av offentliga dokument och en annan forskare skulle därmed ha tillgång samma material. Detta hade inte nödvändigtvis varit fallet om empirin samlats in genom intervjuer. Därmed stärker vår informationsinsamlingsmetod tillförlitligheten i studien. Metoden har dock inneburit att vi återgivit de delar som vi ansett vara relevanta för vår studie, vilket påverkar tillförlitligheten. Studien är inte utförd på uppdrag av någon part, eller mot betalning, vilket medför att risken för beroendeförhållanden varit obefintlig. *Giltigheten* mäter i vilken mån frågan beskriver eller mäter det som avses beskrivas eller mätas, det vill säga hur väl studien stämmer överens med verkligheten.¹⁶⁶ I vår studie handlar giltigheten framför allt om vår förståelse för det studerade materialet. Därmed påverkar våra tolkningar av parternas uttalanden studiens giltighet. Vi anser vidare att studiens slutsatser är relativt generaliserbara. Eftersom de kriterier som analysen baserats på har tillämpats på regelverket för verkliga värden parallellt med specifika omständigheter i Carnegie, kan en stor del av diskussionen även gälla värderingen av liknande finansiella instrument i andra företag.

¹⁶⁶ Bell (2006), s. 117.

8 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING

Denna uppsats har diskuterat verkliga värden utifrån ett bredare perspektiv än IASB:s föreställningsram. Denna infallsvinkel har visat sig vara givande, och det vore därför intressant med fler studier av denna karaktär. Vår studie har också påvisat att begreppet verkligt värde inte är entydigt, eftersom Carnegie och FI haft olika åsikter om hur det bör fastställas. Av denna anledning anser vi att det vore intressant att undersöka hur begreppet tolkats och tillämpats, till exempel i interna anvisningar, i andra företag. I samband med detta kan det också vara intressant att undersöka hur tolkningen av begreppet utvecklats över tiden. Vår studie har i viss utsträckning begränsats av att den utgått från värdering till verkliga värden av finansiella instrument. Eftersom marknaderna för andra tillgångar kan ha andra egenskaper, skulle en studie av verkliga värden utifrån en liknande referensram, men för andra tillgångar, kunna tillföra nya aspekter. Avslutningsvis vill vi framföra att de studerade dokumenten utgör ett lämpligt material för studier av andra fenomen. Exempelvis tror vi att studier utifrån ett kontrollperspektiv skulle kunna vara intressanta.

9 AVSLUTANDE KOMMENTAR

Den 26 maj 2008 meddelade D. Carnegie & Co. AB att överklagandet angående Finansinspektionens sanktioner inte kommer att drivas vidare. Beslutet grundar sig på att det inte anses vara av intresse för Carnegiekoncernen som helhet, dess aktieägare och inte heller för Carnegie Investment Bank AB eftersom rättsprocessen skulle bli betungande, komplicerad och troligtvis också utdragen.¹⁶⁷

¹⁶⁷ Carnegies hemsida: Press release, 2008-05-26.

10 REFERENSER

Alvesson, M. och Sköldberg, K. (1994), *Tolkning och reflektion: Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Lund: Studentlitteratur.

Artsberg, K. (2005), *Redovisningsteori-policy och –praxis*. Malmö: Liber Ekonomi.

Axelman, L., Philips, D. och Wahlqvist, O. (2003), *IAS/IFRS 2005 En jämförelse mellan International Accounting Standards och Redovisningsrådets rekommendationer*. Stockholm: Ernst & Young.

Barth, M. E. och Landsman, W. R. (1995), "Fundamental Issues Related to Using Fair Value Accounting for Financial Reporting". *Accounting Horizons*, vol. 9, nr 4, 97-107.

Bell, J. (2006), *Introduktion till forskningsmetodik*. Lund: Studentlitteratur.

Brealey, R. A., Myers, S. C. and Allen, F. (2006), *Corporate Finance*. New York: Mc Graw-Hill.

Carnegie Investment Bank AB:s årsredovisning (2005).

Carnegie Investment Bank AB:s årsredovisning (2006).

Carnegie Investment Bank AB:s årsredovisning (2007).

Carnegies hemsida: Carnegie in brief. Tillgänglig [online]:
<http://www.carnegie.se/templates/Iframe.aspx?id=2711> [2008-03-21].

Carnegies hemsida: Press release. Tillgänglig [online]:
www.carnegie.se [2008-05-26].

Carnegies yttrande 1: Carnegie Investment Bank AB:s yttrande angående Finansinspektionens begäran om yttrande, 2007-08-31.

Carnegies yttrande 2: Carnegie Investment Bank AB:s yttrande angående Finansinspektionens yttrande, 2008-04-04.

Carnegies överklagande: Carnegie Investment Bank AB:s kompletterade överklagande angående Finansinspektionens beslut, 2007-11-15, mål nr. 22514-07.

Cassell, M. (2004), "Who needs options anyway?". *Financial Management*, April, 12-12.

D. Carnegie & Co. AB:s årsredovisning (2007).

Epstein, B.J. and Jermakowicz E.K. (2007), *IFRS 2007 Interpretation and Application of International Financial reporting Standards*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Ernst & Young (2005), "How fair is fair value?". IFRS Stakeholder Series. London: EYGM Limited.

FI:s begäran: Finansinspektionens begäran om yttrande, 2007-07-11, FI Dnr. 07-6125-342.

FI:s beslut: Finansinspektionens beslut, 2007-09-27, FI Dnr. 07-6125.

Finansinspektionens hemsida: Om Finansinspektionen. Tillgänglig [online]:
http://www.fi.se/Templates/StartSectionPage_____168.aspx [2008-03-27].

Finansinspektionens hemsida: Vägledning. Tillgänglig [online]:
http://www.fi.se/Templates/Page_____5559.aspx [2008-03-27].

FI:s yttrande 1: Finansinspektionens yttrande om överklagande angående mål nr. 22514-07, 2008-01-31, FI Dnr 07-9509.

FI:s yttrande 2: Finansinspektionens yttrande angående Carnegie Investment Bank AB:s yttrande, 2008-05-05, FI Dnr. 07-9509.

Godfrey, J., Hodgson, A., Holmes, S. and Tarca, A. (2006) *Accounting Theory*. Milton Qld: John Wiley and Sons Australia, Ltd.

Hansson, S. (2005), *Aktie, Optioner, Obligationer: En introduktion*. Lund: Studentlitteratur.

Holme, I.M. och Solvang, B.K. (1997), *Forskningsmetodik: Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur.

IAS 39 Finansiella instrument: Redovisning och värdering.

IASB Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter.

Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS 2006 (2006). Stockholm: FAR Förlag.

Johansson, C., Johansson, R., Marton, J. och Pautsch, G. (2004), *Extern redovisning*. Stockholm: Bonnier.

Johansson, S-E. och Östman, L. (1992), *Lönsambetskrav- redovisningsmått- styrning: En helhetsansats för extern och intern användning av redovisningsmått*. Lund: Studentlitteratur.

Kam, V. (1986), *Accounting Theory*. New York: John Wiley & Sons Inc.

Lagen (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag (ÅARKL) [Tillgänglig online]: <http://www.riksdagen.se/webbnav/index.aspx?nid=3911&bet=1995:1559> [2008-03-30].

Nobes, C. och Parker, R. (2006), *Comparative International Accounting*. Harlow: Prentice Hall.

Smith, Dag (2006). *Redovisningens språk*. Lund: Studentlitteratur.

Sveriges Domstolars hemsida: EG-rätten. Tillgänglig [online]:
http://www.domstol.se/templates/DV_InfoPage_____890.aspx [2008-04-12].

Årsredovisningslagen (1995:1554) ÅRL [Tillgänglig online]:
<http://www.riksdagen.se/webbnav/index.aspx?nid=3911&bet=1995:1554> [2008-03-30].

Östman, L. (2008a), *De finansiella styrformernas svenska historia*. Utkast till del i bok.

Östman, L. (2008b), *Finansiell styrning – en ansats till generell teori*. Utkast till del i bok.

APPENDIX 1: Dagboksblad

LÄNSRÄTTEN I
STOCKHOLMS LÄN

Dagbok
Utskriftsdatum
2008-05-21

Målnummer: 22514-07
Målgrupp: 35
Måltyp: 03

Organisatorisk enhet: Avdelning 5, Rotel 551
Inkommandedatum: 2007-10-22

Sambandsmål:
Akten bevaras:

Avgörande

Datum	Avgörandetyp	Utgång	Överklaganden
-------	--------------	--------	---------------

Aktörer

1	Carnegie Investment Bank AB, 516406-0138 Ombud: Advokat Lundqvist Dick	Klagande
2	Finansinspektionen, FI	Motpart

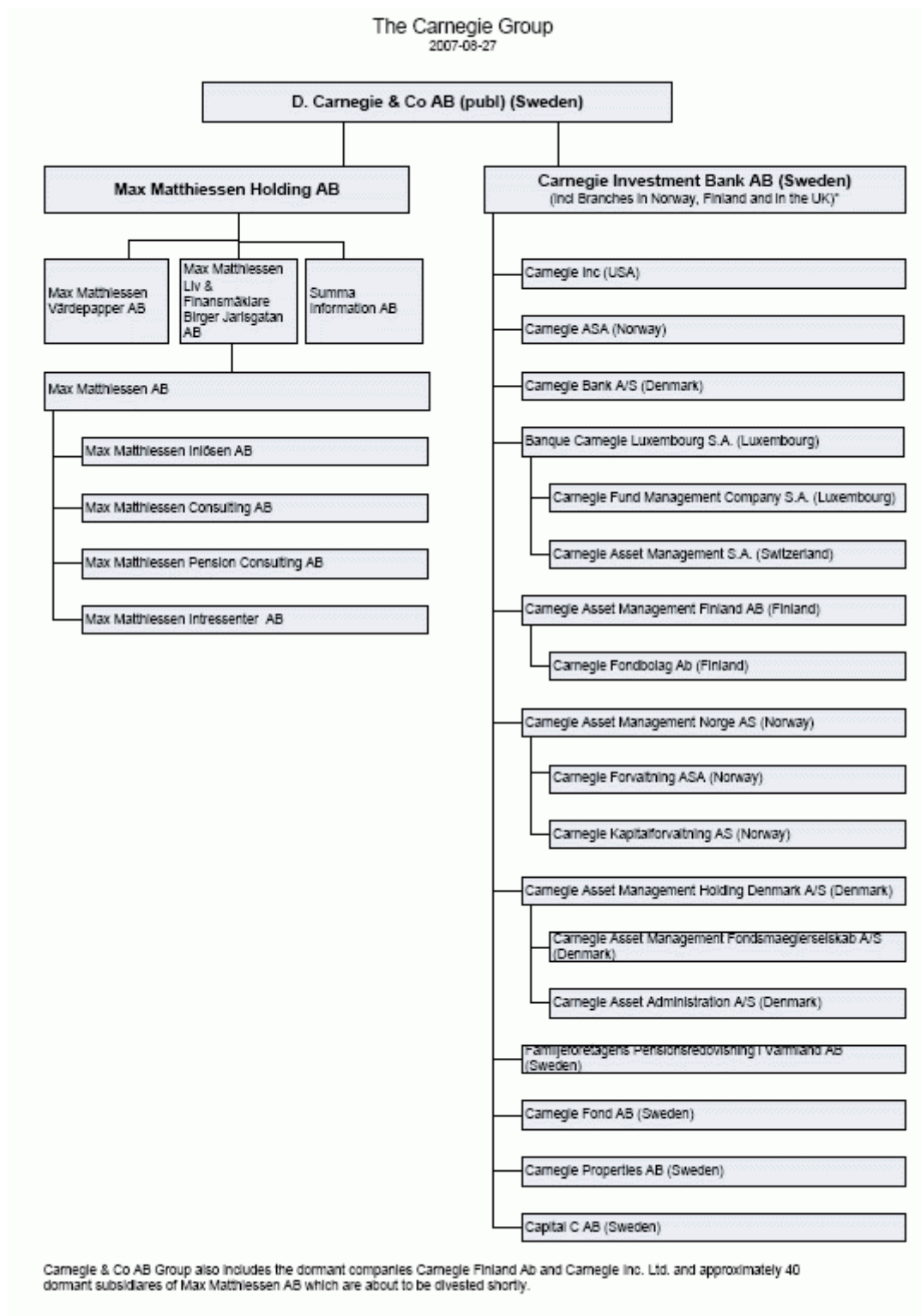
Saken

bankrörelse

Händelser

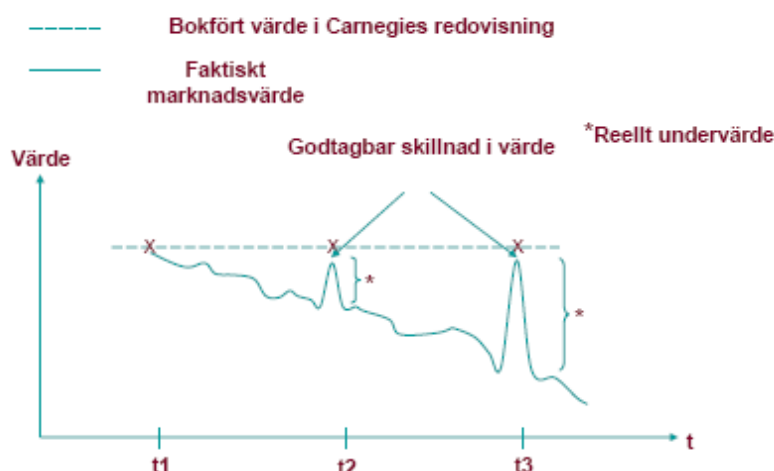
Nr	Datum	Aktbilaga	Händelsetext	Bevakningsdatum	Samband
1	2007-10-22	1	Överklagan, Fullmakt m m		
2	2007-10-22	2	Följbrev		
3	2007-10-22		FI:s beslut + akt		
4	2007-10-22	3	Skrivelse, Advokat Dick Lundqvist. info om fd		
5	2007-10-22	4	Underrättelse, Advokat Dick Lundqvist.		
6	2007-11-15	5	Komplettering ink fr ombudet		
7	2007-11-20	6	Underrättelse, Finansinspektionen		
8	2007-11-29	7	Begäran om anstånd		
9	2007-11-30	8	Underrättelse, Finansinspektionen.		
10	2008-01-31	9	Yttrande fr Finansinspektionen, fax		
11	2008-01-31	10	Underrättelse, Advokat Dick Lundqvist. Kopia av aktbilaga 9 översänt.		
12	2008-02-04	11	aktbil 9 ink i original		
13	2008-02-26	12	Begäran om anstånd, fax		
14	2008-02-26	13	Underrättelse, Advokat Dick Lundqvist.		
15	2008-02-27	14	aktbil 12 i original		
16	2008-04-04	15	Yttrande + bilagor fr ombudet		
17	2008-04-04	16	Underrättelse, Finansinspektionen. Kopia av aktbilaga 15 översänt.		
18	2008-05-05	17	Yttrande fr FI, fax <u>original ink 080507</u>		
19	2008-05-06	18	Underrättelse, Advokat Dick Lundqvist. Kopia av aktbilaga 17 översänt.		

APPENDIX 2: Carnegiekoncernens organisationsschema



Källa: Carnegies hemsida: Carnegie in brief, 2008-03-21.

APPENDIX 3: Handlarnas manipulation av marknadspriser



Aktiviteter där misstanke om kursmanipulation föreligger har utförts i optioner handlade dels vid Eurex-börsen i Frankfurt, dels vid Stockholmsbörsen. Följande illustrativa exempel kan ges.

En säljoption med slutdatum i december 2007 till ett lösenpris om 10 euro handlades under perioden den 1 till den 28 december 2006 till en mittkurs om mellan 0,10 och 0,16 euro vid Eurex-börsen i Frankfurt. Handlaren i fråga hade åsatt optionen ett teoretiskt värde om 0,53 euro, med andra ord var det teoretiska värde handlaren åsatt optionen en övervärdering. Sista handelsdagen i månaden, som var den 29 december 2006, var mittkursen före klockan 17:20 0,08 euro. Klockan 17:22 (Eurex-börsen i Frankfurt stänger klockan 17:32) lade handlaren en order på att dels förvärva 200 säljoptioner till ett erbjudet pris om 0,05 euro, dels utfärda 200 säljoptioner till ett pris om 2,98 euro. Detta fick till följd att marknadens mittkurs, vid börsens stängning, kom att uppgå till 1,52 euro $((0,05 + 2,98) / 2)$. De order handlaren hade lagt fick således mittkursen att stiga från 0,08 euro till 1,52 euro; en ökning med cirka 1 420 procent. Den 3 januari 2007, den första handelsdagen i nästa månad, sjönk mittkursen till 0,11 euro (det vill säga i paritet med mittkursen, 0,08 euro, före nämnda kursmanipulation) för att under månaderna därefter ligga på ännu lägre nivåer.

Källa: Carnegies överklagande, s. 12.